

بررسی نقش مالکیت مدیریتی بر رابطه بین افشای داوطلبانه اطلاعات و ریسک پذیری شرکت

رضا ابراهیمی^۱، فاطمه صمدی^۲

^۱ کارشناس ارشد مدیریت مالی، دانشگاه تهران شرق، تهران، ایران

^۲ دانشیار گروه مدیریت، دانشکده مدیریت و حسابداری، دانشگاه تهران شرق، تهران، ایران

چکیده

هدف این تحقیق بررسی نقش مالکیت مدیریتی بر رابطه بین افشای داوطلبانه اطلاعات و ریسک پذیری شرکت و قلمرو زمانی سال‌های بین ۱۳۹۳ تا ۱۴۰۰ بوده است. تحقیق حاضر در زمره تحقیقات کاربردی قرار دارد، چنانچه طبقه‌بندی انواع تحقیقات بر اساس ماهیت و روش مدنظر قرار گیرد، روش تحقیق حاضر از لحاظ ماهیت در زمره تحقیقات توصیفی قرار داشته و از نظر روش نیز در دسته تحقیقات علمی محسوب می‌گردد. در این پژوهش برای جمع‌آوری داده‌ها و اطلاعات، از روش کتابخانه‌ای استفاده شد. بر اساس روش حذف سیستماتیک تعداد ۱۴۰ شرکت به‌عنوان نمونه آماری انتخاب و سپس از آزمون رگرسیون چند متغیره برای تأیید و رد فرضیه‌های تحقیق (نرم‌افزار ایویوز) استفاده گردیده است. نتایج تحقیق نشان داد، افشای داوطلبانه بر ریسک‌پذیری شرکت تأثیر دارد و مالکیت مدیریتی موجب تضعیف تأثیر افشای داوطلبانه بر ریسک‌پذیری شرکت می‌گردد.

واژه‌های کلیدی: مالکیت مدیریتی، افشای داوطلبانه، ریسک‌پذیری شرکت

مقدمه

سرمایه‌گذاران به دنبال سرمایه‌گذاری در شرکت‌هایی هستند که با قبول کمترین ریسک ممکن بیشترین بهره‌وری و سودآوری را داشته باشند؛ بنابراین در بازار سرمایه تمایلات سرمایه‌گذار در جهتی حرکت خواهد کرد که با پذیرش حداقل ریسک، حداکثر سودآوری را از آن خود کند (حبیب و منصور حسن^۱، ۲۰۱۵). فرض عقلایی بودن تمایلات سرمایه‌گذاران به‌عنوان مدل ساده‌ای از رفتار انسان، یکی از پایه‌های اصلی دانش مالی کلاسیک است و تقریباً تمامی نظریه‌های مالی کلاسیک، مثل نظریه پرتفوی، بازار کارای سرمایه، مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای، تئوری نمایندگی و نظریه‌های فرعی منشعب از آن‌ها، متأثر از این فرض است (گائو و همکاران^۲، ۲۰۱۰). از نظر دانش مالی رفتاری، این فرض به دلیل واقعی نبودن آن قادر به توضیح رفتار سرمایه‌گذاران نیستند. رفتار غیر عقلایی سبب می‌شود نحوه تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران را تحت تأثیر قرار دهد؛ بنابراین عامل اصلی در جهت افزایش عمر شرکت‌ها، جذب سرمایه‌گذاران جدید با افزایش تمایلات سرمایه‌گذاری با توجه به رویکردهای نوین سرمایه‌گذاری می‌باشد (حبیب و منصور حسن^۳، ۲۰۱۵). یکی از مفاهیم اساسی در مدیریت مالی، مفهوم ریسک و بازده است. سرمایه‌گذاران تمایل دارند در شرکت‌هایی سرمایه‌گذاری کنند که دارای بازدهی مورد انتظار بالایی باشد و همچنین چرخه عمر آن‌ها در حد مطلوب باشد تا مطلوبیت سودآوری خود را حداکثر سازند (دی آنجلو و همکاران^۴، ۲۰۱۰). از طرفی کسب بازدهی بالا خود نیازمند پذیرش ریسک متناسب با آن است. اکثر نظریه‌های اقتصادی و مالی بر این فرض استوارند که سرمایه‌گذاران در زمان تصمیم‌گیری به‌صورت کاملاً عقلایی عمل می‌کنند و در شرکت‌هایی سرمایه‌گذاری می‌کنند که دارای چرخه عمر بالاتر و ریسک سرمایه‌گذاری پایین‌تری باشند (آنگریست و پیسکی^۵، ۲۰۱۷).

ادبیات تحقیق

مقررات و قوانین حسابداری نوین، برای مثال، قانون ساربینز-اکسلی ۲۰۰۲، بر افشای بیشتر تأکید و تمرکز دارد، چراکه دیدگاه غالب این است که خطمشی افشای گسترده برای سرمایه‌گذاران شرکت سودمند می‌باشد. یک خطمشی افشای گسترده می‌تواند از طریق کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین سرمایه‌گذاران مطلع و غیرمطلع و بین شرکت و سرمایه‌گذاران خارجی آن، آسیب‌های اطلاعاتی سرمایه‌گذاران غیرمطلع را کاهش دهد. چنین کاهش در عدم تقارن اطلاعاتی برای یک شرکت سودمند است چراکه می‌تواند نقدینگی را بهبود بخشد و هزینه سرمایه شرکت را کاهش دهد (ورکیا^۶، ۲۰۱۹). به‌علاوه، یک خطمشی افشای گسترده می‌تواند امکان پایش بهتر به‌وسیله سرمایه‌گذاران خارجی شرکت را فراهم کند. در نتیجه، بدون شناسایی توسط سایر ذینفعان سلب مالکیت دارایی‌ها از شرکت یا پیگیری پروژه‌های کاهش ارزش برای افراد داخل شرکت سخت‌تر است. لذا پایش بهتر می‌تواند جریان نقدی شرکت را بهبود بخشد. تحقیقات تجربی قبلی مطابق با این استدلال‌ها، نشان داده‌اند که افشا موجب کاهش اقدامات مدیریتی مغایر با منافع سهامداران می‌شود (هوپ و توماس^۷، ۲۰۱۸)، محیط اطلاعاتی شرکت را بهبود می‌بخشد موجب بهبود نقدینگی سهام می‌شود و هزینه سرمایه را کاهش می‌دهد. با توجه به اینکه مدیران سطح افشای داوطلبانه را انتخاب می‌کنند، دانش محدودی از اینکه چرا مدیران از طریق افشاگری به پایش می‌پردازند، به‌ویژه در یک محیط شرکتی، که در آن مدیران هزینه پایش را متحمل می‌شوند (یعنی صرف‌نظر از مصرف خصوصی) و سهامداران این مزایا را به دست می‌آورند وجود دارد (آلبرینگ^۸، ۲۰۲۱).

¹ - Habib and Monzur Hasan

² - Gow, I.D et al

³ - Habib and Monzur Hasan

⁴ - DeAngelo, H et al

⁵ - Angrist, J. D. and J. S. Pischke

⁶ verkia

⁷ Hop,tomas

⁸ Albring

با توجه به اینکه افشای بیشتر ممکن است برای سهامداران پرهزینه باشد نظریه اخیر این دیدگاه را به چالش می‌کشد. هرمالین و ویزباخ^۹ (۲۰۱۲) با آزمون تجربی چندین پیش‌بینی در مدل تحلیلی خود در زمینه تصمیم افشای داوطلبانه برای ارائه پیش‌بینی‌های سود مدیریت، بیان کردند، مدیر در خصوص تصمیمات افشاگری دارای اختیار است، اگرچه سهامداران تنها قادرند با تعدیل انگیزه‌های مدیر بر انتخاب‌های مدیر تأثیر بگذارند. دو مفهوم قابل‌آزمایش از مدل آن‌ها نشأت می‌گیرد. اول، یک رابطه منفی بین افشا و فعالیت‌های ریسک‌پذیری وجود دارد. در چارچوب هرمالین و ویزباخ (۲۰۱۲)، پایش بیشتر، که از طریق افشای بیشتر تسهیل می‌شود، "می‌تواند انگیزه‌هایی به مدیریت بدهد تا در فعالیت‌های کاهش‌دهنده ارزش شرکت کنند تا آن‌ها را توانمندتر نشان دهد". مدیران ممکن است با تمرکز بر درآمدهای کوتاه‌مدت به بهای نادیده گرفتن سرمایه‌گذاری که می‌تواند ارزش بلندمدت شرکت را افزایش دهد، قدرت پیش‌بینی بیشتری داشته باشند. ثانیاً، همبستگی منفی بین افشای داوطلبانه و ریسک‌پذیری توسط مالکیت سهام مدیریتی کاهش می‌یابد. با توجه به این‌که مالکیت مدیریتی ریسک‌گریزی مدیریتی را کاهش می‌دهد و در نتیجه ریسک‌پذیری را افزایش می‌دهد (کولز، دانیل و ناوین^{۱۰}، ۲۰۱۶)، مالکیت سهام مدیریتی می‌تواند همبستگی منفی بین افشای داوطلبانه و فعالیت‌های ریسک‌پذیر را محدود کند (آلبرینگ^{۱۱}، ۲۰۲۱).

به‌منظور بررسی تجربی این پیش‌بینی‌ها، ما افشای داوطلبانه را با در نظر گرفتن چهار بعد از پیش‌بینی‌های سود مدیریت شرکت می‌سنجیم: فراوانی، دقت، افق و صحت آن؛ مانند تحقیقات قبلی (ناگار، نندا، و ویسوک^{۱۲}، ۲۰۱۳)، ما پیش‌بینی‌های سود مدیریت را به‌عنوان یک معیار افشاگری در نظر می‌گیریم که هم پیش‌بینی‌های سخت سودهای آتی و مهم‌تر از آن، اطلاعات کیفی و متنی پیرامون این پیش‌بینی را در برمی‌گیرد. بال، جایرامان و شیواکومار^{۱۳} (۲۰۱۲) استدلال می‌کنند که "پیش‌بینی سود مدیریت منبع مهمی از اطلاعات برای سرمایه‌گذاران است" (بال و همکاران^{۱۴}، ۲۰۱۲). در مقایسه با سایر اشکال افشای شرکت‌ها، ویژگی‌ها و ارزش پیش‌بینی‌ها آسان‌تر اندازه‌گیری می‌شود (بال و همکاران، ۲۰۱۸).

پژوهش‌های پیشین نشان می‌دهد که مالکیت مدیریتی بیشتر، همسویی بیشتر منافع سهامداران و مدیران را ایجاد می‌کند و مسائل نمایندگی بین دو طرف را کاهش می‌دهد. مدیران دارای سهام مالکیت بالا به احتمال زیاد افق طولانی‌تری خواهند داشت. این سؤال پیش می‌آید: آیا مالکیت مدیریتی بر ارتباط بین افشای داوطلبانه و ریسک‌پذیری مدیریتی تأثیر می‌گذارد؟ اگرچه هرمالین و ویزباخ (۲۰۱۲) مستقیماً در مورد این موضوع بحث نمی‌کنند، تحقیقات قبلی ادعا می‌کند که مالکیت مدیریتی ریسک‌گریزی مدیریتی را کاهش می‌دهد و در نتیجه ریسک‌پذیری را افزایش می‌دهد (کولز و همکاران، ۲۰۰۶). با توجه به این تأثیر مشخص شده از مالکیت مدیریتی، چنین مالکیت مدیریتی می‌تواند ارتباط منفی بین افشای داوطلبانه و فعالیت‌های ریسک‌پذیر را محدود کند (آلبرینگ^{۱۵}، ۲۰۲۱). با توجه به موارد مطرح شده هدف این تحقیق، پاسخگویی به این سوال است که:

۱. آیا افشای داوطلبانه بر ریسک‌پذیری شرکت تأثیر دارد؟

۲. آیا مالکیت مدیریتی موجب تضعیف تأثیر افشای داوطلبانه بر ریسک‌پذیری شرکت می‌گردد؟

⁹ Hermalin, vizbakh

¹⁰ Kolz, danil

¹¹ Albring

¹² Nagar, nanda, visoki

¹³ Bal shiva komar

¹⁴ Bal et al

¹⁵ Albring

گل محمدی وهمکاران، ۱۴۰۰ در بررسی رابطه بین ریسک‌پذیری شرکت و نقدشوندگی سهام با ارزش شرکت با هدف سنجش ریسک پروژه‌ها و ارتباط آن با بازده یکی از عوامل اساسی در تصمیم‌های سرمایه‌گذاری بیان کردند، به گونه‌ای که اجتناب از ریسک و ریسک‌پذیری بیش از حد، در نهایت بر ارزش شرکت تأثیر می‌گذارد. داده‌ها به روش همبستگی با استفاده از الگوی رگرسیونی و مبتنی بر ساختار مقطعی و نرم‌افزار Eviews تجزیه و تحلیل شده است. نتایج پژوهش نشان می‌دهد ریسک‌پذیری شرکت رابطه مثبت و معنی‌داری با ارزش شرکت دارد؛ با این حال شاخص‌های مختلف نقدشوندگی حاکی از نتایج مختلفی است؛ به گونه‌ای که نسبت گردش سهام، نسبت عدم نقدشوندگی آمیهود و درصد سهام شناور آزاد فاقد رابطه معنی‌دار با ارزش شرکت است؛ ولی رتبه نقدشوندگی شرکت رابطه مثبت و معنی‌داری با ارزش شرکت دارد؛ به علاوه نتایج نشان می‌دهد نقدشوندگی سهام رابطه بین ریسک‌پذیری و ارزش شرکت را تعدیل نمی‌کند.

یاری وهمکاران، ۱۴۰۰ در بررسی توانایی مدیریتی و رفتار ریسک‌پذیری شرکت بیان کردند، یکی از مهم‌ترین وظایف پیش روی مدیران، تصمیم‌گیری است. زندگی امروز در حالی ادامه می‌یابد که سایه‌افکنی شرایط عدم اطمینان بر کلیه امور، به علل مختلف فرآیند تصمیم‌گیری را به کلی متحول ساخته است. توانایی مدیریتی با استفاده از الگوی دمیرجیان و همکاران (۲۰۱۲) اندازه‌گیری شده است. همچنین، برای اندازه‌گیری رفتار ریسک‌پذیری شرکت‌ها از دو متغیر انحراف معیار نرخ بازده دارایی‌ها و نسبت مخارج سرمایه‌ای به کل دارایی‌ها استفاده شده است. برای آزمون فرضیه‌ها نیز از رگرسیون چندگانه با داده‌های ترکیبی استفاده شده است. یافته‌های پژوهش نشان داد که توانایی مدیریتی رابطه مثبت و معناداری با انحراف معیار نرخ بازده دارایی‌ها و نسبت مخارج سرمایه‌ای به کل دارایی‌ها دارد.

آلبرینگ^{۱۶} (۲۰۲۱) در تحقیقی با عنوان، بررسی نقش مالکیت مدیریتی بر رابطه بین افشای داوطلبانه اطلاعات و ریسک‌پذیری شرکت بیان کردند، در این تحقیق، معادلات (۱) و (۲) را به‌طور هم‌زمان از طریق 2SLS تخمین زده شد در مرحله اول، رگرسیون متغیرهای درون‌زا در سیستم از جمله $DISC, RISK$ و $DISC * MGTSH$ روی همه متغیرهای برون‌زا محاسبه شد. در مرحله دوم مقادیر پیش‌بینی‌شده این سه متغیر را از مرحله اول جایگزین $DISC, RISK$ و $DISC * MGTSH$ شد. وضعیت پرداخت سود سهام شرکت، DD ، را در معادله ریسک و بدهی یا انتشار سهام در سال جاری یا بعد، $ISSUE$ ، را در معادله افشا به‌عنوان یک ابزار منحصر به فرد لحاظ شد.

حبیب و منصور حسن^{۱۷} (۲۰۱۹)، در پژوهشی تحت عنوان "چرخه عمر شرکت بر ریسک‌پذیری شرکت و تمایلات سرمایه‌گذار" به بررسی روابط بین متغیرهای فوق پرداختند. نتایج تحقیق آن‌ها نشان داد که در مقایسه با سایر عوامل تاثیرگذار، چرخه عمر شرکت بر ریسک‌پذیری شرکت تأثیر مثبت بیشتری دارد و اندازه شرکت‌ها هم به‌عنوان یک متغیر تاثیرگذار در سطح دوم قرار دارد. همچنین نتایج تحقیق آن‌ها حاکی از آن بود که در مقایسه با سایر عوامل تاثیرگذار، چرخه عمر شرکت بر تمایلات سرمایه‌گذار در ارتباط با انجام سرمایه‌گذاری‌های جدید تأثیر مثبت بیشتری دارد.

مدل و فرضیه‌های تحقیق

مدل‌های آماری و شرح چگونگی اندازه‌گیری متغیرها

مدل ۱ برای اثبات فرضیه اول و دوم تحقیق

¹⁶ Albring

¹⁷ - Habib and Monzur Hasan

$$RISK_{i,t} = \alpha + \beta_1 DISC_{i,t} + \beta_2 MGTSH_{i,t} + \beta_3 DISC * MGTSH_{i,t} + \beta_4 SIZE_{i,t} + \beta_5 MTB_{i,t} + \beta_6 LEV_{i,t} + \beta_7 ROA_{i,t} + \beta_8 GOV_{i,t} + \beta_9 INST_{i,t} + \beta_{10} DD_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

RISK: ریسک پذیری شرکت i در سال t

DISC: افشای داوطلبانه شرکت i در سال t

MGTSH مالکیت سهام مدیریتی شرکت i در سال t

SIZE اندازه شرکت i در سال t

MTB فرصت‌های رشد شرکت i در سال t

LEV اهرم مالی شرکت i در سال t

ROA بازده دارایی‌ها شرکت i در سال t

GOV: حاکمیت شرکتی

INST: مالکیت نهادی شرکت i در سال t

DD: پرداخت سود سهام شرکت i در سال t

تعریف عملیاتی:

متغیر وابسته:

ریسک‌پذیری شرکت i در سال t ($RISK_{i,t}$) = در این پژوهش ریسک‌پذیری شرکت از طریق فرمول زیر محاسبه خواهد شد (حسن و همکاران^{۱۸}، ۲۰۱۵):

$$\ln(\sigma(R_{dis,t}))_{i,t} = \left(\frac{UE_i}{UE_{i,t} - 1} \right)$$

شارپ^{۱۹} در تحقیقات خود که منجر به ارائه مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای^{۲۰} شده اثبات کرد که بازده مورد انتظار یک اوراق بهادار منحصر به فرد مساوی است با بازده یک دارایی بدون ریسک به علاوه ریسک نسبی اوراق بهادار (β) ضربدر اختلاف بازده پرتفوی بازار منهای بازده دارایی بدون ریسک، که به قرار زیر است:

$$UE_{ri} = r_f - \beta_i (r_m - r_f)$$

که در آن:

E_{ri} = ریسک بازده مورد انتظار. r_f = بازده بدون ریسک یک دارایی. β_i = ریسک نسبی اوراق بهادار. r_m = نرخ بازده پرتفوی بازار. نرخ ریسک بازده پرتفوی (نرخ بازده کل) از مجموع تغییرات قیمت و سود نقدی تقسیمی با در نظر گرفتن مبلغی که به‌عنوان سرمایه پرداخت می‌شود، بدست می‌آید.

$$rm = \frac{\sum c_{i,t} \cdot D_{i,t} - \sum x_i p_i}{c_{i,t} p_{i,t} - 1} + \frac{TEP_t - TEP_{t-1}}{TEP_{t-1}}$$

¹⁸ -Hasan, M et al

¹⁹ -Sharp

²⁰ - Capital Asset Pricing Model(CAPM)

که در آن: TEP_t = شاخص سهام در پایان روز. TEP_{t-1} = شاخص سهام در اول روز. $X_t P$ = آورده نقدی سهامداران در افزایش سرمایه. C_t = تعداد سهام در دوره. D_{it} = سود نقدی هر سهم. P_{it} = قیمت سهام در دوره. t = دوره مورد بررسی.

متغیر مستقل:

DISC یک متغیر افشای داوطلبانه است.

با توجه به تحقیق جی و همکاران (۲۰۱۷) برای اندازه گیری سطح افشای شرکتها از معیار کنترل داخلی شرکتها استفاده می شود به گونه ای که اگر ضعف کنترل داخلی مشاهده نشود عدد صفر، اگر ضعف کنترل داخلی ناچیز باشد عدد ۱، اگر ضعف کنترل داخلی نسبتا بالا باشد عدد ۲ و اگر ضعف کنترل داخلی بسیار شدید باشد عدد ۳ اختیار می کند؛ بنابراین سطح افشای اطلاعات در تحقیق حاضر عددی بین ۰ تا ۳ را شامل می شود (جی و همکاران، ۲۰۱۷).

متغیر تعدیلگر:

MGTSH مالکیت سهام مدیریتی با درصد سهامی است که مدیر در پایان سال مالی t در اختیار دارند.

متغیر کنترلی:

SIZE اندازه شرکت

MTB فرصت های رشد شرکت: نسبت ارزش بازار حقوق صاحبان سهام به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام، انتظار داریم یک ضریب مثبت در MTB وجود داشته باشد، چراکه شرکت هایی با فرصت های رشد بیشتر تمایل به ریسک دارند.

LEV اهرم مالی شرکت: نسبت بدهی بلندمدت به کل دارایی ها

ROA بازده دارایی ها: درآمد خالص تقسیم بر میانگین کل دارایی ها

شرکت های دارای اهرم بالا و شرکت های سودآورتر ریسک پذیری کمتری را دارند. لذا، انتظار داریم یک ضریب منفی در هر دو LEV و ROA وجود داشته باشد.

شاخص GOV: حاکمیت شرکتی

INST: مالکیت نهادی یک شرکت: نسبت تعداد سهام یک شرکت در اختیار مالکان نهادی تقسیم بر کل سهام موجود اندازه گیری می شود. انتظار داریم شرکت هایی با سطوح بالاتری از مالکیت نهادی در پروژه های ریسک دار تری شرکت کنند (پیوتروسکی و راسلتون ۲۰۰۴). لذا یک ضریب مثبت را در INST پیش بینی می کنیم.

DD: شاخص برای پرداخت سود سهام توسط یک شرکت

فرضیه های پژوهش

به منظور دستیابی به اهداف، فرضیه های تحقیق با بهره گیری از مطالعات پشتوانه به شرح زیر تدوین شده اند:

۱. افشای داوطلبانه بر ریسک پذیری شرکت تأثیر دارد.

۲. مالکیت مدیریتی موجب تضعیف تأثیر افشای داوطلبانه بر ریسک پذیری شرکت می گردد.

روش تحقیق

نوع پژوهش

این تحقیق، یک مطالعه کاربردی بر حسب هدف تحقیق است که پیامدهای واقعی یک یا چند رویداد را مورد بررسی قرار می‌دهد و با استفاده از آن دانش مربوطه در آن زمینه را توسعه می‌دهد. همچنین نتایج حاصل از آن می‌تواند در فرایند استفاده از اطلاعات در تصمیم‌گیری و برنامه‌ریزی برای کاربران مختلف کاربرد داشته باشد.

به علاوه تحقیق حاضر بر حسب نحوه اجرا را نیز می‌توان در دسته تحقیقات همبستگی قرار داد؛ زیرا جهت کشف روابط بین متغیرهای تحقیق، از تکنیک‌های رگرسیون و همبستگی استفاده شده است. اجرای تحقیق و بررسی روابط بین متغیرها متکی بر تحلیل رگرسیون چندگانه است که در آن روابط میان متغیرهای وابسته، مستقل، تعدیل‌کننده و کنترلی مورد ارزیابی قرار می‌گیرند. در این پژوهش اطلاعات مورد نیاز به روش‌های زیر جمع‌آوری گردیده است:

- **روش کتابخانه‌ای:** از این روش برای جمع‌آوری اطلاعات در زمینه ادبیات و پیشینه پژوهش استفاده گردیده است. لذا با مطالعه کتب، مقالات و جستجو در سایت‌های اینترنتی، اطلاعات مورد نیاز جمع‌آوری شده است.

- **روش اسنادکاوی:** جهت انجام پژوهش و جمع‌آوری اطلاعات مورد نیاز برای آزمون فرضیه‌ها از این روش استفاده شده است. جمع‌آوری داده‌ها با استفاده از نرم‌افزارهای ره‌آورد نوین، سامانه کدال و مرکز پردازش اطلاعات مالی ایران صورت گرفته که صورت‌های مالی، یادداشت‌های توضیحی همراه و گزارش‌های هیئت‌مدیره از این منابع استخراج شده و به گردآوری داده‌ها از آن‌ها پرداخته شده است.

به منظور تجزیه و تحلیل داده‌های آماری شرکت‌ها، ابتدا آمار توصیفی هر یک از متغیرهای تحقیق مورد بررسی قرار خواهد گرفت و در بخش دوم آزمون‌های ناهمسانی واریانس، آزمون F لیمر و آزمون هاسمن به‌عنوان پیش‌آزمون انجام خواهند شد. در نهایت، به منظور بررسی هر یک از فرضیه‌های تحقیق از آزمون رگرسیون حداقل مربعات معمولی استفاده خواهد شد. نرم‌افزار مورد استفاده در این تحقیق Eviews ۱۰ می‌باشد.

جامعه آماری پژوهش

جامعه آماری پژوهش حاضر کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۳ تا ۱۴۰۰ است.

شرایط غربال جامعه جهت گزینش نمونه آماری

جامعه آماری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۹۳-۱۴۰۰ می‌باشد. نمونه آماری شامل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران که از شرایط زیر برخوردار باشند:

۱. شرکت‌هایی که تا قبل از سال ۱۳۹۳ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند.
۲. شرکت‌هایی که از سال ۱۳۹۳ تا ۱۴۰۰ در بورس تهران حضور داشته باشند.
۳. شرکت‌هایی که پایان سال مالی آن‌ها ۲۹ اسفند ماه باشند.
۴. شرکت‌هایی که تغییر سال مالی نداشته باشند.
۵. شرکت‌هایی که داده‌های مورد نظر آن‌ها در دسترس باشند.
۶. شرکت‌هایی که جزء بانک‌ها و مؤسسه‌های مالی (شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه‌گری مالی، شرکت‌های هلدینگ، بانک‌ها و لیزینگ) نباشند.

بر اساس روش حذف سیستماتیک تعداد ۱۴۰ شرکت به عنوان نمونه آماری تحقیق انتخاب گردید.

یافته‌های تحقیق

آمار توصیفی

اطلاعات مربوط به آمار توصیفی متغیرهای پژوهش اعم از متغیرهای وابسته، مستقل، تعدیل گر و کنترلی، از داده‌های ۸ ساله شرکت‌ها (۱۳۹۳-۱۴۰۰) گردآوری شده است.

جدول ۱- آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

مشاهدات	بیشینه	کمینه	انحراف معیار	میانه	میانگین	نماد	متغیر
۱۱۲۰	۰/۹۵۴	۰/۰۰۸	۰/۱۱۵	۰/۰۵۸	۰/۰۸۵	RISK	ریسک‌پذیری
۱۱۲۰	۳	۰	۰/۴۷۱	۰/۰۵۱	۰/۱۶۲	DISC	افشای داوطلبانه
۱۱۲۰	۱/۶۸۴	-۰/۴۶۵	۰/۴۳۳	۰/۱۵۱	۰/۲۷۲	MGTSH	مالکیت سهام مدیریتی
۱۱۲۰	۲۰/۷۶۸	۹/۹۹۶	۱/۴۴۴	۱۴/۵۷۱	۱۴/۶۵۸	SIZE	اندازه شرکت
۱۱۲۰	۲/۵۳۲	-۰/۴۷۹	۰/۸۵۲	۰/۱۰۶	۰/۳۸۶	MTB	فرصت‌های رشد
۱۱۲۰	۲/۵۴۴	-۰/۵۰۱	۰/۶۵۱	۰/۰۱۹	۰/۲۵۷	LEV	اهرم مالی
۱۱۲۰	۸/۱۰۹	-۵/۶۳۵	۳/۴۵۳	۳/۵۱۲	۲/۷۸۲	ROA	بازده دارایی‌ها
۱۱۲۰	۰/۵۴۸	-۰/۴۵۴	۰/۲۵۱	۰/۱۰۷	۰/۰۶۶	GOV	حاکمیت شرکتی
۱۱۲۰	۲/۳۹۹	۰/۰۷۲	۰/۵۰۹	۰/۷۵۸	۰/۸۳۶	INST	مالکیت نهادی
۱۱۲۰	۲/۳۹۹	۰/۰۹۵	۰/۴۲۳	۰/۲۱۸	۰/۲۳۴	DD	پرداخت سود سهام

مأخذ: یافته‌های پژوهش

آمار استنباطی

آزمون ایم، پسران و شین (مانایی متغیرهای پژوهش)

در داده‌های سری زمانی معمولاً از آزمون‌هایی همچون دیکی- فولر و دیکی- فولر تعمیم یافته برای بررسی مانایی متغیرها (آزمون ریشه واحد) استفاده می‌شود. با این حال در مورد داده‌های پانل نمی‌توان برای بررسی مانایی متغیرها از چنین آزمون‌هایی استفاده نمود؛ بلکه لازم است به نحوی مانایی جمعی متغیرها آزمون شود. برای این منظور باید از آزمون ایم، پسران و شین استفاده شود.

جدول ۲- نتیجه آزمون ایم، پسران و شین متغیرهای پژوهش

متغیر	نماد	آماره t	سطح معناداری
ریسک‌پذیری	RISK	-11.048	0.0000
افشای داوطلبانه	DISC	-5.5184	0.0000
مالکیت سهام مدیریتی	MGTSH	-6.7667	0.0000
اندازه شرکت	SIZE	-31.341	0.0000
فرصت‌های رشد	MTB	-12.558	0.0000
اهرم مالی	LEV	-31.324	0.0000
بازده دارایی‌ها	ROA	-31.325	0.0000
حاکمیت شرکتی	GOV	-6.0450	0.0000
مالکیت نهادی	INST	-4.2801	0.0005
پرداخت سود سهام	DD	-10.181	0.0000

مأخذ: یافته‌های پژوهش

طبق این آزمون، بایستی برای برقراری این فرض، سطح معناداری زیر ۵ درصد باشد. همانگونه که در جدول ۳-۴ ملاحظه می‌گردد، سطح معناداری و آماره t مربوط به کلیه متغیرهای پژوهش بیانگر مانایی متغیرهای پژوهش می‌باشد.

آزمون وایت

در آزمون وایت دو فرضیه H_0 و H_1 به صورت زیر مطرح می‌شوند:

H_0 : ناهمسانی واریانس وجود دارد.

H_1 : ناهمسانی واریانس وجود ندارد.

در این آزمون، در صورتی که سطح معناداری کمتر از ۵ درصد باشد، فرض H_0 رد نمی‌شود و اگر سطح معناداری بالای ۵ درصد باشد، فرض H_0 رد خواهد شد و فرض H_1 رد نمی‌شود. نتایج حاصل از این آزمون در جدول ۳ آورده شده است.

جدول ۳- نتیجه آزمون وایت در سطح اطمینان ۹۵ درصد

مدل	آماره F	سطح معناداری	نتیجه آزمون
-----	---------	--------------	-------------

مدل اول پژوهش	۶/۰۲۳	۰/۰۰۰	مشکل ناهمسانی واریانس وجود دارد.
---------------	-------	-------	----------------------------------

مأخذ: یافته‌های پژوهش

همانطور که مشاهده می‌شود، سطح معناداری این آزمون برای مدل پژوهش کمتر از ۵ درصد است و این بدین معناست که در مدل پژوهش، مشکل ناهمسانی واریانس وجود دارد و به هنگام برآورد همه این مدل‌ها، مشکل ناهمسانی واریانس وجود دارد.

آماره دوربین - واتسون و آزمون بروش - گودفری

در مطالعات اقتصادسنجی که برمبنای سری‌های زمانی قرار دارند، فرض عدم همبستگی سریالی بین جملات پسماند که از فروض مهم مدل کلاسیک است، اغلب نقض می‌شوند، بنابراین لازم می‌باشد که قبل از تفسیر نتایج حاصل، به بررسی پدیده خود همبستگی سریالی بین جملات پسماند پرداخته شود؛ زیرا در صورت وجود خودهمبستگی سریالی بین اجزاء اخلاص، تخمین‌زن‌های OLS دیگر در بین تمام تخمین‌زن‌ها بدون تورش و کارا نیستند یعنی دارای حداقل واریانس نمی‌باشند و در نتیجه استنباط آماری، قابل اعتماد نخواهد بود. این مشکل بیشتر در داده‌های سری زمانی دیده می‌شود. برای کشف خود همبستگی از آماره دوربین واتسون استفاده می‌شود؛ اما برای کشف مشکل خودهمبستگی نمی‌توان فقط به آماره دوربین- واتسون اکتفا کرد و بهتر است که از آزمون بروش-گودفری (ضرایب لاگرانژ) نیز استفاده شود. به طور کلی آماره دوربین واتسون، همبستگی سریالی بین باقیمانده (خطا) های رگرسیون را آزمون می‌نماید. مقدار این آماره بین ۰ تا ۴ تغییر می‌کند. اگر همبستگی بین مانده‌های متوالی وجود نداشته باشد، مقدار آماره آن باید نزدیک ۲ شود. اگر مقدار آماره نزدیک به صفر شود، نشان دهنده همبستگی مثبت بین باقیمانده‌ها و اگر نزدیک به ۴ شود، نشان دهنده همبستگی منفی بین باقیمانده‌های متوالی است. به طور کلی، اگر آماره دوربین- واتسون بین ۱/۵ و ۲/۵ قرار گیرد، می‌توان فرض عدم وجود همبستگی بین خطاهای مدل را پذیرفت (مومنی و قیومی، ۱۳۸۶). طبق نتایج حاصل شده از جدول ۴ میزان آماره دوربین واتسون برای مدل‌های این پژوهش در محدوده ۱/۵ تا ۲/۵ قرار گرفته است.

جدول ۴- نتایج آماره دوربین - واتسون

مدل	مقدار دوربین واتسون	نتیجه آزمون
مدل اول پژوهش	۱/۹۰۵	طبق این آماره، خود همبستگی وجود ندارد.

مأخذ: یافته‌های پژوهش

همانطور که گفته شد، در این پژوهش برای کشف خودهمبستگی از آزمون بروش-گودفری ۲۱ نیز استفاده شده است. در این آزمون فرض H_0 و H_1 به شرح زیر مطرح می‌شوند:

H_0 : مشکل خودهمبستگی وجود ندارد.

H_1 : مشکل خودهمبستگی وجود دارد.

در این آزمون، اگر سطح معناداری بالاتر از ۵ درصد باشد، فرض H_0 رد نمی‌شود، اما اگر سطح معناداری کمتر از ۵ درصد باشد، فرض H_1 رد نمی‌شود و خودهمبستگی وجود دارد. نتایج حاصل از این آزمون در جدول ۵ ارائه شده است.

جدول ۵- نتیجه آزمون بروش-گودفری

مدل	آماره F	سطح معناداری	نتیجه آزمون
مدل اول پژوهش	۸/۹۲۷	۰/۰۰۰	مشکل خودهمبستگی وجود دارد.

مأخذ: یافته‌های پژوهش

آزمون جارک-برا

در هنگام استفاده از روش رگرسیون، نرمال بودن جملات پسماند در مدل برازش شده از اهمیت به سزایی برخوردار می‌باشد. یکی از آزمون‌هایی که نرمال بودن جملات پسماند را مورد آزمون قرار می‌دهد، آزمون جارک-برا و نمودار جملات اخلاص است. در این آزمون، فرض‌های ذیل تدوین می‌شود:

H_0 : جملات پسماند دارای توزیع نرمال است.

H_1 : جملات پسماند دارای توزیع نرمال نیست.

در این پژوهش، از آزمون جارک-برا برای بررسی نرمال بودن استفاده شده است. نتایج این آزمون در جدول ۴-۷ ارائه شده است. طبق این آزمون بایستی سطح معناداری و احتمال آماره آزمون بالای ۵ درصد باشد. شواهد حاصل از این آزمون مبین نرمال نبودن جملات خطا می‌باشد؛ اما مطابق با کتاب افلاطونی (۱۳۹۳) این امر نمی‌تواند در پژوهش ما خللی ایجاد نماید. از سوی دیگر، در تئوری و روش‌های آماری، روش منحصر به فردی برای نرمال کردن داده‌ها وجود ندارد. مگر اینکه پراکنندگی را کاهش داده و داده‌های پرت را حذف نماییم که در این پژوهش این کار انجام شده است و دیتای پرت حذف شده است؛ به عبارت دیگر، زمانی که اندازه نمونه به میزان کافی بزرگ باشد ($n \geq 30$) و سایر فروض کلاسیک نیز برقرار باشند، انحراف از فرض نرمال بودن معمولاً بی‌اهمیت و پیامدهای آن ناچیز است. در شرایط مذکور با توجه به قضیه حد مرکزی می‌توان دریافت که حتی اگر باقیمانده‌ها نرمال نباشند، آماره‌های آزمون به طور مجانبی از توزیع‌های مناسب پیروی می‌کنند، بدون تورش هستند و از کارایی برخوردارند (افلاطونی، ۱۳۹۳).

جدول ۶- نتیجه آماره و احتمال آزمون جارک-برا (پسماند متغیرها)

مدل	آماره جارک-برا	احتمال آماره آزمون	نتیجه آزمون
-----	----------------	--------------------	-------------

مأخذ: یافته‌های پژوهش

انتخاب روش تخمین

برای انتخاب مدل تحلیل داده، داده‌ها می‌توانند به صورت سری زمانی، مقطعی یا ترکیبی باشند. با توجه به اینکه داده‌های این تحقیق از نوع ترکیبی (پنل) می‌باشند، بایستی مشخص شود که از نوع تلفیقی (Pooled) هستند یا تابلویی (Panel)؟ به عبارت دیگر، پس از بررسی فروض کلاسیک رگرسیون، در ادامه باید نوع الگوی برآورد را در نرم‌افزار ایویوز مشخص کرد و آزمون‌های لازم را جهت انتخاب الگوی برآورد انجام داد. بدین منظور بایستی ابتدا آزمون چاو (F لیمر) را انجام داده و در صورت لزوم (در صورتی که سطح معناداری آزمون چاو، کمتر از ۵ درصد شود) آزمون هاسمن انجام شود:

Pooled آزمون چاو: مقایسه الگوی تلفیقی (Pooled) با الگوی تابلویی (Panel)

Panel آزمون هاسمن: مقایسه الگوی اثرات تصادفی با الگوی اثرات ثابت

آزمون چاو^{۲۲}

قاعده‌ی آماری تصمیم‌گیری در آزمون چاو به شرح زیر است:

H0: مدل Pooled باشد.

H1: مدل اثرات ثابت باشد.

در این آزمون، چنانچه سطح معناداری بالاتر از ۵ درصد باشد، مدل ما تلفیقی (Pooled) می‌باشد و در هنگام برآورد ضرایب رگرسیون، الگوی اثرات مشترک (مقید) بر الگوی اثرات ثابت برتری دارد و دیگر نیازی به انجام آزمون هاسمن نمی‌باشد؛ اما چنانچه سطح معناداری آزمون چاو کمتر از ۵ درصد شود؛ در این صورت، الگوی مدل تحقیق از نوع تلفیقی نخواهد بود و از نوع تابلویی (Panel) خواهد بود. از آنجایی که الگویی تابلویی به دو دسته‌ی الگوی اثرات تصادفی و الگوی اثرات ثابت تقسیم می‌شود، بنابراین برای تعیین نوع آن (تصادفی یا ثابت) بایستی به سراغ آزمون هاسمن برویم؛ نتایج حاصل از این آزمون در جدول ۷ ارائه شده است.

جدول ۷- نتایج آزمون چاو

نتیجه	سطح معناداری	آماره	مدل
الگوی تابلویی (Panel) بر تلفیقی (Pooled) برتری دارد.	۰/۰۳۵	۲/۲۶۹	مدل اول پژوهش

مأخذ: یافته‌های تحقیق

همانطور که ملاحظه می‌شود، در مدل پژوهش، سطح معناداری آزمون چاو، کمتر از ۵ درصد می‌باشد؛ یعنی الگوی این مدل از نوع تابلویی می‌باشد و برای تعیین نوع تصادفی یا ثابت آن بایستی آزمون هاسمن را انجام دهیم.

قاعده‌ی آماری تصمیم‌گیری در آزمون هاسمن به شکل زیر است:

H0: پنل دیتا دارای الگوی اثرات تصادفی می‌باشد.

H1: پنل دیتا دارای الگوی اثرات ثابت می‌باشد.

در این آزمون، در صورتی که سطح معناداری بالاتر از ۵ درصد باشد، الگوی اثرات تصادفی بر الگوی اثرات ثابت برتری دارد و چنانچه سطح معناداری کمتر از ۵ درصد باشد، الگوی اثرات ثابت بر الگوی اثرات تصادفی برتری دارد.

جدول ۸- نتایج آزمون هاسمن

نتیجه	سطح معناداری	آماره	مدل
الگوی اثرات ثابت بر الگوی اثرات تصادفی برتری دارد.	۰/۰۰۰	۲۴/۳۶۸	مدل اول پژوهش

مأخذ: یافته‌های تحقیق

همانطور که در جدول ۹ ملاحظه می‌شود، برای مدل اول پژوهش، سطح معناداری آزمون هاسمن کمتر از ۵ درصد است؛ یعنی هنگام برآورد این مدل، الگوی اثرات ثابت بر الگوی اثرات تصادفی برتری دارد

نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش

مدل ۱ برای اثبات فرضیه اول و دوم تحقیق:

$$RISK_{i,t} = \alpha + \beta_1 DISC_{i,t} + \beta_2 MGTSH_{i,t} + \beta_3 DISC * MGTSH_{i,t} + \beta_4 SIZE_{i,t} + \beta_5 MTB_{i,t} + \beta_6 LEV_{i,t} + \beta_7 ROA_{i,t} + \beta_8 GOV_{i,t} + \beta_9 INST_{i,t} + \beta_{10} DD_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

فرضیه‌های پژوهش به این صورت مطرح شد که:

فرضیه اول:

H0: افشای داوطلبانه بر ریسک‌پذیری شرکت تأثیر ندارد.

H1: افشای داوطلبانه بر ریسک‌پذیری شرکت تأثیر دارد.

فرضیه دوم:

H0: مالکیت مدیریتی موجب تضعیف تأثیر افشای داوطلبانه بر ریسک‌پذیری شرکت نمی‌گردد.

H1: مالکیت مدیریتی موجب تضعیف تأثیر افشای داوطلبانه بر ریسک‌پذیری شرکت می‌گردد.

در فرضیه‌هایی که به دنبال تأثیر متغیر مستقل بر متغیر وابسته هستیم، شرط تأیید آن فرضیه این است که سطح معناداری متغیر مستقل، کمتر از ۵ درصد باشد؛ در این صورت گفته می‌شود که متغیر مستقل بر متغیر وابسته، تأثیر معناداری دارد.

فرضیه اول:

H0: افشای داوطلبانه بر ریسک‌پذیری شرکت تأثیر ندارد.

H1: افشای داوطلبانه بر ریسک‌پذیری شرکت تأثیر دارد.

نتایج به دست آمده از جدول ۹ نشان می‌دهد که سطح معناداری متغیر افشای داوطلبانه بر ریسک‌پذیری شرکت برابر با ۰/۰۴۳۶ و مقدار ضریب آن ۰/۰۰۲۹ می‌باشد. با توجه به سطح معناداری کمتر از ۵ درصد (۰/۰۴۳۶ > ۰/۰۵)، فرضیه اول تأیید می‌شود و با توجه به علامت منفی ضریب به دست آمده، می‌توان استدلال کرد که فرضیه اول در جهت منفی تأیید می‌شود و در واقع می‌توان گفت که افشای داوطلبانه بر ریسک‌پذیری شرکت تأثیر منفی و معناداری دارد.

فرضیه دوم:

H0: مالکیت مدیریتی موجب تضعیف تأثیر افشای داوطلبانه بر ریسک‌پذیری شرکت نمی‌گردد.

H1: مالکیت مدیریتی موجب تضعیف تأثیر افشای داوطلبانه بر ریسک‌پذیری شرکت می‌گردد.

همچنین، نتایج به دست آمده از جدول ۹ نشان می‌دهد که سطح معناداری متغیر مالکیت مدیریتی * افشای داوطلبانه بر ریسک‌پذیری شرکت برابر با ۰/۰۰۰ و مقدار ضریب آن ۰/۰۱۱۲۶ می‌باشد. با توجه به سطح معناداری کمتر از ۵ درصد (۰/۰۰۰ > ۰/۰۵)، فرضیه دوم تأیید می‌شود و با توجه به علامت منفی ضریب به دست آمده، می‌توان استدلال کرد که فرضیه دوم نیز در جهت منفی تأیید می‌شود و در واقع می‌توان گفت که مالکیت مدیریتی موجب تضعیف تأثیر افشای داوطلبانه بر ریسک‌پذیری شرکت می‌گردد.

$$RISK_{i,t} = \alpha + \beta_1 DISC_{i,t} + \beta_2 MIGHT_{i,t} + \beta_3 DISC * MIGHT_{i,t} + \beta_4 SIZE_{i,t} + \beta_5 MTB_{i,t} + \beta_6 LEV_{i,t} + \beta_7 ROA_{i,t} + \beta_8 GOV_{i,t} + \beta_9 INST_{i,t} + \beta_{10} DDI_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

متغیرهای مستقل: افشای داوطلبانه

متغیر وابسته: ریسک‌پذیری

جدول ۹- نتایج آزمون مدل اول پژوهش

متغیر	نماد	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری
مقدار ثابت	c	-0.669497	0.205770	-3.253617	0.0012
افشای داوطلبانه	DISC	0.002907	0.001438	2.020874	0.0436

0.0033	2.940921	0.004904	0.014423	MGTSH	مالکیت سهام مدیریتی
0.0000	7.185743	0.001568	0.011269	*MGTSH DISC	افشای داوطلبانه* مالکیت سهام مدیریتی
0.0183	2.362334	0.003457	0.008168	SIZE	اندازه شرکت
0.0163	2.406760	0.221840	0.533915	MTB	فرصت‌های رشد
0.0088	- 2.624512	0.013050	- 0.034249	LEV	اهرم مالی
0.0043	- 2.861714	0.004018	- 0.011498	ROA	بازده دارایی‌ها
0.0049	- 2.817607	0.302058	- 0.851081	GOV	حاکمیت شرکتی
0.0000	13.17307	0.012626	0.166329	INST	مالکیت نهادی
0.0246	2.251297	0.013246	0.029822	DD	پرداخت سود سهام
0.0000	42.13059	0.020882	0.879765	AR(1)	متغیر رفع مشکل خودهمبستگی
9.845452			آماره F	0.566209	ضریب تعیین
0.000000			سطح معناداری	0.559484	ضریب تعیین تعدیل شده
				1.988029	دوربین واتسون

مأخذ: یافته‌های پژوهش

نتایج حاصل از متغیرهای کنترلی نیز حاکی از این است که سطح معناداری متغیرهای اندازه شرکت، فرصت‌های رشد، اهرم مالی، بازده دارایی‌ها، حاکمیت شرکتی، مالکیت نهادی، پرداخت سود سهام به ترتیب برابر با ۰،۰۰۸۸، ۰،۰۱۶۳، ۰،۰۱۸۳، ۰،۰۳۳۹۱۵، ۰،۰۰۴۳، ۰،۰۰۴۹، ۰،۰۰۰۰، ۰،۰۲۴۶، ۰،۰۰۰۰، ۰،۰۲۹۸۲۲ و ۰،۱۶۶۳۲۹، ۰،۸۵۱۰۸۱، ۰،۱۱۴۹۸، ۰،۳۴۲۴۹ می‌باشد که با توجه به سطح معناداری کمتر از ۵ درصد نشان دهنده رابطه معنادار این متغیرها با ریسک‌پذیری شرکت می‌باشد.

نتایج جدول ۱۰ نشان می‌دهد که میزان دوربین واتسون ۱/۹۸۸ است، لذا طبق این آماره، مشکل خود همبستگی مرتبه اول جود ندارد که همانگونه که گفته شد، فقط به این آماره بسنده نمی‌شود و از آزمون بروش گودفری نیز استفاده شده است. همچنین، میزان آماره F (فیشر) 9.845452 و سطح معناداری آن (۰/۰۰۰) است و چون میزان سطح معناداری زیر خطای ۰/۵ است، لذا مدل رگرسیونی خطی چندگانه این پژوهش معنادار است. همچنین، میزان ضریب تعیین تعدیل شده ۰/۵۵۹ است. این رقم نشان می‌دهد که حدود ۵۵/۹ درصد تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل تبیین شده است.

بحث و نتیجه‌گیری

نتایج حاصل شده از این فرضیه اول با پژوهش برل و مینز ۱۹۹۱، دمستز ۱۹۸۳، جنسن و مک‌لینگ ۱۹۷۶، آلبرینگ (۲۰۲۱) مطابقت دارد.

نتایج حاصل شده از این فرضیه دوم با پژوهش چنگ و وارفیلد (۲۰۰۵) و لافوند و رویچودوری (۲۰۰۸) آلبرینگ (۲۰۲۱) مطابقت دارد.

طبق فرضیه ۱ شرکت‌هایی با افشای بیشتر ریسک‌پذیری کمتری دارند. با توجه به نتایج پژوهش به سهامداران و سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌شود که این مهم توجه داشته باشند که در شرکت‌هایی سرمایه‌گذاری نمایند که میزان افشای داوطلبانه شرکت بسیار زیاد است چراکه به ریسک‌پذیری کمتری و اطمینان بیشتر در بازده سرمایه‌گذاری منجر خواهد شد.

طبق نتایج فرضیه ۲ مشخص شد که همبستگی منفی بین افشای داوطلبانه و ریسک‌پذیری با انگیزه‌های ارزش ویژه مدیریتی بالاتر کاهش می‌یابد و مالکیت مدیریتی بیشتر، همسویی بیشتر منافع سهامداران و مدیران را ایجاد می‌کند و مسائل نمایندگی بین دو طرف را کاهش می‌دهد. مدیران دارای سهام مالکیت بالا به احتمال زیاد افق طولانی‌تری خواهند داشت؛ و مالکیت مدیریتی می‌تواند ارتباط منفی بین افشای داوطلبانه و فعالیت‌های ریسک‌پذیر را محدود کند. به سهامداران، مدیران و سایر اعضای هیات‌مدیره پیشنهاد می‌شود که به این اصل توجه ویژه نمایند.

منابع

۱. احدی، یوسف و حیدری، محمدرضا. (۱۳۹۹). "بررسی تاثیر تصمیمات سرمایه‌گذاری و پرداخت سود مدیریت بر نقدشوندگی سهام"، راهبرد مدیریت مالی، شماره ۴، صص ۸۹-۶۱.
۲. احمدپور، احمد؛ پاکدلان، سعید. (۱۳۹۵). نقش فرصت‌های رشد در تعدیل رابطه اهرم مالی و تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌ها، پژوهش‌های تجربی حسابداری، شماره ۱۹، صص ۱-۲۰.
۳. اخگر، محمدمبین و قربانی، راضیه. (۱۳۹۸). ارتباط بین تأمین مالی خارجی و افشای داوطلبانه با تأکید بر وضعیت مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، شماره ۴۲، صص ۲۰۳-۲۲۷.
۴. انواری رستمی علی اصغر، وحید احمدیان و سید اصغر میرزاده، (۱۳۹۲)، "سرمایه فکری، ثروت سهامداران و عملکرد مالی شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران"، فصلنامه پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، شماره ۲۰، صص ۸۳-۱۱۶.
۵. آقای، محمد علی و احمدی، جلیل. (۱۳۹۴). بررسی حساسیت سرمایه‌گذاری به تأمین مالی داخلی و استقراض شرکت‌های سیاسی و غیرسیاسی، دانش حسابداری مالی، دوره ۲، شماره ۳، صص ۱-۲۲.
۶. جباری، رامین؛ قصاب ماهر، لیلا. (۱۴۰۰). بررسی رابطه بین سرمایه فکری و اهرم مالی با تأکید بر هموارسازی سود، نوزدهمین همایش ملی حسابداری ایران، دانشگاه الزهرا.
۷. دستگیر، محسن؛ عرب صالحی، مهدی؛ جعفری، راضیه و اخلاقی، حسن علی. (۱۳۹۶). "تأثیر سرمایه فکری بر عملکرد شرکت، پژوهش‌های مالی و حسابرسی، شماره ۲۱، صص ۱-۳۶.
۸. دموری، داریوش و قدک فروشان، مریم. (۱۳۹۸). سیاست‌های تأمین مالی و کارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، راهبرد مدیریت مالی، دوره ۶، شماره ۲۶، صص ۱۷۵-۱۵۷.
۹. رهنما، فاطمه؛ بادآورنهدی، یونس. (۱۳۹۸). تأثیر نرخ موثر مالیاتی بر ساختار سرمایه، تصمیمات سرمایه‌گذاری و سود تقسیمی سهام، تحقیقات حسابداری و حسابرسی، شماره ۴۲، صص ۱۹۳-۲۱۰.

۱۰. صمیمی، احمد؛ خزائی، ایوب و منتظری، جلال. (۱۴۰۰). بررسی اثر روش تأمین مالی بر رشد سودآوری بنگاه‌ها در ایران، فصلنامه علمی پژوهشی راهبرد اقتصادی، شماره ۷، صص ۱۳۳-۱۵۷.
۱۱. علی آقایی، محمد؛ احمدی، جلیل. (۱۳۹۴). بررسی حساسیت سرمایه‌گذاری به تأمین مالی داخلی و استقراض شرکت‌های سیاسی و غیرسیاسی، دانش حسابداری مالی، شماره ۳، صص ۱-۲۲.
۱۲. عینی، آرش؛ همدم، هادی. قدیم‌پور، جواد. (۱۴۰۰). تأثیر عدم اطمینان محیطی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، چشم‌انداز حسابداری و مدیریت، شماره ۹، صص ۴۹-۶۱.
۱۳. محمودزاده، محمود و عفتی، فرشید. (۱۳۹۶). "تأثیر سرمایه‌گذاری بر عملکرد در صنعت بانکداری"، مدل‌سازی ریسک و مهندسی مالی، شماره ۱، صص ۷۹-۶۰.
۱۴. محمدی، یادگار؛ محمدی، اسفندیار؛ اسماعیلی‌کیا، غریبه. (۱۳۹۸). اعتماد به نفس بیش از حد مدیران، سیاست‌های تأمین مالی و کارایی سرمایه‌گذاری، بررسی مسائل اقتصاد ایران، شماره ۲، صص ۱۹۵-۲۳۱.
۱۵. نبی‌پور، مهدی؛ امیری، صفیه و احسانیان، ساجده. (۱۳۹۸). بررسی تأثیر سرمایه‌گذاری بر هزینه سرمایه و ارزش بازار شرکت‌ها، پژوهش‌های معاصر در علوم و تحقیقات، شماره ۸، صص ۴۱-۵۶.

16. Agha, M. Pham, D and Yu, J. (2021). Management connectedness and corporate investment, *Journal of Banking and Finance*, 25(3), 1-24.
17. Aivazian, V. A. Ge, Y. & Qiu, J. (2022). The impact of leverage on firm investment: Canadian evidence. *Journal of Corporate Finance*, 11(1-2), 277-291.
18. Amoroso, Sara, Coad, Alex & Grassano, Nicola (2018). European R&D networks: a snapshot from the 7th EU Framework Programme. *Economics of Innovation and New Technology*, 27, 5-6, 404-419.
19. Chelogoi, D. Cheboi, J. Tenai, J. (2020). Moderating Effect of CEO Tenure on the Relationship between Intellectual Capital and Financial Performance of Listed Firms in Nairobi Securities Exchange, Kenya, *African Journal of Education, Science and Technology*, March, 2020, Vol 5, No. 4, 16-27.
20. D'Augusta, Carlo (2018). Does Accounting Conservatism Make Good News Forecasts More Credible and Bad News Forecasts Less Alarming? *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 1-37. DOI: 10.1177/0148558X18780550.
21. Enache, L. Srivastava, A. 2018. Should intangible investments be reported separately or commingled with operating expenses? *New evidence. Manag. Sci.* 64 (7), 3446-3468.
22. Etebari, Ahmad, (2018). Variance Analysis of Financial Ratios and Industry Target Ratios. *Global Journal of Contemporary Research in Accounting, Auditing and Business Ethics (GJCRA) An Online International Research Journal* 2018 Vol: 4, Issue: 1, 580-594.
23. Firth, M. Lin, C. & Wong, S. M. L. (2018). Leverage and investment under a state-owned bank lending environment: Evidence from China. *Journal of Corporate Finance*, 14(5), 642-653.
24. Gonenc, Hailit and Ursu, Silviu (2018). The Asset Growth Effect and Investor Protection in Emerging Markets: The Role of the Global Financial Crisis. *Emerging Markets Finance & Trade*, 54, 491-507.
25. He, Y. Chen, C. Hu, Y. (2021). Managerial overconfidence, internal financing, and investment efficiency: Evidence from China, *Research in International Business and Finance*, 16 (8) 110-132.

26. Islam, M. Meo, M. Usman, M. (2020). The relationship between corporate investment decision and firm performance: Moderating role of cash flows, *J Public Affairs*, <https://doi.org/10.1002/pa.2445>.
27. Jeon, H. & Nishihara, M. (2015). The effects of business cycle and debt maturity on a firm's investment and default decisions. *International review of economics and finance*, Vol. 38, 326-351.
28. Krishnan, H. Krishnan, O & Song, A. (2016). Precarious politics and Intellectual Capital. *Rev. Financial Stud.* 25, 1111-1154.
29. Li, K. Qiu, B. Shen, R. 2018. Organization capital and mergers and acquisitions. *J. Financ. Quant. Anal.* 53 (4), 1871-1909.
30. Nielsen, K. R. (2018). Crowdfunding through a partial organization lens-The codependent organization. *European Management Journal*, 36(6), 695-707.
31. Pandiangan, R and, Murwaningsari, E. (2020). Effect of Investment Decision and Tax Management on Stock Liquidity, *International Journal of Finance & Banking Studies*, Vol 9 No 3, 2020 ISSN: 2147-4486.
32. Peprah, O & Ganu, S. (2018). Product market competition and Intellectual Capital. *J. Corporate Finance* 49, 204-224.
33. Ramalin G, S. Wang, CH. and Yu, Y. (2019). The Role of financial reporting quality in mitigating the constraining effect of dividend policy on investment decisions. *The Accounting Review*. 88(2). pp. 1007-1039.
34. Troise, C. Matrican, D. Sorrentino, M and Candelo, E. (2021). Investigating investment decisions in equity crowdfunding: The role of projects' intellectual capital, *European Management Journal*, 25(3), 123-141.
35. Yeo, Hee-Jung, (2018). Role of Free Cash Flows in Making Investment and Dividend Decisions: The Case of the Shipping Industry. *The Asian Journal of Shipping and Logistics* 34(2) (2018), 113-118.
36. Vijayalakshmi, S. et.al. (2018). An analysis on the earnings & profitability and liquidity of HDFC bank. *International Journal of Applied Research* 2018; 4(3), 15-20.
37. Wang, Z. Cai, S. Liang, H. Wang, N. & Xiang, E. (2018). Intellectual capital and firm performance: the mediating role of innovation speed and quality. *The International Journal of Human Resource Management*, 7(3), 1-29.