

بررسی رابطه بین گزارشگری ریسک و نوسانات بازده سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

سعید پاکدلان^۱، علیرضا آذر براهمان^{**}، مهدی عظیمی^{***} و محمدجواد تقی‌زاده شیرازی^{****}
^{*} دانش آموخته دکتری حسابداری دانشگاه مازندران و استادیار گروه حسابداری موسسه آموزش عالی غیرانتفاعی شان‌دیز-مشهد
^{**} دانشجوی دکتری حسابداری دانشگاه مازندران و عضو هیئت علمی گروه حسابداری موسسه آموزش عالی غیرانتفاعی شان‌دیز-مشهد
^{***} کارشناسی ارشد رشته حسابداری موسسه آموزش عالی غیرانتفاعی شان‌دیز-مشهد
^{****} دانشجوی کارشناسی ارشد رشته حسابداری مدیریت موسسه آموزش عالی غیرانتفاعی شان‌دیز-مشهد

چکیده

امروزه یکی از مهم‌ترین نیازهای انسان، چگونگی اظهار و برطرف نمودن نیازهای اطلاعاتی است. در میان مسائلی که می‌تواند دامنه ارتباطات شرکت‌های بزرگ بهبود دهد افشای ریسک است که شرکت‌ها در عملیات خود و به خصوص تداومشان با آن روبرو هستند. پژوهشگران نظریه‌ها و مطالعات بسیاری را برای کشف مسائل مربوط به سیاست‌های گزارشگری افشای ریسک ارائه داده‌اند، اما هنوز سیاست‌های گزارشگری افشای ریسک یکی از مشکلات اصلی در حسابداری می‌باشد. دلایل مختلفی وجود دارد که چرا افزایش افشاگری می‌تواند بر نوسانات بازده سهام تأثیر بگذارد. از سویی افشاگری می‌تواند عدم قطعیت را کاهش دهد و از میزان تأثیر اخبار مربوط به عملکرد یک شرکت بکاهد و بدین ترتیب عدم تقارن اطلاعات در بازار و ناهمگونی اعتقادات درباره ارزش واقعی شرکت کاهش یابد. در این پژوهش به بررسی رابطه بین گزارشگری ریسک و نوسانات بازده سهام پرداخته می‌شود. برای این منظور از اطلاعات مالی ۱۷۴ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای سال‌های ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۸ استفاده شده است. پژوهش حاضر از لحاظ طبقه بندی بر مبنای هدف از نوع کاربردی، از لحاظ طبقه بندی بر حسب روش از نوع توصیفی و از میان انواع پژوهش‌های توصیفی از نوع همبستگی است. در تحقیق حاضر روش آماری استفاده شده به منظور تجزیه و تحلیل داده‌ها، روش رگرسیون چند متغیره با استفاده از داده‌های ترکیبی است. نتایج آزمون فرضیه نشان دهنده وجود رابطه مثبت معنادار بین افشای ریسک و نوسانات بازده سهام می‌باشد لذا فرضیه پژوهش مورد پذیرش قرار می‌گیرد.

واژه‌های کلیدی: گزارشگری ریسک، نوسانات بازده سهام

۱- مقدمه

امروزه سرمایه‌گذاران در بازارهای سرمایه به میزان زیادی بر اطلاعات مالی قابل اتکا تأکید دارند. کیفیت بالای گزارشگری مالی به سرمایه‌گذاران در برآورد بهتر ریسک کمک نموده و منجر به بهبود تصمیم‌های سرمایه‌گذاری می‌گردد. رسوایی‌های مالی اخیر در بازارهای سرمایه ایالات متحده و اروپا (نظیرانرون، ورلدکام و پارمالات) بر اهمیت کیفیت گزارشگری مالی به ویژه کیفیت سود صحت‌گذارده‌اند. براساس بسیاری از پژوهش‌های نظری، به علت این که ریسک اطلاعاتی بازار قابل تنوع پذیری نمی‌باشد، در مدل‌های قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌گذاری لحاظ شده و از عوامل مؤثر بر بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاران و در نتیجه هزینه سرمایه شرکت تلقی می‌گردد. ضمن آن که پژوهش‌های تجربی صورت گرفته نیز این فرضیه را مورد پشتیبانی قرار داده‌اند. از آنجا که سود حسابداری یکی از مهم‌ترین منابع اطلاعاتی، سرمایه‌گذاران در خصوص شرکت می‌باشد، انتظار می‌رود که بهبود کیفیت سود از طریق کاهش ریسک اطلاعاتی و کاهش هزینه سرمایه شرکت در بازار را به همراه داشته باشد (یانگ و جان^۱، ۲۰۲۱).

از طرفی میزان اطلاعات افشا شده ی شرکت ها ، مسئله مهمی است که بر شرکت ها تاثیر می گذارد و ذینفعان و کل سیستم مالی را تحت تاثیر قرار می دهد. میزان اطلاعاتی که شرکتها در گزارشهای سالانه خود افشا می کنند ، معمولاً از طریق ایجاد یک شاخص افشایی اندازه گیری می شود. این امر مستلزم شناسایی مجموعه ای از اطلاعات مربوطه ، آزمایش حضور آن در ابزارهای افشای شناسایی شده و تعیین امتیاز براساس میزان اطلاعات ارائه شده است (هورینگ و گراندل^۲ ، ۲۰۱۱؛ الشندادی و همکاران^۳، ۲۰۱۳؛ مالافرانت و همکاران^۴، ۲۰۱۶).

شرکتها معمولاً با وارونگی چرخه تولید ، تعداد زیاد قوانین درگیر بوده و بایستی از سیاست گذاران در برابر ریسک های شناسایی شده حمایت کنند. با توجه به این موضوع ، در شرکت ها مدیریت ریسک نقشی اساسی ایفا می کند و افشای ریسک برای نهادهای نظارتی و سایر ذینفعان خارجی که می خواهند نحوه مواجهه و مدیریت ریسک ها را درک کنند ، بسیار مهم است (ایرما مالافرانت^۵، ۲۰۱۷).

دستیابی به رشد بلند مدت و مداوم اقتصادی، به تجهیز و تخصیص بهینه منابع مالی در سطح اقتصاد ملی نیازمند است و این امر بدون کمک بازارهای مالی، به ویژه بازار سرمایه گسترده و کارآمد به سهولت امکان پذیر نیست. عوامل متعددی از جمله عوامل داخلی، اقتصادی، روانی، سیاسی و سایر ممکن است بر قیمت و بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تأثیر بگذارند. نوسانات این متغیرها و بی‌ثباتی آن‌ها در طول زمان سبب ایجاد اشکال در تصمیمات و پیش‌بینی‌های اقتصادی شرکت‌ها و سرمایه‌گذاران می‌شود. (هو و وونگ^۶، ۲۰۰۳؛ پرینگون و اسمیت^۷ ۲۰۱۰)

از طرفی بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاری یکی از مهمترین عوامل در اتخاذ تصمیم‌های سرمایه‌گذاری به شمار می‌آید. سرمایه‌گذاران با پیش ارزیابی بازده سرمایه‌گذاری و تخمین بازده مورد انتظار، اقدام به تشکیل سبد سهام می‌کنند (راسی و همکاران^۸، ۲۰۲۰).

مهم ترین عامل مد نظر سرمایه‌گذاران بازده سهام است. بازده سهام دربردارنده کلیه عواید حاصل از نگهداری سهام به علاوه سود سرمایه‌ای است. از این رو، سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه سعی دارند پس اندازهای خود را در سرمایه‌گذاری‌هایی صرف کنند که بیشترین بازدهی را داشته باشند. برای، دستیابی به این هدف آن‌ها نیاز به اطلاعاتی دارند تا بتوانند بازده یک

1 Yang & John

2 Höring and Gründl

3 Elshandidy et al.

4 Malafrente et al.

5 Irma Malafrente et al.

6 Ho, S.S. and Wong, K.S.

7 Perignon, C., and Smith, D. R.

8 Rossi et al.

سرمایه‌گذاری را پیش‌بینی کنند (چانگ و همکاران^۱، ۲۰۱۳). از سوی دیگر، عوامل کلان اقتصادی نقش بسزایی در عملکرد مالی و بازده سهام شرکت‌ها دارند از جمله بحران اقتصادی می‌تواند تاثیر منفی بر عملکرد مالی شرکت گذاشته و با ایجاد رکود در بازار سرمایه بازده سهام شرکت را تحت تاثیر قرار دهد.

حفظ و توان اقتصادی هر جامعه‌ای در آینده در گرو سرمایه‌گذاری بهینه امروز آن جامعه است، سرمایه‌گذاری مطلوب موتور محرکه توسعه اقتصادی و اجتماعی است. این رهیافتی است که هیچ مکتب و نظام اقتصادی در آن شک ندارد. رشد اقتصادی و افزایش رفاه عمومی در بلند مدت بدون توجه به سرمایه‌گذاری و عوامل مهم موجود در محیط سرمایه‌گذار، که بر آن تأثیر می‌گذارد، امکان پذیر نیست. یکی از عوامل مهم و اثرگذار بر تصمیم‌گیری در ارتباط با سرمایه‌گذاری در داخل یک کشور، میزان ریسک آن است. بنابراین، سرمایه‌گذاران در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری به میزان ریسک توجه زیادی دارند. ریسک را می‌توان نتیجه نبود اطلاعات کامل تلقی کرد به طوری که در صورت نبود اطمینان کامل از موفقیت، ریسک وجود دارد. از سوی دیگر، شفافیت باعث کاهش عدم اطمینان بازار درباره تصمیم‌های آینده قانون‌گذاران می‌شود. در نتیجه، قابلیت پیش‌بینی سیاست‌های پولی و کارایی بازارهای مالی را افزایش می‌دهد. نبود شفافیت در تصمیم‌گیری و عدم ارائه منظم اطلاعات مربوط برای پاسخگویی به انتظارات منطقی، بنگاه‌های خصوصی را مجبور می‌کند تا با بررسی بیشتر انتظارات خود، قابلیت تغییرپذیری ارزش دارایی‌ها و سرمایه‌گذاری‌ها را افزایش دهند. در نتیجه، ریسک بیشتری را برای سرمایه‌گذاری‌های خود متصور شوند (خالقی مقدم و خالق، ۱۳۸۸).

در این زمینه نتایج تحقیق کلایز و همکاران^۲، (۲۰۱۶) نشان داد که افشای ریسک، پیش‌بینی کننده قابل توجهی از نوسانات بازده سهام است، به این معنا که افشای ریسک بالاتر منجر به نوسانات بالاتر می‌شود. شرکت‌های بورسی برای اطمینان خاطر به دینفعان خود از افشای ریسک به طور موثری استفاده نمی‌کنند، یا شاید محتوای اطلاعات ارائه شده نتواند به بازار اطمینان دهد. افزون بر این، شناخت عوامل عمده‌ای که بر ریسک سرمایه‌گذاری تأثیر می‌گذارد، نیز دارای اهمیت است تا از این طریق سرمایه‌گذاران بتوانند با در نظر گرفتن آن عوامل و میزان تأثیر آن‌ها، در ارتباط با سرمایه‌گذاری خود برنامه‌ریزی کنند و به یک ریسک سرمایه‌گذاری مطلوب دست یابند.

بنابراین در این مقاله به بررسی رابطه بین افشای ریسک و نوسانات بازده سهام در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار پرداخته می‌شود.

۲. مبانی نظری رابطه بین افشای ریسک و نوسانات بازده سهام

افشای ریسک می‌تواند برای تقویت نظم و انضباط در بازار مورد استفاده قرار گیرد و در نوسانات بازده سهام شرکت‌های عضو بورس اوراق بهادار استفاده شود. داشتن ارتباطات و شفافیت و همچنین تصمیمات تنظیم کننده در مورد نظم بازار باعث اجرای سیستم‌های مدیریت ریسک می‌شود که برقراری ارتباط موثر بر روی ریسک پیش‌بینی شده و برنامه‌هایی برای به دست آوردن فرصت‌ها و به حداقل رساندن ریسک شکست، در نوسانات بازده سهام، از اهمیت بالایی برخوردار است. افشای ریسک دارای فواید، مفیدی بوده و باعث کاهش عدم اطمینان، عدم تقارن اطلاعات، عدم تاثیر اخبار در مورد عملکرد شرکت‌ها شده و از این رو منجر به عدم ثبات یا کاهش بعدی در نوسانات بازده سهام می‌شود.

از دلایل افزایش اهمیت گزارشگری افشای ریسک، اثری است که ریسک‌های مختلف شرکت‌ها بر تصمیمات سرمایه‌گذاران در ارزیابی و ارزش‌گذاری صحیح موسسات دارند نرخ بازده سهام اصلی‌ترین عاملی که هر سرمایه‌گذار در تصمیم‌گیری‌های خود مورد توجه قرار می‌دهد. در دسترس بودن اطلاعات عمومی و حساسیت بازارهای مالی به ارتباط شرکت‌ها، با افشای ریسک و نوسانات بازده سهام رابطه معناداری دارد. بازده سهام، نسبت سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها به نسبت سود دریافتی است و اصلی‌ترین عاملی که هر سرمایه‌گذاری در تصمیم‌گیری‌های خود مورد توجه خاص قرار می‌دهد، نرخ بازده سهام است. یعنی سرمایه‌گذاران به دنبال پر بازده‌ترین فرصت‌ها برای سرمایه‌گذاری منابع مازاد خود در بازارهای سرمایه هستند.

1 Chang et al.

2 Claeys et al.

امروزه با توجه به اهمیت و گسترش روز افزون بازارهای سرمایه در تجهیز و گردآوری سرمایه‌های کوچک فردی به سمت فعالیت‌های تولیدی، شناسایی رفتار سرمایه‌گذاران و متغیرهای تاثیرگذار بر قیمت و بازده سهام در این بازارها اهمیت زیادی پیدا کرده است. بدون تردید سرمایه‌گذاری در بورس، بخش مهمی از اقتصاد کشور را تشکیل می‌دهد و بدون شک بیشترین میزان سرمایه از طریق بازارهای سهام در سرتاسر جهان مبادله می‌شود و اقتصاد ملی به شدت متأثر از عملکرد بازار بورس است. همچنین این بازار هم برای سرمایه‌گذاران حرفه‌ای و هم برای عموم مردم به عنوان یک ابزار سرمایه‌گذاری در دسترس است. بورس از پارامترهای کلان اقتصادی و غیراقتصادی و بسیاری دیگر از متغیرهای دیگر تاثیر می‌پذیرد. متعدد بودن عوامل مؤثر بر بازارهای سرمایه و ناشناخته بودن آن‌ها، موجب عدم اطمینان در زمینه سرمایه‌گذاری شده است. قسمتی از متغیرهای تاثیرگذار بر بازار سهام ناشی از اطلاعات مالی واحدهای اقتصادی است که از سیستم حسابداری این واحدها استخراج می‌شود و میزان تاثیر این اطلاعات بسیار پیچیده و تا حدودی ناشناخته است (یزدانیان و همکاران، ۱۳۹۸).

از طرفی طی دهه های اخیر، انواع مدل‌های قیمت‌گذاری دارای به منظور تخمین بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاری در پرتفوی سهام مورد مطالعه قرار گرفته‌اند. حال اینکه این مدل‌ها مبتنی بر برقراری مفروضاتی هستند که نتایج مدل را به شدت تحت تاثیر قرار می‌دهند. شاید یکی از مهمترین مفروضات حاکم بر این مدل‌ها را بتوان فرض نرمال بودن توزیع بازده سهام دانست. در چارچوب مدل قیمت‌گذاری دارای‌های سرمایه‌ای اثر تمامی عوامل مؤثر بر بازده مورد انتظار در بنا خلاصه می‌شود. واقعی نبودن بسیاری از مفروضات این مدل، زمینه توسعه و گسترش مدل‌های قیمت‌گذاری دیگری را فراهم ساخت که هر یک، به نوبه خود با نقض یکی از مفروضات یاد شده، به توسعه مدل‌های جدیدی منجر می‌شود. در بسیاری از پژوهش‌ها مورد ارزیابی قرار گرفته، نشان دهنده میزان انتظارات سرمایه‌گذاران از سرمایه‌گذاری در سهام شرکت‌ها و تشکیل پرتفوی است. افزایش در بازده سهام شرکت با توجه به جهت آن می‌تواند منعکس کننده انتظارات سرمایه‌گذاران از بازده‌های بیش از حد یا بازده‌های کمتر از حد باشد، درحالی‌که کشیدگی بازده سهام نشان دهنده شانس وقوع بازده‌های بالا یا پایین در سرمایه‌گذاری در سهام شرکت است. از جایی که این دو ویژگی در کنار هم معیاری برای سنجش نرمال بودن توزیع بازده سهام در نظر گرفته می‌شوند، منطبق نبودن آن‌ها با ویژگی‌های نرمال می‌تواند بسیاری از نظریه‌های حاکم بر بازده سهام و مدل‌های قیمت‌گذاری را تحت تاثیر قرار دهد (الشندادی و همکاران^۱، ۲۰۱۵).

شاخص‌های فراوانی بر روی مدل‌سازی روابط ریسک و بازده صورت گرفته و پژوهشگران عوامل متعددی را که نشان دهنده ریسک، هستند را ارائه داده‌اند از جمله: معیار بتا از مدل قیمت‌گذاری دارای‌های سرمایه‌ای، مدل سه عاملی فاما و فرنچ (فاما و فرنچ^۲، ۱۹۹۳). این مطالعات شناختی از دیدگاه‌های مختلف در مورد ماهیت ریسک را بیان می‌کنند ولی به اجماعی نرسیده‌اند که به درستی نشان دهنده تمام این عوامل ریسک باشند. ارزش برخی از این عوامل هنوز در معرض تردید است و یکی از دلایل اصلی این امر این است که پژوهشگران هنگام تعریف و توضیح ریسک مالی از دید شخصی خود عمل می‌کنند و گاه بر عواملی که دارای اهمیت کمی هستند تمرکز می‌کنند (کریم زاده، ۱۳۸۳).

شناسایی شاخص‌های مهم برای سطح بازده مورد انتظار سهام، یکی از مسائل مهم در علوم مالی نوین است. ثروت سهامداران به دو عامل ریسک و بازده بستگی دارد. تعیین بازده آتی به طور دقیق امکان پذیر نیست، بنابر این سهامداران هنگام سرمایه‌گذاری ریسک را می‌پذیرند و برای حداکثر کردن منافع خویش به دنبال پیش‌بینی بازده سهام هستند. بیشتر سرمایه‌گذاران بالفعل و بالقوه در تحلیل مالی و پیش‌بینی جریان‌های نقدی ورودی آتی به واحد تجاری و به تبع آن پیش‌بینی بازده سرمایه‌گذاری از اطلاعات حسابداری استفاده می‌کنند.

مدرکی در مورد تاثیر شیوه‌های افشای اطلاعات در صنعت بورس وجود ندارد. شرکت‌های بورسی معمولاً به فعالیت‌های مربوط به مدیریت ریسک اختصاص می‌یابند و نیاز به رشد بازارهای مالی و سایر ذینفعان برای تحلیل نحوه افشای اطلاعات ریسک و ارتباط فعالیت‌های مدیریت ریسک وجود دارد.

1 Elshandidy et al.

2 Fama & French.

برخی از جنبه‌های فعالیت‌های مدیریت ریسک، می‌توانند در بازارهای مالی و سایر ذینفعان به روشی متفاوت از آنچه در استانداردهای حسابداری قابل اجرا تعیین شده است، افشا شوند. این پژوهش متناسب با اثربخشی شیوه‌های افشای اطلاعات برای شرکت‌های بورس متناسب با حوزه ادبیات در حال ظهور است. به طور خاص، تأثیر افشای ریسک بر نوسانات بازده سهام را بررسی می‌کند.

در راستای ادبیات قبلی و با تکیه بر تئوری‌های اقتصاد اطلاعات، اولین فرضیه تحقیق رابطه بین افشای ریسک و نوسانات بازده سهام را مورد آزمایش قرار می‌دهد، یعنی در دسترس بودن اطلاعات عمومی و حساسیت بازارهای مالی به ارتباط شرکت‌ها، افشای ریسک و نوسانات بازده سهام رابطه معناداری دارد (مهربان پور و همکاران،^۱ ۲۰۱۸).

بررسی شیوه‌های افشای ریسک و اثربخشی آن‌ها به دلیل ویژگی‌های منحصر به فرد آن با توجه به سایر بخش‌های تجاری (یعنی بخش‌های بانکی و غیرمالی) در بخش بورس از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است. در این زمینه، مدیریت ریسک نقش اساسی را در بخش بورس ایفا می‌کند و به ویژه، افشای ریسک برای دارندگان سیاست‌گذاری، تنظیم‌کننده‌ها و سایر ذینفعان خارجی علاقه‌مند به درک نحوه مواجهه و مدیریت با ریسک بسیار مهم است.

با توجه به مبانی نظری پژوهش و مطالب ذکر شده فوق به برخی از تحقیقات در این زمینه اشاره می‌شود.

نتایج تحقیقات (مرادی و همکاران^۲، ۲۰۲۱) نشان می‌دهد که افشای ریسک قابل توجهی از نوسانات بازده سهام پیش بینی کننده است، به این معنا که افشای ریسک بالاتر منجر به نوسانات بالاتر می‌شود. با این حال، وقتی که بورس گذار درآمد خالص مثبتی داشته باشد، رابطه منفی می‌شود.

در تحقیقی یانگ و جان^۳ (۲۰۲۱) تأثیر اصول افشای اجتناب‌ناپذیر بر انگیزه‌های ریسک‌پذیری مدیر عامل را بررسی کردند. آن‌ها انتظار داشتند که مدیرعاملان ریسک‌پذیری بیشتری داشته باشند و شرکتها پس از تصویب این اصول مشوق‌های ریسک‌پذیری مدیر عامل شرکت را افزایش دهند زیرا تأثیر اصول افشای اجتناب‌ناپذیر، فرصت‌های شغلی خارجی مدیر عامل را محدود می‌کند. طبق این نظریه متوجه شدند که پذیرش تأثیر اصول افشای اجتناب‌ناپذیر با انگیزه‌های بالاتر ریسک‌پذیری مدیرعامل همراه است که با حساسیت‌داری‌های سهامداران و مدیرعامل به نوسانات بازده سهام اندازه‌گیری می‌شود.

در تحقیقی دیگر مرادی و همکاران (۲۰۲۱) ارتباط مثبتی بین نرخ تورم و بیکاری و ریسک سقوط قیمت سهام پیدا کردند از طرفی نتایج آن‌ها نشان داد که تولید ناخالص داخلی و نرخ ارز با ریسک سقوط، همبستگی منفی دارند. در واقع با افزایش تورم و بیکاری، از یک سو میزان پس‌انداز و قدرت خرید مردم کاهش یافته و از طرف دیگر فروش شرکت‌ها را به دلیل افزایش قیمت‌گذاری محصولات تولیدی کاهش داده است. بنابراین، وقتی مجموع اخبار بد جمع شده در طول زمان به یک نقطه اوج برسد، منجر به سقوط سهام می‌شود. همچنین آن‌ها به این نتیجه رسیدند که با افزایش نرخ ارز، سرمایه‌گذاران ایرانی ترجیح می‌دهند سهام شرکت‌ها را خریداری کنند تا قدرت خرید پول خود را حفظ کنند. نتایج آن‌ها همچنین نشان داد که شرکت‌های بزرگتر با بازده‌داری بالاتر نسبت به ریسک سقوط حساس‌ترند.

تأثیر مثبت پذیرش این اصل بر انگیزه‌های ریسک‌پذیری مدیرعامل برای شرکت‌ها در سال‌های آخر تصدی خود قوی‌تر است.

چاندنی خاندلوال^۴ (۲۰۲۰) در مطالعه‌ای به ارزیابی روش‌های افشای ریسک شرکت‌های هندی و بررسی تأثیر بالقوه ویژگی‌های هیئت مدیره بر سطوح افشای ریسک پرداختند. در این مطالعه از داده‌های نمونه شرکت‌های غیرمالی هندی پذیرفته شده در بورس سهام بمبئی (BSE) استفاده شده است. این مطالعه نشان داد که زنان در هیئت مدیره تأثیر مثبت و قابل توجهی در افشای ریسک دارند. در کنار این، سایر شاخص‌های حاکمیت شرکتی مانند استقلال هیئت مدیره دارای تأثیر مثبت و معنی

1 Mehrabanpour et al

2 Moradi et al.

3 Yang & John

4 Chandni Khandelwal

داری بر افشای ریسک هستند. عواملی مانند اندازه هیئت مدیره، مدیران اجرایی و مدیران مستقل هیچ تأثیر مهمی بر افشای ریسک شرکت‌ها ندارند.

شیوانی و آگروال^۱ (۲۰۲۰) در مقاله‌ای به بررسی تأثیر موقعیت رقابتی شرکت در کیفیت افشای ریسک در گزارش سالانه می‌پردازند. با استفاده از فاکتورهای کمی در افشاگری و ویژگی‌های معنایی، یعنی ماهیت، جهت‌گیری زمان و لحن افشا، اندازه‌گیری ترکیبی را به عنوان یک شاخص برای کیفیت افشای اطلاعات توسعه دادند. نتایج نشان می‌دهد شرکت‌هایی که از موقعیت رقابتی مطلوبی برخوردار هستند، افشای گسترده‌تری ارائه می‌دهند. برخلاف اصول اولیه فرضیه انحصاری مبنی بر اینکه شرکت‌ها به دلیل هزینه‌های افشای مربوطه، مزیت رقابتی خود را از دست می‌دهند و از این رو از افشای اطلاعات اجتناب می‌کنند، نتایج نشان داد که شرکت‌هایی که در بازارهای محصولات خوب عمل می‌کنند، نقاط قوت خود را از طریق افشای بیشتر برای حفظ مشروعیت و سهامداران خود نشان می‌دهند.

راسی و همکاران^۲ (۲۰۲۰) به بررسی تأثیر راهبری شرکتی بر هزینه‌دهی و هزینه سرمایه شرکت‌های بورسی آلمان پرداخت و راهبری شرکتی را در سه بعد کیفیت اطلاعات مالی و ساختار مالکیت و ساختار هیئت مدیره بررسی کرد. نتایج در این پژوهش نشان دهنده این بود که شرکت‌های خانوادگی و شرکت‌هایی با سطح بالای شفافیت مالی و با طرح پاداش در معرض ریسک سیستماتیک کمتری هستند. همچنین راهبری شرکتی بر هزینه سرمایه اثرگذار است؛ اما تفاوت در اینجا است که این تأثیر در شرکت‌هایی با مالکیت دولتی یا سایر شرکت‌ها معنادار است؛ اما در شرکت‌های خانوادگی اثر معناداری وجود ندارد.

مهربان پور و همکاران^۳ (۲۰۱۸) به بررسی تأثیر راهبری شرکتی بر میزان ریسک‌پذیری شرکت‌ها بر روی فهرست ۷۰۱۵ شرکت گزارش شده توسط مؤسسه خدمات سهامداران پرداخته‌اند. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که رابطه معنادار و منفی بین نمره راهبری شرکتی و ریسک‌پذیری شرکت‌ها وجود دارد؛ به عبارت دیگر، شرکت‌ها با راهبری مؤثر، استراتژی‌هایی با ریسک کم‌تر را اعمال می‌نمایند. مدیران تمایل دارند که تصمیمات ریسکی اتخاذ کنند، اما راهبری شرکتی درجه ریسک‌پذیری را کاهش می‌دهد. در واقع شرکت‌ها با راهبری شرکتی قوی تمایل به استراتژی‌های با ریسک کم دارند. به نظر می‌رسد راهبری شرکتی مؤثر به کنترل ریسک‌پذیری شرکت‌ها کمک می‌کند.

ایرما مالافرونو و همکاران^۴ (۲۰۱۷) در پژوهش خود بررسی کردند که افشای اطلاعات ریسک می‌تواند ابزاری مفیدی برای اطمینان خاطر سهامداران به توانایی شرکت در مدیریت ریسک‌های ناشی از آن باشد. در این پژوهش با استفاده از داده‌های سطح شرکت‌های مختلف در مورد شرکت‌ها، در درجه اول افشای ریسک را پیش‌بینی کننده قابل توجهی از نوسانات بازده سهام می‌داند و از ادبیاتی که سمت تاریک افشا را نشان می‌دهد، پشتیبانی می‌کند. با این حال، هنگامی که شرکت‌ها در یک سال معین عملکرد خوبی دارند، از نظر درآمد خالص مثبت، نتایج حاکی از جنبه روشن افشای اطلاعات است. همچنین می‌تواند حاکی از آن باشد که افشای اطلاعات بیشتر منجر به بی‌ثباتی در بازده سهام به دلیل اطلاع‌رسانی در اطلاعات افشا شده می‌شود.

نامازی و همکاران^۵ (۲۰۱۶) در پژوهش خود به بررسی رابطه دوطرفه بین کیفیت افشاء اطلاعات ریسک و بازده سهام پرداختند. آن‌ها برای بررسی رابطه بین این دو متغیر از آزمون علیت گرنجری استفاده کردند. نتایج بیانگر وجود رابطه دوطرفه بین کیفیت افشاء و بازده سهام بود.

دیوید کابود و سمپر^۶ (۲۰۱۴) در این پژوهش به بررسی تجربی رابطه بین افشای ریسک و هزینه سهام پرداخته شده است. هدف دنبال شده این است که آزمایش کند آیا هزینه سرمایه منابع خود با افشای ریسک‌های مالی و غیر مالی مرتبط

1 M.V.Shivaani & Nishant Agarwal.

2 Rossi et al.

3 Mehrabanpour et al

4 Irma Malafronte et al.

5 Namazi et al.

6 David Cabedo Semper

است یا خیر. نتایج به ست آمده رابطه آماری معنی داری بین ریسک غیر مالی و هزینه سرمایه منابع خود نشان نمی دهد و از نظر آماری رابطه مثبت بین این هزینه و افشای ریسکهای مالی وجود دارد. این نشان می دهد که افشای ریسک شرکت به جای بروزرسانی اطلاعات در مورد خطرات شناخته شده، احتمالات و عوامل خطر ناشناخته را ارائه می دهد.

فنگ و همکاران^۱ (۲۰۱۴) با بررسی تاثیر ریسک اطلاعات بر هزینه ناخالص بدهی و هزینه سهام عادی تعدیل شده شرکت ها چهار بعد کیفیت اقلام تعهدی، تغییر پذیری سود، پیش بینی پذیری سود و هموار بودن سود دارای رابطه معکوس و معناداری با هزینه سرمایه می باشند. هر چند رابطه بین اقلام تعهدی اختیاری و هزینه حقوق صاحبان سهام معنادار است با این وجود، علامت (منفی) این رابطه مطابق با انتظار نبود. همچنین رابطه معناداری میان عامل مشترک و هزینه حقوق صاحبان سهام مشاهده نشد.

سرینا و آندریانوس^۲، (۲۰۱۴) کیفیت حسابداری، ریسک اطلاعات را در پژوهشی تحت عنوان (نوسانات ضمنی حول اعلان درآمد) در یک دوره زمانی ۱۵ ساله را مورد آزمون قرار داده و به این نتیجه رسیده اند که کیفیت حسابداری پایین تر (بالاتر) بطور قابل توجهی با تغییرات بالاتر (پایین تر) در نوسانات ضمنی بازده سهام حول اعلان درآمد مربوط می باشد.

کراویت و موسلو^۳ (۲۰۱۳) دریافتند که افشای ریسک، اطلاعات جدیدی را در مورد اطمینان و ریسک شرکت آشکار می سازد. آن ها امتحان کردند که آیا تغییرات در افشای ریسک، اثر معناداری بر دیدگاه استفاده کنندگان (از گزارش های مالی در ارتباط با ریسک شرکت دارد یا نه؟ نتایج نشان داد که تغییرات سالانه در افشای ریسک، رابطه مثبت و معناداری با تغییر پذیری روزانه بازده سهام و حجم معاملات دارد.

وکیلی فرد و همکاران^۴ (۲۰۱۲) در پژوهشی که انجام دادند سطح افشاء مدیریت ریسک را با حجم معاملات و قیمت سهام مورد بررسی قرار دادند. نتایج نشان داد که سرمایه گذاران تحت تأثیر ریسکهای افشاء شده شرکت قرار نمی گیرند و در نتیجه رابطه معناداری بین سطح افشاء مدیریت ریسک و حجم معاملات وجود ندارد. همچنین بین سطح افشاء ریسک و قیمت سهام رابطه معناداری مشاهده نگردید.

لیندسی و شرایوز^۵، (۲۰۰۶) در پژوهشی تجربی، به بررسی خلا موجود در ادبیات نظری و افشاء اطلاعات ریسک در گزارش های سالانه شرکتها پرداختند. نتایج این پژوهش نشان داد که ارتباط قابل توجهی بین سطح افشاء اطلاعات مدیریت ریسک و نسبت های اهرمی، پوشش دارایی ها، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار و عامل بتا وجود ندارد. همچنین شرکتها تمایلی برای افشاء اطلاعات ریسک از خود نشان نمی دهند و این باعث ایجاد خلا بین اطلاعات ریسک و ادبیات نظری آن می شود.

خاکزاده و همکاران (۱۳۹۸) در پژوهشی که انجام دادند نتیجه گرفتند که در بین همه انواع ریسک افشاء شده، ریسک مالی بیشترین تأثیر گذاری را دارد. آن ها همچنین دریافتند که پوشش بیشتر اخبار و ایجاد حس وجود اخبار منفی، باعث افزایش ریسک تجاری می شود. یافته ها نشان داد که بین ریسک تجاری برای انتشار دهندگان بدهی و حجم بالای افشای فاکتورهای ریسک، رابطه وجود دارد.

ایرجی راد و همکاران (۱۳۹۸) در پژوهشی که انجام دادند مربوط بودن افشای ریسک را در گزارش های مالی بررسی نمودند. متغیرهای کنترل در پژوهش آن ها سودآوری، اندازه و اهرم بود. یافته ها نشان داد که رابطه مثبت و معناداری بین افشای اختیاری اطلاعات ریسک و توانایی بازار در پیش بینی تغییرات سود در دو سال بعد وجود دارد. یافته دیگر پژوهش این بود که افزایش بهای مالکیت باعث کاهش معناداری رابطه افشای ریسک و قابلیت پیش بینی سود شده و با افزایش بهای مالکیت، سرمایه گذاران به اطلاعات دیگری غیر از افشای ریسک اتکا می کنند.

1 Feng et al.

2 Seraina & Andrianos.

3 Kravet, & Muslu.

4 Vakilifard et al.

5 linsley & Shrives

لذا با توجه به مبانی نظری تحقیق، فرضیه پژوهش به شرح زیر تدوین می گردد:

بین افشای ریسک و نوسانات بازده سهام در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد.

۳. روش شناسی پژوهش

این پژوهش از لحاظ طبقه بندی پژوهش بر مبنای هدف، از نوع کاربردی، از لحاظ طبقه بندی بر حسب روش، از نوع توصیفی و از میان انواع پژوهش های توصیفی، از نوع همبستگی است. رویکرد این پژوهش، پس رویدادی (استفاده از داده های رویدادهای گذشته) است. به منظور آزمون فرضیه ها، روش رگرسیون چند متغیره استفاده شده است. همچنین جهت اطمینان از قابل اتکا بودن نتایج، از آزمون های پیش فرض استفاده از رگرسیون، استفاده شده است. شرکت های مورد آزمون در این پژوهش شامل تمام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال های ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۸ می باشند. این نمونه دربردارنده شرکت هایی هستند که دارای مجموعه شرایط زیر باشند: تا قبل از سال ۱۳۹۲ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند. پایان سال مالی آنها ۲۹ اسفند ماه باشد. در دوره مورد بررسی تغییر یا توقف در دوره مالی نداشته باشند. جزو بانکها و موسسات مالی (شرکت های سرمایه گذاری، واسطه گری مالی، شرکت های هلدینگ، بانکها و ...) نباشند. پس از اعمال محدودیت ها، تمامی شرکت های باقیمانده یعنی ۱۷۶ شرکت در طی ۷ سال از ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۸ مورد بررسی قرار گرفت.

۴. الگوهای اندازه گیری متغیرهای پژوهش

الف) افشای ریسک

افشای ریسک به روش تحلیل محتوا و با استفاده از کدبندی اندازه گیری شد. در این پژوهش مطابق ایرما مالا فرونت و همکاران، (۲۰۱۷) و الشندی و همکاران (۲۰۱۳)، امران و همکاران، (۲۰۰۹) و النسل و شریو (۲۰۰۶) و از تعداد عبارت های مربوط به ریسک های ارائه شده در گزارش فعالیت هیات مدیره و یادداشت های همراه صورت های مالی به عنوان اندازه افشای ریسک استفاده شد.

ب) نوسانات بازده سهام

نحوه محاسبه نوسانات بازده سهام مطابق مرادی و همکاران (۲۰۲۱) و ایرما مالا فرونت و همکاران، (۲۰۱۷) به شرح زیر می باشد:

گام اول - ابتدا بازده روزانه هر یک از شرکت ها بر اساس رابطه زیر محاسبه شده است:

$$R_{i,t} = \frac{P_t - P_{t-1} + D_t}{P_{t-1}} \quad (\text{رابطه ۱})$$

در این رابطه :

$R_{i,t}$: بازده سهام i در روز t

P_t : قیمت پایانی سهم i در پایان روز t

P_{t-1} : قیمت پایانی سهم i در پایان روز $t-1$

D_t : جریان نقدی حاصل از سهم در طول دوره t

گام دوم: میانگین بازده روزانه سهم i ۹ روز قبل از روز t محاسبه شده است:

$$\bar{r}_{i,t} = \frac{\sum_{t=1}^9 r_{i,t}}{9} \quad (\text{رابطه ۲})$$

در این رابطه :

$\bar{r}_{i,t}$: میانگین بازده روزانه سهم i در روز t

1 Elshandidy et al.

2 Amran et al.

$r_{i,t}$: بازده روزانه سهم i در روز t

گام سوم: با استفاده از رابطه زیر نوسانات بازده هر سهم محاسبه گردید:

$$= \sum \sqrt{\frac{(r_{i,t} - \bar{r}_{i,t})^2}{n-1}} \sigma_{p,t} \quad (\text{رابطه ۳})$$

در این رابطه:

$r_{i,t}$: بازده سهم i در روز t

$\bar{r}_{i,t}$: میانگین بازده سهم i در روز t

n : تعداد روزهای مربوط به محاسبه میانگین که در این پژوهش عدد ۹ می باشد.

۵- مدل آزمون فرضیه پژوهش

هدف این پژوهش بررسی رابطه معنادار بین افشای ریسک و نوسانات بازده سهام است.

جهت آزمون فرضیه پژوهش از مدل زیر استفاده می شود:

$$VOLATILITY_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 RDII_{i,t} + \beta_2 MARKETCA + \beta_3 ROE$$

$$+ \beta_4 DIVIDEND_RATIO + \beta_5 LEVERAGE + \varepsilon_{i,t}$$

جدول شماره ۱: تعریف متغیرهای مدل رگرسیون فرضیه پژوهش

روش محاسبه	نام متغیر	نوع متغیر			نماد متغیر
		نسبت	رشد	راسته	
درصد رشد سهام شرکت بر درصد رشد شاخص کل بازار	نوسانات بازده سهام			✓	VOLATILITY
نمره افشای ریسک به روش تحلیل محتوا از گزارش‌های هیئت مدیره	افشای ریسک		✓		RDII
لگاریتم طبیعی جمع حقوق صاحبان سهام	اندازه شرکت	✓			MARKETCAP
نسبت سود خالص به جمع حقوق صاحبان سهام	بازده حقوق صاحبان سهام	✓			ROE
نسبت سود سهام به سود خالص	نسبت سود سهام	✓			DIVIDEND_RATIO
نسبت کل بدهی‌ها با کل دارایی‌ها	اهرم مالی	✓			LEVERAGE
جزء باقیمانده یا خطا					$\varepsilon_{i,t}$

۶ تجزیه و تحلیل داده ها

۶-۱ آمار توصیفی متغیرهای تحقیق

آمار توصیفی متغیرهای پژوهش برای شرکت‌های نمونه در جدول شماره (۲) ارائه شده است که بیانگر مقدار پارامترهای توصیفی شامل شاخص‌های مرکزی از قبیل میان و میانگین می‌باشد و در انتها آماره‌های نسبی پراکندگی به چگونگی توزیع مشاهدات می‌پردازند. از آنجا که تعداد شرکت‌های نمونه ۱۷۶ شرکت در ۷ سال در محدوده ۱۳۹۲-۱۳۹۸ بررسی شده، تعداد مشاهدات در داده‌های تابلویی ۱۲۳۲ مورد است.

جدول شماره ۲: آمار توصیفی متغیرهای تحقیق برای شرکت‌های نمونه

انحراف	حداقل	حداکثر	میان	میانگین	تعداد	نماد متغیر	تعریف عملیاتی
0/755488	0/000000	1/89000	0/430000	0/612386	۱۲۳۲	VOLATILITY	نوسانات بازده سهام
9/794952	0/000000	97/00000	9/000000	11/37044	۱۲۳۲	IRR	افشای ریسک
1/781932	8/360000	19/39000	13/42000	13/64225	۱۲۳۲	MARKETCA	اندازه شرکت
2/234524	-0/7741	0/75401	0/230000	0/168264	۱۲۳۲	ROE	بازده حقوق صاحبان سهام
2/479228	-1/48451	1/03000	0/230000	0/622102	۱۲۳۲	DIVIDEND RATIO	نسبت سود سهام
128814/4	0/000000	3863752/	3726/650	12257/83	۱۲۳۲	EARNINGS PER SHARE	درآمد هر سهم
0/227757	0/010000	1/000000	0/580000	0/555815	۱۲۳۲	LEV	اهرم مالی

همانطور که در بالا به طور مختصر اشاره شد شاخص‌های پراکندگی، میزان پراکندگی یا تغییراتی که در بین داده‌های یک توزیع وجود دارد را نشان می‌دهند. ممکن است توزیع‌هایی وجود داشته باشند که میانگین‌های آن‌ها مساوی باشد ولی پراکندگی آن‌ها در اطراف میانگین اختلاف داشته باشد. یکی از مهمترین و معتبرترین شاخص‌های پراکندگی که در این تحلیل بدان‌ها پرداخته شده است انحراف معیار (انحراف استاندارد) است. این معیار جذر مثبت واریانس داده‌ها است که بر سایر آماره‌های پراکندگی رجحان دارد. همچنین در مقایسه دو یا چند جامعه آن که انحراف معیارش کم‌تر است، مقادیر صفت مورد مطالعه آن جامعه یکنواخت‌تر از جامعه‌های دیگر است. اگر پراکندگی بالا باشد انحراف استاندارد بزرگ خواهد شد. یافته‌های توصیفی حاصل از این پژوهش شامل میانگین، میان، انحراف معیار، کمترین مشاهده و بیشترین مشاهده طی جداول ذیل ارائه می‌شود. تفاوت اندک بین متغیر میان و میانگین حاکی از نرمال بودن متغیرهاست. همچنین متغیرها دارای انحراف معیار پایین هستند و موید توزیع یکنواخت داده‌ها می‌باشد.

۲-۶) آزمون مانایی متغیرهای پژوهش

برخلاف آن چه در مورد داده‌های سری زمانی مرسوم است، در مورد داده‌های پانل نمی‌توان برای آزمون مانایی از آزمونهای دیکی فولر و دیکی فولر تعمیم یافته استفاده کرد، بلکه لازم است به نحوی مانایی جمعی متغیرها آزمون شود که برای این منظور می‌بایست از آزمون هادری استفاده شود. بر این اساس آزمون هادری فرض می‌کند که یک ریشه واحد یکسان وجود دارد، به طوری که ρ_i برای داده‌های مقطعی یکسان هستند. نتایج آزمون هادری در جدول شماره (۳) منعکس شده است. براساس این نتایج، فرضیه صفر مبتنی بر ریشه واحد متغیرها یا نامانایی آنها در سطح ۰,۰۵ اطمینان رد می‌شود و تمامی متغیرهای پژوهش مانا می‌باشند. بنابراین بدون نگرانی از وجود ریشه واحد متغیرها، میتوان الگوی این پژوهش را برآورد کرد.

جدول شماره ۳: نتایج آزمون مانایی (آزمون هادری)			
تعریف عملیاتی	نماد متغیر	آزمون معنی داری	آماره آزمون
نوسانات بازده سهام	VOLATILITY	0/0000***	12/6663
افشای ریسک	IRR	0/0000***	20/6493
اندازه شرکت	MARKETCA	0/0000***	18/6681
بازده حقوق صاحبان سهام	ROE	0/0000***	27/0624
نسبت سود سهام	DIVIDEND RATIO	0/0000***	24/9849
درآمد هر سهم	EARNINGS PER SHARE	0/0000***	20/6410
اهرم مالی	LEV	0/0000***	19/7352

۳-۶) آزمون های تعیین روش تخمین مدل داده‌های تابلویی

قبل از برآزش مدل رگرسیونی و آزمون فرضیه، باید بررسی گردد که چه مدل رگرسیونی مناسب آزمون فرضیه است. جهت تعیین استفاده از یکی از روش های مدل داده های تلفیقی یا مدل اثرات ثابت یا مدل اثرات تصادفی، از سه آزمون F تعمیم یافته (چاو)، ضریب لاگرانژ و هاسمن استفاده می شود.

از آزمون های زیر جهت تعیین روش برآورد مدل استفاده شد:

۱- آزمون F تعمیم یافته (چاو): جهت تعیین استفاده از مدل داده‌های تلفیقی (PLS) یا مدل اثرات ثابت (FE) اگر $\text{prob} \leq 0.05$ باشد، مدل اثر ثابت و در غیر این صورت مدل داده های تلفیقی مورد تأیید است.

۲- آزمون ضریب لاگرانژ: جهت تعیین استفاده از مدل داده های تلفیقی یا مدل اثرات تصادفی. اگر $\text{prob} \leq 0.05$ باشد مدل اثر تصادفی (RE) و در غیر این صورت مدل داده های تلفیقی مورد تأیید است.

۳- آزمون هاسمن: جهت تعیین استفاده از مدل اثرات ثابت یا مدل اثرات تصادفی. اگر $\text{prob} \leq 0.05$ باشد مدل اثر ثابت و در غیر این صورت مدل اثر تصادفی مورد تأیید است.

با توجه به نتایج جدول شماره (۴)، جهت مدل اول معنی داری آزمون F تعمیم یافته (چاو) کمتر از ۰,۰۵ است. لذا از بین مدل اثرات ثابت و مدل داده های تلفیقی، مدل اثرات ثابت برگزیده می شود. در مرحله بعد معنی داری آزمون هاسمن کمتر از ۰,۰۵ است. لذا از بین مدل اثرات ثابت و مدل اثرات تصادفی، مدل اثرات ثابت برگزیده می شود. بنابراین می توان نتیجه گرفت از بین سه مدل فوق، مدل اثرات ثابت جهت برآزش مدل رگرسیونی پژوهش مورد استفاده قرار گیرد.

جدول شماره ۴: آزمون تعیین روش تخمین مدل داده‌های تابلویی جهت مدل اول پژوهش			
آزمون های تشخیص	آماره آزمون	معنی داری	نتیجه
آزمون F تعمیم یافته	2.431121	0.0000	تاکید مدل اثرات ثابت در مقابل مدل داده‌های
آزمون هاسمن	38.099773	0.0000	تاکید مدل اثرات ثابت در مقابل مدل اثرات تصادفی
نتیجه نهایی	تاکید مدل اثرات ثابت در مقابل مدل اثرات تصادفی و مدل داده‌های تلفیقی		

¹- Panel Least Squares (PLS)

²- Fixed Effects (FE)

³- Random Effects (RE)

۴-۶) نتایج آزمون فرضیه های تحقیق

هدف این پژوهش بررسی رابطه بین گزارشگری افشای ریسک با نوسانات بازده سهام در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. با توجه به اینکه برای اندازه گیری هزینه سرمایه از سه شاخص هزینه بدهی و هزینه سرمایه عادی و میانگین موزون هزینه سرمایه اندازه گیری می شود لذا در قالب فرضیه، هدف فوق مورد بررسی قرار می گیرد.

به منظور بررسی آزمون فرضیه، نخست به پیش شرطهای برازش مدل پرداخته می شود. نتایج جدول شماره (۵) نشان می دهد مقدار معناداری آماره F، ۰/۰۰۰ بوده و حاکی از برازش مناسب مدل و معنی داری کل رگرسیون می باشد. از سویی، مقدار ضریب تعیین تعدیل شده ۰/۲۸ بوده و به عبارتی، حدود ۲۸ درصد از متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل تبیین شده اند. همچنین، آماره دوربین واتسون با مقدار ۲/۱۴ و قرار گرفتن آن بین بازه ۱/۵ الی ۲/۵ نشان از عدم وجود خودهمبستگی مرتبه بین خطاهای مدل می باشد. نتایج جدول شماره (۵) نشان می دهد که شاخص افشای ریسک (متغیر IRR_t) با سطح معنی داری (۰,۰۰۰۱) دارای رابطه معنی دار با نوسانات بازده سهام می باشد. نتیجه نهایی پذیرش فرضیه پژوهش می باشد.

جدول شماره ۵: نتایج آزمون رگرسیون فرضیه پژوهش

معناداری Prob	آماره تی t-Statistic	انحراف معیار Std/ Error	ضریب Coefficient	متغیر Variable	
***0/0001	3/861596	0/002541	0/009814	IRR	افشای ریسک
***0/0001	3/863921	0/049430	0/190993	MARKETCA	اندازه شرکت
0/2081	-1/259530	0/010603	-0/013354	ROE	بازده حقوق صاحبان سهام
0/2865	-1/066436	0/003926	-0/004187	DIVIDEND RATIO	نسبت سود سهام
**0/0312	2/157498	0/193387	0/417232	LEV	اهرم مالی
***0/0035	-2/929909	0/795871	-2/331831	C	ضریب ثابت
3/668877				آماره F (معنی داری کل رگرسیون)	
0/000000				معناداری آماره F	
0/394167				ضریب تعیین	
0/286732				ضریب تعیین تعدیل شده	
2/146583				آماره دوربین واتسون	

۷) نتیجه گیری، تفسیر و پیشنهادات

نتایج آزمون فرضیه پژوهش نشان می دهد که بین افشای ریسک و نوسانات بازده سهام در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد. نتایج حاصل از فرضیه پژوهش با استفاده از رابطه بین افشای ریسک و نوسانات بازده سهام در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با نتایج پژوهش های ایرما مالافرون (۲۰۱۷)، ماریا گرازا استاریتا و جان پیرا، (۲۰۱۸) همسو می باشد.

همچنین با نتایج پژوهش های وکیلی فرد و همکاران، (۲۰۱۲)، لیندسی و شرایوز، (۲۰۰۶)، غیر همسو می باشد. افزایش گزارشگری افشای ریسک می تواند بر نوسانات بازده سهام تأثیرگذار باشد. چنانچه میزان گزارشگری افشای ریسک مثبت افزایش یابد باعث افزایش نوسانات سهام مثبت شده، ارزش سهام مورد معامله شرکت افزایش می یابد و باعث جذب

سرمایه‌گذاران بیشتری می‌شود. بلعکس گزارشگری افشای ریسک منفی باعث کاهش ارزش سهام شرکت شده، که به دنبال آن بازده سهام شرکت روند کاهشی را دنبال کرده و سهامداران نسبت به فروش سهام کم بازده اقدام می‌کنند. در این تحقیق فرض می‌شود که نوسانات بازده سهام تحت تأثیر تغییر در فعالیت یک شرکت و همچنین تغییر شرایط بازار است.

افشای ریسک تأثیر معنی داری بر نوسانات بازده سهام دارد. به طور خاص، ضریب مثبت نشان می‌دهد که افزایش افشای ریسک منجر به نوسانات بازده سهام بیشتر می‌شود.

بر خلاف تحقیقات پیشین که رابطه منفی بین افشا و نوسانات را اثبات می‌کرد، (بوشه و نو، ۲۰۰۰؛ بامان و نیر، ۲۰۰۴)، این پژوهش، اطلاعات بیشتری در مورد شیوه های افشای ریسک از نظر افزایش نوسانات بازده سهام را نشان می‌دهد.

بورس سهام نسبت به اطلاعات افشا شده داوطلبانه در مورد ریسک و مدیریت ریسک یک شرکت واکنش منفی نشان می‌دهند. به طور خاص، شرکت کنندگان در بازار سهام نسبت به افشای اطلاعات مربوط به ریسک یک شرکت واکنش منفی نشان می‌دهند، زیرا در اصل یک سیستم پیچیده از فعالیت های مدیریت ریسک است. با این حال، در مورد اثربخشی شیوه های افشای ریسک می‌توان گفت که شرکت های با سطح بالایی از اطلاعات به دلیل تجارت آگاهانه در گزارشهای سالانه خود با سطح بالایی از نوسانات بازده سهام همراه هستند. در حقیقت، بازارهای مالی نسبت به سطح افشای بالاتر از طریق قیمت گذاری که به صورت دقیق تنظیم می‌شوند، واکنش نشان می‌دهند.

در این پژوهش بررسی می‌شود که آیا اطلاعات ریسک افشا شده داوطلبانه در تبیین نوسانات بازده سهام در شرکت ها نقش ایفا می‌کند.

افشای اطلاعات می‌تواند ابزاری مفیدی برای اطمینان خاطر سهامداران به توانایی سهامداران در مدیریت ریسک ناشی از آن باشد.

افشای اطلاعات بیشتر منجر به بی ثباتی در بازده سهام به دلیل اطلاع رسانی در اطلاعات افشای شده می‌شود. از سویی گزارشگری افشای ریسک می‌تواند عدم قطعیت را کاهش داده و از میزان تأثیر اخبار مربوط به عملکرد شرکت بکاهد و بدین ترتیب عدم تقارن اطلاعات در بازار و ناهمگونی درباره بازده سهام واقعی شرکت را کاهش دهد. از طرف دیگر، افزایش گزارشگری افشای ریسک حاکی از آن است که اطلاعات بیشتری منتشر می‌شوند و بدین ترتیب داده‌های بیشتری در اختیار بازارها قرار می‌گیرد که ممکن است توسط تحلیلگران و شرکت کنندگان در بازار اشتباه گرفته شود و منجر به نوسانات بیشتر شود گزارشگری افشای ریسک مطلوب منجر به کاهش در هزینه سرمایه، نوسانات بازده سهام و پراکندگی پیش بینی تحلیلگر می‌شود، در حالی که افشای نامطلوب اقدامات خطر را افزایش می‌دهد.

بر مبنای نتایج بدست آمده از تحقیق پیشنهادهای زیر ارائه می‌شود:

گزارشگری مطلوب افشای ریسک باعث افزایش نوسانات بازده سهام شده لذا پیشنهاد می‌شود اعضای هیئت مدیره، در مقام یکی از مهم‌ترین ساز و کارهای نظام راهبری درون سازمانی، به نقش مهمی که می‌توانند در گزارشگری افشای ریسک ایفا کنند، توجه بیشتری داشته باشند.

پیشنهاد می‌شود سرمایه‌گذاران و تحلیل‌گران هنگام تجزیه و تحلیل صورت‌های مالی به منظور اتکا به آن برای ارزیابی بازده سهام شرکت به ویژگی‌های گزارشگری افشای ریسک توجه کافی داشته باشند.

به سازمان بورس اوراق بهادار تهران پیشنهاد می‌شود در پذیرش و ارزیابی شرکت‌های کوچک، شاخص‌های نوسانات بازده سهام در این گونه شرکت‌ها را مد نظر قرار دهند و الزامات افشای ریسک مناسب‌تری را برای این شرکت‌ها اعمال کنند.

اطلاعات گذشته می‌تواند مبنای مناسبی برای تصمیم‌گیری آینده باشد. به استفاده‌کنندگان صورت‌های مالی از جمله سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌گردد که قبل از اتخاذ هرگونه تصمیمی مبنی بر اینکه در چه شرکتی سرمایه‌گذاری می‌کنند، شاخص‌های گزارشگری افشای ریسک، از طریق نسبت معرفی شده در این تحقیق مورد تجزیه و تحلیل قرار دهند و شرکت‌هایی را انتخاب کنند که دارای بازده سهام بهتری می‌باشند.

از آن جهت که گزارشگری افشای ریسک می‌تواند اثرات مهمی بر تصمیم سرمایه‌گذاران داشته باشد، ارائه اطلاعات کامل و شفاف از سوی مدیریت در زمینه سطح بهینه نوسانات بازده سهام بسیار راه‌گشا خواهد بود.

۸-منابع

۸-۱) منابع فارسی

- ۱) خالقی مقدم، ح. و خالق، ع. (۱۳۸۸). شفافیت شرکتی در ایران و عوامل موثر بر آن. ۶۰-۳۱. مطالعات حسابداری، ۲۱
- ۲) کریم زاده، امیرعباس، ۱۳۸۳. بررسی رابطه تحلیلی بین ریسک سیستماتیک و هزینه سرمایه شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار، پایاننامه کارشناسی ارشد، دانشگاه شهید بهشتی.
- ۳) وکیلی فرد، حمیدرضا، کوهرمزی، شیر و طالب پوراصل، رزگار. ۱۳۹۲. بررسی رابطه سطح افشای مدیریت ریسک با حجم معاملات و قیمت. ماهنامه بورس، شماره ۱۰۳، ص ۶۶-۷۳
- ۴) یزدانیان، نرگس، حاجی اکبری، علی، ۱۳۹۸. "بررسی تاثیر نوسانات نرخ ارز بر سطوح چولگی و کشیدگی بازده پرتفوی سهام در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران" نشریه چشم انداز مدیریت مالی، ش ۲۵، ص ۱۲۱-۱۲۶

۸-۲) منابع لاتین

1. Amran, A., Bin, A.M.R., Hassan, B.C.H.M. (2009). Risk reporting, an exploratory study on risk management disclosure in Malaysian annual reports. *Managerial Auditing Journal*, 24(1), pp.39-57.
2. Chandni Khandelwal, Satish Kumar, Vinodh Madhavan, Nitesh Pandey, Do board characteristics impact corporate risk disclosures? The Indian experience, *Journal of Business Research*, Volume 121, 2020, Pages 103-111, ISSN 0148-2963
3. Chang, B. Y., Christoffersen, P. & Jacobs, K. 2013. Market Skewness Risk and the Cross section of Stock Returns. *Journal of Financial Economics*, 107 :46-68.
4. Claeys, A. S., Cauberghe, V., & Pandelaere, M. (2016), "Is old news no news? The impact of self-disclosure by organizations in crisis", *Journal of Business Research*, Vol. 69 No. 10, pp. 3963-3970
5. David Cabedo Semper (2014). Risk disclosure and cost of equity The Spanish case. Fecha de aceptación: 28.05.2014.
6. Dobler, M., K. Lajili, and D. Zéghal. 2011. Attributes of corporate risk disclosure: and international investigation in the manufacturing sector. *Journal of International Accounting Research*, 10 2: 1-22.
7. Elshandidy, T., Fraser, I., & Hussainey, K. (2013), "Aggregated, voluntary, and mandatory risk disclosure incentives: Evidence from UK FTSE all-share companies", *International Review of Financial Analysis*, Vol. 30, pp. 320-333.
8. Elshandidy, T., Fraser, I., Hussainey, K. (2013). Aggregated, voluntary, and mandatory risk disclosure incentives: evidence from UK FTSE allshare companies. *International Review of Financial Analysis*, 30, pp.320-333.
9. Fama, E.F., French, K.R. 1993. Common risk factors in the returns on stocks and bonds. *Journal of Financial Economics*, 331, 3-56.
10. Ho, S.S. and Wong, K.S. (2003), "Preparers' perceptions of corporate reporting and disclosures", *International Journal of Disclosure and Governance*, Vol. 1, No. 1, pp. 71-81.
11. Höring, D. and Gründl, H. (2011), "Investigating risk disclosure practices in the European insurance industry". *The Geneva Papers on Risk and Insurance. Issues and Practices*, Vol. 36 No. 3, pp. 380-413.
12. Irma Malafronte, Maria Grazia Starita, John Pereira, 2017. "The Effectiveness of Risk Disclosure Practices in the European Insurance Industry", *Review of Accounting and Finance.*, <https://doi.org/10.1108/RAF-09-2016-0150>

13. Jingyu Yang & John Z. Zhang (2021) The inevitable disclosure doctrine and CEO risk-taking incentives, *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, DOI: 10.1080/16081625.2020.1871041
14. Kravet, T.D., Muslu, V. 2013. Textual risk disclosures and investors' risk perceptions. *Review of Accounting Studies*, 184, pp.1088–1122.
15. Li, Feng & Abeysekera, Indra & Ma, Shiguang. (2014). The Effect of Financial Status on Earnings Quality of Chinese-Listed Firms. *Journal of Asia-Pacific Business*. 15. 4-26. 10.1080/10599231.2014.872963.
16. Linsley, P. M., and Shrivies, P. J. (2005), "Transparency and the disclosure of risk information in the banking sector", *Journal of Financial Regulation and Compliance*, Vol. 13 No. 3, pp. 205–214.
17. linsley, P.M., and P.J. Shrivies. (2006). Risk reporting: a study of risk disclosures in the annual reports of UK companies. *British Accounting Review*, 38 (4): 387-404.
18. linsley, P.M., and P.J. Shrivies. (2006). Risk reporting: a study of risk disclosures in the annual reports of UK companies. *British Accounting Review*, 38 (4): 387-404.
19. M.V. Shivaani, Nishant Agarwal ,Does competitive position of a firm affect the quality of risk disclosure? *Pacific-Basin Finance Journal*, Volume 61, ۲۰۲۰, ۱۰۱۳۱۷, ISSN 0927-538X.
20. Malafronte, I., Porzio, C. and Starita, M.G. 2016, "The nature and determinants of disclosure practices in the insurance industry: Evidence from European insurers", *International Review of Financial Analysis*, Vol. 45, pp. 367-382.
21. Mehrabanpour, Mohammadreza, and Farzaneh Sadat Miri Chimeh. "The Impact of Corporate Governance Index on Capital Cost and Systematic Risk." *Empirical Research in Accounting* 8.1 (2018): 227-245.
22. Moradi, Mehdi & Appolloni, Andrea & Zimon, Grzegorz & Tarigho, Hossein & Kamali, Maede. (2021). Macroeconomic Factors and Stock Price Crash Risk: Do Managers Withhold Bad News in the Crisis-Ridden Iran Market?. *Sustainability*. 13. 3688. 10.3390/su1307368.
23. Namazi, M., & Ebrahimi, F. 2016. Modeling and identifying effective factors affecting the intention of reporting financial fraudulent by accountant. *Empirical studies of financial accounting*, 13 49: 1- 28. in Persian
24. Perignon, C., and Smith, D. R. (2010), "The level and quality of value-at-risk disclosure by commercial banks", *Journal of Banking & Finance*, Vol. 34 No. 2, pp. 362–377.
25. Rossi, Fabrizio, and Maretno Agus Harjoto. "Corporate non-financial disclosure, firm value, risk, and agency costs: evidence from Italian listed companies." *Review of Managerial Science* 14.5 (2020): 1149-1181.
26. Seraina C. Anagnostopoulou Andrianos E. Tsekrekos. 2014. "Accounting quality, information risk and implied volatility around earnings announcements", *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*.
27. Starita, M. G., and Malafronte, I. (2014), "Capital requirements, disclosure, and supervision in the European insurance industry. New challenges towards Solvency II", *Palgrave MacMillan: Basingstoke*
28. Vakilifard, Hamidreza and Alifarri, Malihe. 2015. the impact of exchange rate volatility on return of listed companies in Tehran stock exchange. *Quarterly journal of economic science*, 94, 83-98 In Persian.