

ریسک‌های سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران

زینب آریامند^۱

مریم ذوالفقاری^۲

تاریخ دریافت: ۱۴۰۳/۰۸/۱۵ تاریخ چاپ: ۱۴۰۳/۱۱/۳۰

چکیده

این مطالعه به بررسی نقش حاکمیت شرکتی در کارایی سرمایه‌گذاری، ریسک افشای اطلاعات مالی، و بازده شاخص بازار در بورس اوراق بهادار تهران می‌پردازد. با استفاده از مدل‌های رگرسیون چندمتغیره، مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای، و مدل بین‌زمانی مارکوف-سوئیچینگ، این پژوهش نشان می‌دهد که ارتقای کیفیت حاکمیت شرکتی باعث افزایش کارایی سرمایه‌گذاری و کاهش ریسک افشای اطلاعات مالی می‌شود. یافته‌ها نشان می‌دهد که بازده‌های بازار بورس تهران با مدل CAPM تطابق دارند و این بازار با بازارهای بین‌المللی و منطقه‌ای ادغام نسبی دارد. همچنین، بررسی چرخه عمر شرکت‌ها و اندازه شرکت نشان می‌دهد که تأثیر حاکمیت شرکتی بر عملکرد مالی بسته به شرایط متفاوت است. در شرکت‌های در حال رشد و بلوغ، حاکمیت شرکتی کارایی سرمایه‌گذاری را افزایش و ریسک اطلاعاتی را کاهش می‌دهد. اما در شرکت‌های کوچک یا در مرحله افول، تأثیر معکوس مشاهده می‌شود و ممکن است به کاهش کارایی و افزایش ریسک منجر شود. این پژوهش با ترکیب تحلیل‌های داخلی و بین‌المللی، نقش حیاتی حاکمیت شرکتی در ارتقای شفافیت اطلاعاتی، تقویت اعتماد سرمایه‌گذاران و بهبود یکپارچگی با بازارهای جهانی را برجسته می‌کند.

واژگان کلیدی

ریسک، سرمایه‌گذاری، بورس

۱. استادیار، دانشکده فنی دختران تهران حضرت ولی عصر (عج)، تهران، ایران. Ariamand.Z@gmail.com

۲. دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری، دانشکده فنی دختران تهران حضرت ولی عصر (عج)، تهران، ایران.
Elhamqafari234@gmail.com

مقدمه

از اوایل دهه ۱۹۹۰، توجه بسیاری به بازارهای مالی نوظهور و مرزی در بین پژوهشگران و فعالان مالی جلب شده است. یکی از بازارهایی که در این میان کمتر مورد مطالعه قرار گرفته، بورس تهران (TSE) در جمهوری اسلامی ایران است. این بازار به عنوان یکی از مهم‌ترین بازارهای مالی در خاورمیانه، از آنجا که به دلیل محدودیت‌های سیاسی و اقتصادی همچنان نسبت به سایر بازارهای نوظهور کمتر مورد توجه قرار گرفته، نیازمند بررسی و تحقیق است. در حالی که بازارهای مالی نوظهور به طور معمول توجه زیادی از سوی سرمایه‌گذاران و پژوهشگران جلب کرده‌اند، بورس تهران به دلیل شرایط خاص خود که در آن تعدادی از سرمایه‌گذاران داخلی و خارجی حضور دارند، به طور ویژه‌ای در این تحقیق مورد بررسی قرار گرفته است.

در این تحقیق، تلاش شده تا برخی از مسائل اصلی در مورد ریسک و رفتار بازدهی شاخص بورس تهران مورد تحلیل قرار گیرد. به طور خاص، این مقاله به بررسی کارایی بازار بورس تهران در مقایسه با بازارهای جهانی می‌پردازد و برخی از ویژگی‌های این بازار را از جنبه‌های مختلف تجزیه و تحلیل می‌کند. سوالات اصلی در این تحقیق شامل درجه هم‌پیوندی بورس تهران با بازارهای مالی بین‌المللی، رفتار بازده‌های اضافی این بازار و امکان استفاده از مدل‌های مختلف قیمت‌گذاری دارایی برای توضیح این رفتارها است.

برای تحلیل این مسائل، در این تحقیق بازده‌های اضافی شاخص بورس تهران با استفاده از سه مدل مختلف نظریه قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای (CAPM) بررسی شده است. این مدل‌ها شامل مدل کلاسیک CAPM بین‌المللی، مدل بین‌دوره‌ای ثابت CAPM و مدل مارکوف-سوئیچینگ بین‌دوره‌ای CAPM هستند. هدف اصلی از بررسی این مدل‌ها، سنجش میزان کارایی بورس تهران و هم‌پیوندی آن با بازارهای مالی جهانی است. مدل اول، که مدل CAPM بین‌المللی ایستا است، نشان می‌دهد که بورس تهران در سطح ماهانه با بازار جهانی هم‌پیوند است و این هم‌پیوندی، حتی با استفاده از شاخص‌های مختلف جهانی و عوامل کلان اقتصادی، همچنان قابل استناد باقی می‌ماند.

در مرحله بعدی، مدل CAPM بین‌دوره‌ای ثابت آزمون شد که به عنوان یک مدل ایزوله برای تحلیل رفتار بازار استفاده می‌شود. نتایج این مدل نشان می‌دهند که در بورس تهران هیچ‌گونه حمایت آماری برای وجود قیمت مثبت ریسک مشاهده نمی‌شود، که نشان‌دهنده جداسازی بورس تهران از سایر بازارهای جهانی است. با این حال، مدل سوم که مدل مارکوف-سوئیچینگ بین‌دوره‌ای CAPM است، نتایج جالبی به همراه دارد. یافته‌های این مدل برخلاف بسیاری از تحقیقات گذشته، نشان می‌دهند که بورس تهران به طور قابل توجهی با بازارهای مالی بین‌المللی در طول زمان پیوند دارد و این پیوند ممکن است در دوره‌های مختلف زمانی متفاوت باشد.

در نهایت، این مطالعه به بررسی جریان اطلاعات از بازارهای بین‌المللی و کشورهای همسایه به بورس تهران می‌پردازد. با استفاده از روش‌های علیت گرنجر و علیت واریانس، این مطالعه نشان می‌دهد که اطلاعات به طور معنی‌داری از بازارهای بین‌المللی و کشورهای همسایه به بورس تهران منتقل می‌شود. نتایج این تحلیل‌ها به ویژه برای سرمایه‌گذاران خارجی که قصد دارند در بازار بورس تهران سرمایه‌گذاری کنند، بسیار حائز اهمیت است. همچنین، این تحقیق می‌تواند به پژوهشگران و فعالان بازارهای مالی درک بهتری از ویژگی‌های بازار بورس تهران و نحوه تأثیر آن از بازارهای جهانی و منطقه‌ای ارائه دهد.

بررسی تأثیر افشای ریسک بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها

هدف اصلی شرکت‌ها افزایش ثروت سهامداران است، اما شواهد تجربی نشان می‌دهد مدیران همواره در راستای منافع مالکان عمل نمی‌کنند و ممکن است برای افزایش منافع خود، ثروت سهامداران را تحت تأثیر قرار دهند (حاجی‌ها و همکاران، ۱۳۸۹). در این راستا، نقش اطلاعات حسابداری در کاهش این تضادها آشکار می‌شود. بررسی پژوهش‌ها نشان می‌دهد که گزارشگری مالی به بهبود پیامدهای اقتصادی شرکت‌ها از جمله کارایی سرمایه‌گذاری کمک می‌کند. **کارایی سرمایه‌گذاری** به معنای شناسایی، تأمین مالی و اجرای پروژه‌های با خالص ارزش فعلی مثبت تعریف شده است و **ناکارایی سرمایه‌گذاری** شامل نادیده گرفتن فرصت‌های سرمایه‌گذاری با خالص ارزش فعلی مثبت (سرمایه‌گذاری کمتر از حد) یا انتخاب پروژه‌های با خالص ارزش فعلی منفی (سرمایه‌گذاری بیشتر از حد) است (گارسیا-لارا و اسما، ۲۰۱۰). دو عامل اصلی ناکارایی سرمایه‌گذاری، **عدم تقارن اطلاعاتی** و **مسئله نمایندگی** است. عدم تقارن اطلاعاتی میان مدیران و تأمین‌کنندگان سرمایه می‌تواند از طریق خطر اخلاقی و انتخاب نادرست، به ناکارایی سرمایه‌گذاری منجر شود (حبیب و حسن، ۲۰۱۰).

افشای اطلاعات مالی از جمله **افشای ریسک**، ابزار مهمی برای کاهش این عدم تقارن اطلاعاتی و بهبود کارایی سرمایه‌گذاری است. اطلاعات مرتبط با ریسک می‌تواند با کاهش عدم اطمینان و افزایش شفافیت، رفتار سرمایه‌گذاران و تصمیم‌گیری مدیران را بهبود بخشد. بر اساس مطالعات، افشای ریسک از دو طریق بر کارایی سرمایه‌گذاری تأثیر می‌گذارد: اول، با افزایش شفافیت و آشکارسازی ریسک‌های ناشناخته، و دوم، با بهبود درک سهامداران از عوامل مؤثر بر عملکرد شرکت.

از سوی دیگر، پژوهش‌های بین‌المللی نشان داده‌اند که مدل‌های کلاسیک سرمایه‌گذاری مانند **CAPM ایستا** و **CAPM بین‌المللی** که به بررسی بازدهی مازاد بازارها می‌پردازند، می‌توانند در تحلیل کارایی سرمایه‌گذاری نقش داشته باشند. مدل‌هایی مانند **CAPM بین‌المللی مارکوف-سوئیچینگ** به تحلیل یکپارچگی و تفکیک بازارهای مالی داخلی و بین‌المللی توجه ویژه‌ای دارند و می‌توانند چارچوب مناسبی برای ارزیابی تأثیر عوامل کلان اقتصادی و ریسک‌های بین‌المللی بر کارایی سرمایه‌گذاری ارائه دهند.

فرضیه‌های تأثیر افشای ریسک بر کارایی سرمایه‌گذاری

مطالعات دو فرضیه اصلی در رابطه با تأثیر افشای ریسک ارائه می‌دهند:

۱. **فرضیه همگرایی**: بر اساس این فرضیه، افشای اطلاعات ریسک با افزایش اطلاعات موجود در اختیار سهامداران، موجب بهبود درک ریسک، شفافیت بیشتر و کارایی سرمایه‌گذاری می‌شود (هوپ و همکاران، ۲۰۱۴).
۲. **فرضیه واگرایی**: این فرضیه معتقد است که افشای اطلاعات ریسک با آشکارسازی عوامل ناشناخته و افزایش درک ریسک، می‌تواند به کاهش کارایی سرمایه‌گذاری منجر شود (لی، ۲۰۱۰).

پژوهش در ایران

با وجود اهمیت موضوع، تاکنون تحقیقات جامع در ایران در زمینه پیامدهای اقتصادی افشای ریسک انجام نشده است. این مطالعه به بررسی تأثیر افشای ریسک بر کارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های ایرانی می‌پردازد. با توجه به خلأ پژوهشی در این زمینه، این پرسش مطرح است که آیا افشای ریسک می‌تواند به بهبود یا تضعیف کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها منجر شود؟

افشای اطلاعات مالی از جمله افشای ریسک، می تواند نقش مؤثری در کاهش عدم تقارن اطلاعاتی، بهبود نظارت بر مدیران و افزایش کارایی سرمایه گذاری داشته باشد. با این حال، تأثیر دقیق این افشا به ساختار اطلاعاتی بازار، شفافیت مالی شرکت ها و درک سهامداران از ریسک وابسته است. این مطالعه به دنبال ارائه شواهدی تجربی در این زمینه است و امید می رود که یافته های آن بتواند به توسعه سیاست های افشای ریسک و ارتقای عملکرد شرکت ها کمک کند.

روش تحقیق

این پژوهش یک مطالعه نیمه آزمایشی در حوزه تحقیقات اثباتی حسابداری و از نظر هدف، کاربردی است. داده های تاریخی (ex-post) با روش استقرایی تحلیل شده اند و برای تحلیل آماری از تحلیل همبستگی استفاده شده است. اطلاعات واقعی و حسابرسی شده شرکت ها با استفاده از مدل رگرسیون خطی چندمتغیره بررسی و تحلیل شده اند. داده های مورد نیاز از پایگاه های اطلاعاتی ایرانی مانند نرم افزار ره آورد نوین و صورت های مالی موجود در سایت کدال استخراج و با اطلاعات صورت های مالی تطبیق داده شده اند. برای آماده سازی داده ها از نرم افزار اکسل و برای تحلیل آماری از نرم افزار EVIEWS نسخه ۹ استفاده شده است.

جامعه آماری و نمونه گیری آماری

جامعه آماری شامل ۱۴۰ شرکت در بورس اوراق بهادار تهران و ۹۸۰ مشاهده شرکت-سال در بازه ۲۰۱۵ تا ۲۰۲۱ است. شرکت های انتخاب شده باید قبل از سال ۲۰۱۵ در بورس حضور داشته و تا پایان سال ۲۰۲۱ نامشان از فهرست شرکت های پذیرفته شده حذف نشده باشد. شرکت های مالی، بانک ها و شرکت های سرمایه گذاری از جامعه آماری حذف شده اند. همچنین اطلاعات مورد نیاز این شرکت ها، از جمله اطلاعات حاکمیت شرکتی، در دسترس بوده و سهام آن ها بدون توقف معاملاتی بیش از سه ماه به طور مستمر در بورس خرید و فروش شده است. به دلیل اجرای ۱۴ اصل بهبود حاکمیت شرکتی در شرکت های پذیرفته شده در بورس تهران از سال ۲۰۱۵، دوره زمانی مطالعه از ۲۰۱۵ تا ۲۰۲۱ در نظر گرفته شده است.

مدل های تحقیق برای آزمون فرضیه ها

در این پژوهش، حاکمیت شرکتی از منظر کارایی سرمایه گذاری و ریسک افشای اطلاعات مالی در سطح شرکت بررسی شده است. متغیر مستقل حاکمیت شرکتی (CGit) است که کیفیت آن از طریق ۱۰ شاخص تعریف و سنجیده شده است. تمامی این شاخص ها به صورت متغیر مصنوعی (صفر و یک) اندازه گیری شده اند. برای اندازه گیری کیفیت حاکمیت شرکتی برای هر شرکت در سال مشخص، جمع ۱۰ شاخص مذکور محاسبه شده و بر عدد ۱۰ تقسیم می شود:

$$CGit = \sum_{mj=1}^{dj} / \sum_{nj=1}^{Hj}$$

که در آن $\sum_{mj=1}^{dj}$ جمع شاخص های مجازی به دست آمده برای هر سال شرکت است و $\sum_{nj=1}^{Hj}$ تعداد شاخص های در نظر گرفته شده برای اندازه گیری حاکمیت شرکتی است. هرچه مقدار اندازه گیری توانایی حاکمیت شرکتی بیشتر باشد، کیفیت حاکمیت شرکتی بالاتر (قوی تر) و بالعکس، هرچه این مقدار کمتر باشد، کیفیت حاکمیت شرکتی پایین تر (ضعیف تر) است.

متغیر کارایی سرمایه گذاری (INVEFFit) متغیر وابسته است که در این مطالعه با استفاده از پژوهش ریچاردسون (۲۰۰۶) به کار می رود:

مدل

۱:

$$Iit = \beta_0 + \beta_1 TOBINQit-1 + \beta_2 CASHit-1 + \beta_3 AGEit-1 + \beta_4 SIZEit-1 + \beta_5 LEVit-1 + \beta_6 RETURNit-1 + \beta_7 Iit-1 + \varepsilon it$$

که در آن:

Ii نسبت سرمایه‌گذاری شرکت (سرمایه‌گذاری در دارایی‌های ثابت و نامشهود و سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت) به ارزش دفتری دارایی‌های شرکت در سال t

$TOBINQit-1$ = نسبت Q توین در سال $t-1$ ، که برابر است با نسبت ارزش بازار دارایی‌ها (ارزش دفتری بدهی‌ها به علاوه ارزش بازار سهام) تقسیم بر ارزش دفتری دارایی‌ها

$CASHit-1$ نسبت نگهداری وجه نقد در سال $t-1$ که برابر است با نسبت جریان نقدی به علاوه سرمایه‌گذاری‌های کوتاه‌مدت تقسیم بر ارزش دفتری دارایی‌ها

$AGEit-1$ سن شرکت در سال $t-1$ که برابر است با لگاریتم طبیعی طول عمر شرکت از زمان تأسیس

$SIZEit-1$ اندازه شرکت در سال $t-1$ که برابر است با لگاریتم طبیعی ارزش دفتری دارایی‌های شرکت

$LEVit-1$ اهرم مالی شرکت در سال $t-1$ که برابر است با نسبت ارزش دفتری بدهی‌ها به دارایی‌ها

$RETURNit-1$ نرخ بازده سهام سالانه شرکت در سال $t-1$ که از وبسایت کدال استخراج شده است

$Iit-1$ میزان سرمایه‌گذاری شرکت در سال $t-1$ (سرمایه‌گذاری در دارایی‌های ثابت، نامشهود و سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت) به ارزش دفتری دارایی‌های شرکت در سال $t-1$

εit = باقیمانده مثبت (انحراف مثبت از سرمایه‌گذاری مورد انتظار) که نشان‌دهنده انتخاب پروژه‌هایی با ارزش خالص فعلی منفی یا بیش سرمایه‌گذاری ($OverINVit$) است و باقیمانده منفی (انحراف منفی از سرمایه‌گذاری مورد انتظار) که نشان‌دهنده از دست دادن فرصت‌های سرمایه‌گذاری با ارزش خالص فعلی مثبت یا کم سرمایه‌گذاری ($UnderINVit$) است. مقدار مطلق باقیمانده معادله رگرسیون شاخص معکوس کارایی سرمایه‌گذاری است، به این معنا که هرچه این متغیر کمتر باشد، ناکارایی کمتر (کارایی بالاتر) و بالعکس. برای حل این مسئله، مقدار مطلق خطا در عدد منفی ضرب می‌شود.

متغیر ریسک افشای اطلاعات مالی ($FIDRit$) نیز متغیر وابسته است و بر اساس مقدار مطلق انحراف استاندارد باقیمانده خطا با استفاده از مدل تعدیل شده جونز محاسبه می‌شود.

برای محاسبه متغیر ریسک افشای اطلاعات مالی ($FIDRit$)، از مدل تعدیل شده جونز استفاده می‌شود. این مدل به صورت زیر تعریف می‌شود:

مدل ۲:

$$TAit/Ait-1 = \beta_1(1/Ait-1) + \beta_2((\Delta REVit - \Delta RECit)/Ait-1) + \beta_3(PPEit/Ait-1) + \varepsilon it$$

که در آن:

$TAit$ اقلام تعهدی کل شرکت i در سال t

$Ait-1$ کل دارایی‌های شرکت i در سال $t-1$

$\Delta REVit$ تغییرات درآمد شرکت i در سال t نسبت به سال $t-1$

$\Delta RECit$ تغییرات حساب‌های دریافتی شرکت i در سال t نسبت به سال $t-1$

$PPEit$ دارایی‌های ثابت مشهود شرکت i در سال t

در این مدل، انحراف استاندارد باقیمانده خطا (ε_{it}) برای هر شرکت به‌عنوان شاخصی از ریسک افشای اطلاعات مالی استفاده می‌شود.

متغیرهای کنترلی

برای کنترل عوامل تأثیرگذار بر متغیرهای وابسته، از متغیرهای زیر استفاده می‌شود:

اهرم مالی (LEV): نسبت ارزش دفتری بدهی‌ها به کل دارایی‌های شرکت.

اندازه شرکت ($SIZE$): لگاریتم طبیعی کل دارایی‌های شرکت.

نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری ($BVMV$): نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام.

بازده دارایی‌ها (ROA): نسبت سود خالص به کل دارایی‌های شرکت.

رشد درآمد ($GROWTH$): نرخ تغییرات درآمد شرکت در مقایسه با سال قبل.

برای بررسی رابطه بین کیفیت حاکمیت شرکتی و کارایی سرمایه‌گذاری و ریسک افشای اطلاعات مالی، از مدل رگرسیون زیر استفاده می‌شود:

مدل ۳:

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 CG_{it} + \beta_2 CONTROLS_{it} + \varepsilon_{it}$$

که در آن:

Y_{it} متغیر وابسته ($INVEFF$) یا ($FIDR$)

CG_{it} شاخص کیفیت حاکمیت شرکتی

$CONTROLS_{it}$ مجموعه متغیرهای کنترلی

ε_{it} خطای مدل

این مدل‌ها با استفاده از داده‌های ترکیبی (Panel Data) و روش‌های رگرسیونی تخمین زده می‌شوند. فرضیات پژوهش با آزمون معناداری ضرایب β بررسی می‌شود.

از مدل‌های رگرسیونی چندمتغیره و داده‌های ترکیبی برای تحلیل استفاده شده است. شاخص‌های کلیدی این پژوهش عبارت‌اند از:

کیفیت حاکمیت شرکتی (CG): معیاری برای سنجش نحوه مدیریت و کنترل شرکت.

کارایی سرمایه‌گذاری ($INVEFF$): بررسی میزان انحراف سرمایه‌گذاری شرکت‌ها از سطح بهینه.

ریسک افشای اطلاعات مالی ($FIDR$): انحراف استاندارد باقیمانده مدل جونز تعدیل شده به‌عنوان شاخص ریسک.

نکات کلیدی پژوهش

کارایی سرمایه‌گذاری نشان‌دهنده میزان استفاده بهینه از منابع مالی است که تحت تأثیر کیفیت حاکمیت شرکتی قرار دارد. مدیریت ضعیف می‌تواند به سرمایه‌گذاری ناکارآمد منجر شود (سرمایه‌گذاری کمتر یا بیشتر از حد نیاز).

ریسک افشای اطلاعات مالی بازتاب‌دهنده شفافیت گزارش‌های مالی است. افشای ناکافی یا گمراه‌کننده می‌تواند ریسک‌های قابل توجهی برای شرکت ایجاد کند.

مدل رگرسیونی، اثر متغیرهای کنترل مانند اهرم مالی، اندازه شرکت، نرخ رشد درآمد، بازده دارایی‌ها، و نسبت ارزش بازار به دفتری را نیز بررسی می‌کند.

نکات پیشنهادی

تحلیل روابط علی: توجه به اینکه کیفیت حاکمیت شرکتی تنها یک عامل از عوامل متعدد مؤثر بر کارایی سرمایه‌گذاری و افشای مالی است. عوامل اقتصادی کلان (مثل نرخ بهره یا تورم) هم باید در تحلیل کلی مدنظر قرار گیرند. پویایی زمانی: استفاده از مدل‌های پویاتر (مثل GMM) می‌تواند تأثیر کیفیت حاکمیت در بازه‌های زمانی مختلف را به‌دقت بررسی کند.

معیارهای چندگانه: بررسی شاخص‌های متنوع‌تر برای کیفیت حاکمیت (مثل استقلال هیئت مدیره یا درصد سهام‌داران نهادی) ممکن است تصویر دقیق‌تری ارائه دهد.

ارتباط عملی: پیشنهاد می‌شود که نتایج پژوهش با توصیه‌های عملی برای شرکت‌ها یا قانون‌گذاران همراه شود. مثلاً:

تقویت سازوکارهای حاکمیت شرکتی برای کاهش سرمایه‌گذاری ناکارآمد.

الزام شرکت‌ها به افشای دقیق‌تر و شفاف‌تر اطلاعات مالی.

در سال‌های اخیر، حاکمیت شرکتی توجه گسترده‌ای در حوزه‌های مختلف علمی به خود جلب کرده است. بیشتر مطالعات نشان داده‌اند که جنبه‌های مختلف حاکمیت شرکتی یک شرکت با عملکرد مالی یا وضعیت اقتصادی آن ارتباط دارد. علاوه بر این، به اهمیت کارایی سرمایه‌گذاری و کیفیت افشای اطلاعات مالی توجه کمتری شده است، در حالی که تصمیم‌گیری‌های مالی سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان به شفافیت اطلاعات مالی شرکت‌ها بستگی دارد.

در سیستمی با حاکمیت شرکتی قوی، کارایی سرمایه‌گذاری و کیفیت افشای اطلاعات مالی به بیشترین حد خود می‌رسد. حاکمیت شرکتی نه تنها بر عملکرد مالی شرکت‌ها تأثیر می‌گذارد، بلکه به‌عنوان محافظی برای سهامداران اقلیت عمل می‌کند.

تحقیقات نشان داده‌اند که در سیستم‌هایی با حاکمیت شرکتی ضعیف، اطلاعات به‌صورت مبهم و غیرشفاف افشا می‌شوند. بر اساس یافته‌های Kouki و Attia (2016)، در سیستم‌های حاکمیت شرکتی ضعیف، توانایی مدیریت برای شفاف‌سازی و افشای اطلاعات کاهش می‌یابد. از سوی دیگر، با افزایش کارایی سرمایه‌گذاری و کیفیت افشای اطلاعات، می‌توان سیستمی با حاکمیت شرکتی قوی ایجاد کرد که اهداف بلندمدت شرکت را با انگیزه‌بخشی به مدیران و کارکنان تحقق بخشد. (Black et al. 2010)

فرضیه اول: رابطه حاکمیت شرکتی و کارایی سرمایه‌گذاری

نتایج پژوهش نشان می‌دهد که رابطه مثبت و معناداری بین حاکمیت شرکتی و کارایی سرمایه‌گذاری وجود دارد. شرکت‌هایی با کیفیت بالای حاکمیت شرکتی، سیستم نظارتی قوی‌تری دارند که باعث افزایش کارایی سرمایه‌گذاری می‌شود.

مطابق نظریه نمایندگی، مدیران تمایل دارند منافع شخصی خود را دنبال کنند و منابع نقدی آزاد را در پروژه‌هایی سرمایه‌گذاری کنند که حتی ممکن است زیان‌ده باشند. اما در سیستم‌هایی با حاکمیت شرکتی قوی، کارایی سرمایه‌گذاری بیشتر است و نشان‌دهنده نظارت قوی بر رفتار مدیران است.

فرضیه دوم: رابطه حاکمیت شرکتی و ریسک افشای اطلاعات مالی

نتایج نشان داد که رابطه منفی و معناداری بین حاکمیت شرکتی و ریسک افشای اطلاعات مالی وجود دارد. شرکت‌هایی با ریسک بالای افشای اطلاعات مالی، کیفیت پایین‌تری در حاکمیت شرکتی دارند. سیستم‌های قوی حاکمیت شرکتی با افزایش شفافیت اطلاعات، باعث کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه‌های نمایندگی می‌شوند. در دوره بحران کرونا نیز، شرکت‌ها با تقویت سازوکارهای حاکمیت شرکتی (مانند افزایش تعداد اعضای هیئت مدیره) کیفیت گزارش‌های مالی خود را بهبود بخشیدند (Hsu و Yang 2022).

آزمون حساسیت و نتایج مکمل

آزمون‌های حساسیت نتایج نشان داد که شرکت‌های در حال رشد و بلوغ بالاترین کارایی سرمایه‌گذاری را دارند و با بهبود حاکمیت شرکتی، این کارایی افزایش می‌یابد. (Ahmed et al. 2020) همچنین، اندازه شرکت نقش مهمی در کارایی سرمایه‌گذاری و ریسک افشای اطلاعات دارد. شرکت‌های بزرگ با حاکمیت شرکتی قوی، کارایی سرمایه‌گذاری بیشتری دارند و ریسک افشای اطلاعات مالی در آن‌ها کمتر است. اما در شرکت‌های کوچک، بهبود حاکمیت شرکتی ممکن است به افزایش ریسک افشا و کاهش کارایی سرمایه‌گذاری منجر شود.

پیشنهادهای

اقدامات عملی: مدیران و اعضای هیئت مدیره در شرایط اقتصادی نامطلوب ایران باید مکانیسم‌های حاکمیت شرکتی را در شرکت‌ها نهادینه کنند تا کارایی سرمایه‌گذاری را افزایش و ریسک افشای اطلاعات را کاهش دهند. این امر می‌تواند تهدیدهای بالقوه ورشکستگی و بحران مالی را کاهش دهد.

اهمیت برای سرمایه‌گذاران: سرمایه‌گذاران و سهامداران باید به اندازه شرکت و دوره عمر آن توجه کنند، زیرا در شرکت‌های کوچک و مراحل افول، ریسک سرمایه‌گذاری و افشای اطلاعات مالی بیشتر است. پیشنهاد برای پژوهش‌های آتی: بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی بر کارایی سرمایه‌گذاری و ریسک افشای اطلاعات مالی با در نظر گرفتن شرایط قبل و بعد از تحریم‌های ایران می‌تواند یافته‌های جدیدی ارائه دهد. همچنین، تعمیم نتایج این پژوهش به سایر جوامع آماری (مانند شرکت‌های سرمایه‌گذاری) باید با احتیاط انجام شود.

چالش‌ها و مشکلات در پیاده‌سازی حاکمیت شرکتی

یکی از مهم‌ترین چالش‌ها در پیاده‌سازی حاکمیت شرکتی، فرهنگ سازمانی ضعیف است. بسیاری از شرکت‌ها به دلیل نبود شفافیت یا مقاومت در برابر تغییر، قادر به اعمال سازوکارهای نظارتی مناسب نیستند. همچنین، فقدان آموزش‌های تخصصی برای مدیران و کارکنان باعث می‌شود که حتی در صورت وجود حاکمیت شرکتی، اثربخشی آن کاهش یابد. مثلاً در برخی شرکت‌های کوچک، مدیران تمایل دارند تمامی تصمیمات را به‌تنهایی اتخاذ کنند و فرآیندهای نظارتی را دور بزنند. این موضوع می‌تواند باعث ایجاد عدم تقارن اطلاعاتی و افزایش هزینه‌های نمایندگی شود. در نتیجه، سهامداران به اطلاعات غیرشفاف دسترسی خواهند داشت و اعتماد خود را به سازمان از دست می‌دهند.

تأثیر حاکمیت شرکتی بر نوآوری

حاکمیت شرکتی قوی نه تنها بر کارایی سرمایه‌گذاری و کیفیت اطلاعات مالی تأثیر می‌گذارد، بلکه می‌تواند نوآوری سازمانی را نیز تقویت کند. زمانی که اعضای هیئت مدیره به‌درستی بر عملکرد مدیران نظارت داشته باشند و شفافیت اطلاعاتی افزایش یابد، شرکت‌ها می‌توانند منابع خود را به شکلی کارآمدتر در پروژه‌های نوآورانه تخصیص دهند.

به‌عنوان مثال، شرکت‌هایی که دارای سیستم‌های قوی حاکمیت شرکتی هستند، قادر خواهند بود از منابع مالی خود برای توسعه فناوری‌های جدید، بهبود فرایندهای تولید، و خلق محصولات رقابتی استفاده کنند. این موضوع به‌ویژه در صنایع فناوری محور، اهمیت بیشتری پیدا می‌کند.

نقش فناوری در بهبود حاکمیت شرکتی

فناوری‌های نوین، مانند هوش مصنوعی و تحلیل داده‌ها، می‌توانند ابزارهای قدرتمندی برای بهبود حاکمیت شرکتی فراهم کنند. این فناوری‌ها به شرکت‌ها اجازه می‌دهند تا اطلاعات مالی را سریع‌تر تحلیل کنند، مشکلات نظارتی را شناسایی کنند، و فرآیندهای گزارش‌دهی را بهبود بخشند.

برای مثال، استفاده از سیستم‌های تحلیل داده می‌تواند به اعضای هیئت مدیره کمک کند تا الگوهای غیرعادی در گزارش‌های مالی را شناسایی کنند و از وقوع تخلفات جلوگیری کنند.

مقایسه حاکمیت شرکتی در کشورهای توسعه‌یافته و در حال توسعه

حاکمیت شرکتی در کشورهای توسعه‌یافته به دلیل وجود قوانین جامع‌تر و شفاف‌تر، اثربخشی بیشتری دارد. در مقابل، در کشورهای در حال توسعه، عدم نظارت کافی و ضعف در اجرای قوانین، مانع از دستیابی به حاکمیت شرکتی مطلوب می‌شود.

به‌عنوان نمونه، در ایران، به دلیل تحریم‌های اقتصادی و محدودیت‌های بین‌المللی، بسیاری از شرکت‌ها توانایی رقابت در بازارهای جهانی را ندارند. در چنین شرایطی، اجرای صحیح حاکمیت شرکتی می‌تواند به بهبود شفافیت اطلاعات و افزایش اعتماد سرمایه‌گذاران کمک کند.

تأثیر تحریم‌ها بر حاکمیت شرکتی

تحریم‌ها می‌توانند چالش‌های متعددی برای شرکت‌ها ایجاد کنند، از جمله محدودیت در دسترسی به بازارهای بین‌المللی و کاهش سرمایه‌گذاری خارجی. این موضوع باعث می‌شود شرکت‌ها برای کاهش هزینه‌ها و افزایش بهره‌وری، نیاز بیشتری به حاکمیت شرکتی قوی داشته باشند.

از سوی دیگر، تحریم‌ها ممکن است باعث شوند که برخی شرکت‌ها اطلاعات مالی خود را به‌صورت مبهم ارائه دهند تا از فشارهای خارجی جلوگیری کنند. این موضوع می‌تواند باعث کاهش شفافیت و افزایش ریسک افشای اطلاعات مالی شود.

تجربه و تحلیل ریسک سرمایه‌گذاری به صورت کلی در سه مرحله انجام می‌شود:

شناسایی ریسک: شناسایی ریسک‌ها یعنی شناسایی رویدادهای بالقوه آینده که شامل تمام ریسک‌های سیستماتیک و غیرسیستماتیک بر بازار سهام می‌شود.

ارزیابی ریسک: در این مرحله باید ارزیابی شود که آیا پذیرش ریسک شناسایی شده به بازدهی بیشتر ختم خواهد شد و یا عواقب منفی دیگری در پیش خواهد داشت.

مدیریت ریسک: مجموعه اقداماتی که می‌توان برای کاهش احتمال رخداد یا تعدیل اثرات آن انجام داد، مدیریت ریسک گفته می‌شود.

انواع ریسک‌های سرمایه‌گذاری در بورس

ریسک‌های سرمایه گذاری در بورس به دو گروه اصلی تقسیم می‌شوند که در ادامه به توضیح هر یک پرداخته شده است:

ریسک سیستماتیک در بورس

ریسک سیستماتیک وابسته به تصمیمات دولت، شرایط اقتصادی و سیاسی هستند و بر کل بازار تاثیر می‌گذارند. در ادامه به برخی از انواع این ریسک‌ها پرداخته شده است.

ریسک نرخ ارز: نرخ ارز یکی از پارامترهای موثر در قیمت گذاری انواع کالا و خدمات است و نوسان نرخ ارز به صورت مستقیم یا غیرمستقیم بر تمامی صنایع تاثیر می‌گذارد. اما چرا این موضوع، نوعی ریسک سرمایه گذاری در بورس محسوب می‌شود؟

یکی از اهداف دولت مردان ایجاد ثبات در متغیرهای اقتصادی است. بنابراین نوسانات غیرمنتظره و محسوس، اثرات مخربی بر کلیات و جزییات یک اقتصاد خواهد داشت. نوسانات نرخ ارز نیز از این قاعده مستثنی نیست و اثر قابل توجهی بر انتظارات تورمی دارد. از یک سو رشد نرخ ارز انتظارات تورمی را افزایش می‌دهد که خود عامل تورم خواهد شد. تورم بالا از یک سو بر بهای تمام شده اثرگذار است و با توجه به محدودیت در قیمت گذاری بسیاری از کالا در کشور، اثر تعدیل کننده بر سود شرکت‌ها خواهد داشت و از سویی دیگر در کشوری مثل ایران که گرفتار رکود تورمی است، با رشد نرخ تورم قدرت خرید و میزان معاملات کاهش خواهند یافت و در نتیجه این امر بر میزان فروش شرکت‌ها اثر منفی می‌گذارد.

رشد بهای تمام شده کالا علاوه اینکه بر میزان سود تمامی شرکت‌ها اثرگذار است، در شرکت‌هایی که عمده مواد اولیه خود را از طریق واردات تامین می‌کنند، بیش از سایر شرکت‌ها موجب افزایش هزینه تولید خواهد شد. اگر محصول نهایی به سایر کشورها صادر شود، درآمد ارزی، هزینه تولید را پوشش می‌دهد. در غیر اینصورت، تولیدکننده ناچار به افزایش قیمت فروش است و ریسک نرخ ارز در چنین شرایطی مطرح می‌شود. اگر قیمت گذاری محصول به شیوه دستوری باشد، تولیدکننده نمی‌تواند نرخ فروش را به راحتی تغییر دهد. اگر قیمت محصول رقابتی باشد، تولیدکننده آزادی عمل بیشتری برای تغییر نرخ فروش دارد. اما باید توان خرید مصرف کنندگان و عملکرد رقبای را نیز مدنظر قرار دهد. بررسی و مقایسه عملکرد شرکت‌های بورسی در شرایط بحرانی، معیار خوبی برای شناسایی سهام ارزنده است.

ریسک تورم: نوسانات نرخ تورم (Inflation) و نرخ بهره (Interest rate) به عنوان دو ریسک سرمایه گذاری در بورس شناخته می‌شوند. افزایش نرخ تورم عمدتاً منجر به افزایش تقاضا خواهد شد، اما در کشوری همچون ایران که رکود تورمی دارد (علاوه بر محرکی چون تورم، تقاضا بسیار کم و رکود ایجاد شده است)، رشد نرخ تورم موجب کاهش قدرت خرید می‌شود و به مرور وجوه سرمایه گذاری کاهش می‌یابد.

ریسک نرخ بهره: نرخ بهره به عنوان ابزاری برای کنترل تورم شناخته می‌شود. اگر تورم بیش از انتظار رشد کند، سیاست گذار پولی با افزایش نرخ بهره و سایر ابزارها ترمز تورم را می‌کشد. بنابراین به علت جذابیت نرخ سود بانکی سرمایه از بازارهایی همچون بورس و... خارج و به سمت سرمایه گذاری بدون ریسک (سپرده بانکی، اوراق و...) هدایت می‌شود. در مقابل در شرایط رکودی با کاهش نرخ سود سرمایه از دارایی‌های درآمد ثابت و بدون ریسک به سمت بازارهایی همچون بورس و... با بازدهی بیشتر خواهد رفت.

همچنین رشد یا افت نرخ بهره در تسهیلات بانکی نیز اثرات مشهودی دارد. افزایش نرخ بهره از میزان تسهیلات می‌کاهد و در نتیجه نقدینگی لازم برای سرمایه‌گذاری در بازارهایی همچون بورس کاهش می‌یابد. کاهش نرخ بهره، تسهیلات بانکی را افزایش و محرکی برای ورود نقدینگی ایجاد شده به بورس می‌شود.

افزایش یا کاهش نرخ بهره بر میزان تسهیلات بانکی شرکت‌های بورسی اثرگذار است به اینصورت که رشد نرخ بهره هزینه‌های مالی شرکت‌ها که جهت تامین مالی تسهیلات اخذ کرده‌اند را افزایش و منجر به کاهش سودآوری آن‌ها می‌شود. در مقابل کاهش نرخ بهره منجر به کاهش هزینه‌های مالی شرکت‌ها خواهد شد.

ریسک سیاسی: ریسک سیاسی، یکی از انواع اصلی ریسک‌های سیستماتیک است که از تغییرات بنیادی در سطوح سیاسی و اقتصادی کشورها، ناشی می‌شود. تغییر در بدنه‌ی دولت‌ها، وضع قوانین جدید، توافق یا تعارض بین کشورها، نمونه‌ای از ریسک‌های سیاسی هستند.

ریسک مالی: افزایش وام‌های دریافتی و تسهیلات شرکت‌های بورسی، به معنای افزایش تعهدات مالی و پرداخت بهره‌ی بیشتر به وام‌دهندگان است. این موضوع سود سرمایه‌گذاری را تحت تاثیر قرار می‌دهد و به‌عنوان ریسک مالی شناخته می‌شود.

ریسک بازار: نوسان شدید قیمت سهام ناشی از افزایش یا کاهش حجم تقاضا در یک بازه‌ی زمانی کوتاه، ریسک بازار نام دارد. در واقع اقدام گروهی سرمایه‌گذاران برای خرید و فروش سهم‌ها، نوعی ریسک سرمایه‌گذاری در بورس محسوب می‌شود. این معاملات اغلب بر پایه سیگنال‌های بدون پشتوانه و تحت تاثیر احساسات انجام می‌شوند و تاثیرات آن چندان پایدار نیست.

ریسک غیرسیستماتیک در بورس

ریسک‌های ناشی از عملکرد شرکت‌های بورسی و تصمیمات سرمایه‌گذاران، ریسک غیرسیستماتیک محسوب می‌شوند. ریسک عملکرد مالی شرکت‌ها، ریسک روش‌های سرمایه‌گذاری، ریسک استراتژی سرمایه‌گذاری، ریسک نکول اوراق شرکت، ریسک اتفاقات پیش‌بینی نشده در یک شرکت، ریسک قانون‌گذاری در صنعت خاص و... از جمله ریسک‌های غیرسیستماتیک هستند که در ادامه به تشریح برخی از آن‌ها پرداخته شده است:

ریسک روش‌های سرمایه‌گذاری در بورس: باتوجه به اینکه افراد از چه روشی برای سرمایه‌گذاری استفاده کنند، میزان ریسک سرمایه‌گذاری در بورس مشخص می‌شود. برای مثال ریسک سرمایه‌گذاری در صندوق‌های درآمد ثابت نزدیک به صفر است. از طرفی نوسان‌گیری در بورس، یکی از پریسک‌ترین روش‌های سرمایه‌گذاری محسوب می‌شود.

اما حتی اگر دو فرد با روش‌های یکسان به سرمایه‌گذاری در بورس بپردازند، باز هم ریسک و بازده صرفاً برابر نخواهد بود. برای مثال بازده سرمایه‌گذاری بر اساس نتایج تحلیل بنیادی، به عواملی چون زمان انجام تحلیل، مهارت تحلیلگر و دقت نتایج، زمان ورود به سهم و خروج از آن بستگی دارد.

ریسک استراتژی سرمایه‌گذاری در بورس: ریسک و بازده سرمایه‌گذاری در بورس، ارتباط مستقیمی با نحوه‌ی تقسیم‌داری بین روش‌های مختلف، نحوه‌ی تشکیل سبد سهام و زمانبندی سرمایه‌گذاری (بلندمدت، میان‌مدت، کوتاه‌مدت)

دارند. کل این فرآیند به عنوان استراتژی سرمایه گذاری شناخته می شود و به مجموع ریسک های آن، ریسک استراتژی سرمایه گذاری می گویند.

ریسک عملکرد مالی شرکت ها: این ریسک تنها با کسب دانش و مهارت تحلیل بنیادی تعدیل خواهد شد. به اینصورت که هر چه بنیان و اساس یک شرکت و عملکرد مالی آن با دقت و در یک دوره تاریخی مشخص بررسی شود، احتمال شناسایی روند سوددهی یا کسب زیان از سوی شرکت ها افزایش و در نتیجه ریسک سرمایه گذاری در بورس کاهش می یابد.

اما مواردی چون تغییر شیوه قیمت گذاری محصولات در یک صنعت خاص یا تغییر نرخ بهره مالکانه، اگرچه وابسته به تصمیم دولت هستند، ولی فقط گروه خاصی از سهامداران را تحت تاثیر قرار می دهند. ریسک های ناشی از این تغییرات، «ریسک قانون گذاری در صنعت خاص» به عنوان ریسک سرمایه گذاری در بورس شناخته می شوند و در گروه ریسک های غیر سیستماتیک قرار می گیرند.

محاسبه ریسک سهم

نخستین معیار محاسبه ریسک سهم، بررسی سرعت و میزان تغییر قیمت آن است که با عنوان «نوسان قیمت» شناخته می شود. نوسان قیمت با ریسک و بازدهی ارتباط مستقیم دارد. بنابراین هرچه قدر سرعت و میزان تغییر بالاتر باشد، نوسان قیمت سهم بیشتر و ریسک سرمایه گذاری در آن بالاتر است.

یکی از روش های استفاده از این پارامتر، بررسی نوسان قیمت سهام در بازه های زمانی مختلف (سه ماهه، شش ماهه، یک ساله و...) و مقایسه آن با دوره های مشابه قبلی یا با دوره های مشابه در سهم های دیگر است.

از سایر معیارهای مهم برای سنجش ریسک سرمایه گذاری در بورس، می توان به تفاوت بین قیمت خرید و فروش سهام، حجم سفارش های خرید و فروش و اختلاف زیاد بین قیمت های پیشنهادی در سفارش گذاری هر سهم، اشاره کرد. در واقع هر نوع اختلافی که منجر به افزایش نوسان شود، ریسک و بازدهی را افزایش می دهد.

در نهایت ریسک سرمایه گذاری در سهم های مختلف برای هر فرد، با اندازه گیری درصد سرمایه گذاری او نسبت به کل دارایی اش، سنجیده می شود. برای مثال فردی کل دارایی خود را در سهم «الف» سرمایه گذاری کرده است. اگر سود این سرمایه گذاری ۳۰ درصد باشد، ارزش کل دارایی وی ۳۰ درصد افزایش می یابد و در صورت زیان ۳۰ درصدی، ارزش کل دارایی وی ۳۰ درصد کاهش می یابد. این موضوع در فرمول محاسبه ریسک، «شدت اثر» می گویند.

فرمول محاسبه ریسک: احتمال رخداد $\times$ شدت اثر رخداد

نرخ بازده بدون ریسک

برخی سرمایه گذاری ها برای افراد ریسک گریز بسیار مناسب تر خواهد بود، چرا که این افراد پذیرش ریسک بالا را ندارند و در نتیجه ترجیح می دهند بازدهی کمتر در ازای ریسک کم داشته باشند. سپرده گذاری در بانک، اوراق و صندوق های درآمد ثابت و... به عنوان نرخ سود بدون ریسک شناخته می شوند. بنابراین این روش ها ریسک سرمایه گذاری در بورس را ندارند.

سخن آخر

افزایش سود در کنار کاهش ریسک، ایده آل همه سرمایه گذاران در تمام بازارها است. اما همانطور که در این مقاله مطرح شد، ریسک و بازده بیش از نرخ سود بدون ریسک بانک ها، رابطه مستقیمی با یکدیگر دارند. بنابراین

سرمایه‌گذاران برای کسب بازده بالاتر باید ریسک بیشتری را متحمل شوند. در این شرایط سرمایه‌گذاران می‌توانند ریسک و بازده خود با استفاده از روش‌های مطمئن مانند تحلیل بنیادی مدیریت کنند.

منابع و مآخذ

1. Abd Karim, Norazira, Anuar Nawawi, and Ahmad Saiful Azlin Puteh Salin. 2018. Inventory control weaknesses—A case study of lubricant manufacturing company. *Journal of Financial Crime* 25: 436–49. [[Google Scholar](#)] [[CrossRef](#)]
2. Ahmed, Bilal, Minhas Akbar, Tanazza Sabahat, Saqib Ali, Ammar Hussain, Ahsan Akbar, and Xie Hong Ming. 2020. Does firm life cycle impact corporate investment efficiency? *Sustainability* 13: 197. [[Google Scholar](#)] [[CrossRef](#)]
3. Alagla, Saleh. 2019. Corporate governance mechanisms and disclosure quality: Evidence from UK top 100 public companies. *Corporate Ownership and Control* 16: 97–107. [[Google Scholar](#)] [[CrossRef](#)]
4. Al-ahdal, Waleed M., Mohammed H. Alsamhi, Mosab I. Tabash, and Najib H. S. Farhan. 2020. The impact of corporate governance on financial performance of Indian and GCC listed firms: An empirical investigation. *Research in International Business and Finance* 51: 101083. [[Google Scholar](#)] [[CrossRef](#)]
5. Al-Baidhani, Ahmed Mohsen. 2014. The role of audit committee in corporate governance: Descriptive study. *SSRN Electronic Journal* 5: 250–60. [[Google Scholar](#)] [[CrossRef](#)]
6. Al-Nimer, Munther. 2019. Effect of corporate governance rules on voluntary disclosure in Jordanian corporations listed with the Amman Stock Exchange (ASE): (An empirical study). *Studies in Business and Economics* 14: 154–68. [[Google Scholar](#)]
7. Antounian, Christelle, Mustafa A. Dah, and Mostafa Harakeh. 2021. Excessive managerial entrenchment, corporate governance, and firm performance. *Research in International Business and Finance* 56: 101392. [[Google Scholar](#)] [[CrossRef](#)]
8. Apriliani, IkaBerty. 2018. The Effect of Audit Quality And Company Size on Good Corporate Governance Disclosure in Banking Companies Listed in Indonesia Stock Exchange. *IOP Conference Series: Earth and Environmental Science* 175: 012041. [[Google Scholar](#)]
9. Arslan, Muhammad, and Ahmad Alqatan. 2020. Role of institutions in shaping corporate governance system: Evidence from emerging economy. *Heliyon* 6: e03520. [[Google Scholar](#)] [[CrossRef](#)]
10. Awadallah, Emad. 2020. Measuring the effectiveness of selected corporate governance practices and their implications for audit quality: Evidence from Qatar. *Afro-Asian Journal of Finance and Accounting* 10: 24–47. [[Google Scholar](#)] [[CrossRef](#)]
11. Ballester, Laura, Ana Gonzalez-Urteaga, and Beatriz Martinez. 2020. The role of internal corporate governance mechanisms on default risk: A systematic review for different institutional settings. *Research in International Business and Finance* 54: 101293. [[Google Scholar](#)] [[CrossRef](#)]
12. Basiruddin, Rohaida, and Habib Ahmed. 2019. Corporate governance and Shariah non-compliant risk in Islamic banks: Evidence from Southeast Asia. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society* 20: 240–62. [[Google Scholar](#)] [[CrossRef](#)]
13. Biddle, Gary C., Gilles Hilary, and Rodrigo S. Verdi. 2009. How does financial reporting quality relate to investment efficiency? *Journal of Accounting and Economics* 48: 112–31. [[Google Scholar](#)] [[CrossRef](#)]
14. Black, Bernard S., Hasung Jang, and Woonchan Kim. 2006. Does corporate governance predict firms' market values? Evidence from Korea. *The Journal of Law, Economics, and Organization* 22: 366–413. [[Google Scholar](#)] [[CrossRef](#)] [[Green Version](#)]

15. Black, Bernard S., Antonio Gledson De Carvalho, and Erica Gorga. 2010. Corporate governance in Brazil. *Emerging Markets Review* 11: 21–38. [[Google Scholar](#)] [[CrossRef](#)]
16. Braune, Eric, Jean-Michel Sahut, and Frédéric Teulon. 2020. Intangible capital, governance and financial performance. *Technological Forecasting and Social Change* 154: 119934. [[Google Scholar](#)] [[CrossRef](#)]
17. Chen, Xin, Yong Sun, and Xiaodong Xu. 2016. Free cash flow, over-investment and corporate governance in China. *Pacific-Basin Finance Journal* 37: 81–103. [[Google Scholar](#)] [[CrossRef](#)]
18. Chen, Naiwei, Hao-Chang Sung, and Jingjing Yang. 2017. Ownership structure, corporate governance and investment efficiency of Chinese listed firms. *Pacific Accounting Review* 29: 266–82. [[Google Scholar](#)] [[CrossRef](#)]
19. Chen, Jean Jinghan, Xinsheng Cheng, Stephen X. Gong, and Youchao Tan. 2021. Project-level disclosure and investment efficiency: Evidence from China. *Journal of Accounting, Auditing & Finance* 36: 854–80. [[Google Scholar](#)]
20. Cheng, Lee-Young, Yi-Chen Su, Zhipeng Yan, and Yan Zhao. 2019. Corporate governance and target price accuracy. *International Review of Financial Analysis* 64: 93–101. [[Google Scholar](#)] [[CrossRef](#)]
21. Clark, Cynthia E. 2016. Corporate and information disclosure: The definitional landscape. *Public Relations Review* 42: 229–31. [[Google Scholar](#)] [[CrossRef](#)]
22. Dickinson, Victoria. 2011. Cash flow patterns as a proxy for firm life cycle. *The Accounting Review* 86: 1969–94. [[Google Scholar](#)] [[CrossRef](#)]
23. Ding, Wenzhi, Ross Levine, Chen Lin, and Wensi Xie. 2021. Corporate immunity to the COVID-19 pandemic. *Journal of Financial Economics* 141: 802–30. [[Google Scholar](#)] [[CrossRef](#)]
24. Duppati, Geeta, Albert Sune, and Navajyoti Samanta. 2017. Corporate governance, research and development volatility and firm performance-Evidence from Spain and Ireland. *Cogent Economics & Finance* 5: 1317117. [[Google Scholar](#)] [[CrossRef](#)] [[Green Version](#)]
25. Elberry, Noha, and Khaled Hussainey. 2020. Does corporate investment efficiency affect corporate disclosure practices? *Journal of Applied Accounting Research* 21: 309–27. [[Google Scholar](#)] [[CrossRef](#)]
26. Elberry, Noha, and Khaled Hussainey. 2021. Governance vis-à-vis investment efficiency: Substitutes or complementary in their effects on disclosure practice. *Journal of Risk and Financial Management* 14: 33. [[Google Scholar](#)] [[CrossRef](#)]
27. El-Deeb, Mohamed Samy, and Lamis Mustafa Elsharkawy. 2019. The impact of board characteristics on the disclosure of the forward-looking evidence from the Egyptian Stock Market. *Alexandria Journal of Accounting Research, Faculty of Commerce, Alexandria University* 3: 2682–3144. [[Google Scholar](#)]
28. Firmansyah, Irman. 2019. The Implementation of Good Corporate Governance to Develop Islamic Micro Insurance In Indonesia. *Iqtishadia* 12: 189–210. [[Google Scholar](#)] [[CrossRef](#)]
29. Ghouma, Hatem, Hamdi Ben-Nasr, and Ruiqian Yan. 2018. Corporate governance and cost of debt financing: Empirical evidence from Canada. *The Quarterly Review of Economics and Finance* 67: 138–48. [[Google Scholar](#)] [[CrossRef](#)]
30. Gillani Ahmad, Syed Muhammad Hassan, Suresh Ramakrishnan, Hamad Raza, and Humara Ahmad. 2018. Review of corporate governance practices and financial distress prediction. *International Journal of Engineering & Technology* 7: 30–33. [[Google Scholar](#)]
31. Gompers, Paul A., Joy Ishii, and Andrew Metrick. 2010. Extreme governance: An analysis of dual-class firms in the United States. *The Review of Financial Studies* 23: 1051–88. [[Google Scholar](#)] [[CrossRef](#)]

32. Habbash, Murya. 2017. Corporate governance and corporate social responsibility disclosure: Evidence from Saudi Arabia. *International Journal of Corporate Strategy and Social Responsibility* 1: 161–78. [[Google Scholar](#)] [[CrossRef](#)]
33. Habbash, Murya, Khaled Hussainey, and Awad Elsayed Awad. 2016. The determinants of voluntary disclosure in Saudi Arabia: An empirical study. *International Journal of Accounting, Auditing and Performance Evaluation* 12: 213–36. [[Google Scholar](#)] [[CrossRef](#)] [[Green Version](#)]
34. Habib, Ahsan, and Mostafa Monzur Hasan. 2019. Corporate life cycle research in accounting, finance and corporate governance: A survey, and directions for future research. *International Review of Financial Analysis* 61: 188–201. [[Google Scholar](#)] [[CrossRef](#)]
35. He, Ying, Cindy Chen, and Yue Hu. 2019. Managerial overconfidence, internal financing, and investment efficiency: Evidence from China. *Research in International Business and Finance* 47: 501–10. [[Google Scholar](#)] [[CrossRef](#)]
36. Hsu, Yu-Lin, and Li-Kai Connie Liao. 2022. Corporate governance and stock performance: The case of COVID-19 crisis. *Journal of Accounting and Public Policy* 41: 106920. [[Google Scholar](#)] [[CrossRef](#)]
37. Hsu, Yu-Lin, and Ya-Chih Yang. 2022. Corporate governance and financial reporting quality during the COVID-19 pandemic. *Finance Research Letters* 47: 102778. [[Google Scholar](#)] [[CrossRef](#)]
38. Huang, Peng, Yue Lu, and Marvin Wee. 2020. Corporate governance analysts and firm value: Australian evidence. *Pacific-Basin Finance Journal* 63: 101430. [[Google Scholar](#)] [[CrossRef](#)]
39. Iqbal, Sana, Ahmad Nawaz, and Sadaf Ehsan. 2019. Financial performance and corporate governance in microfinance: Evidence from Asia. *Journal of Asian Economics* 60: 1–13. [[Google Scholar](#)] [[CrossRef](#)]
40. Irani, Mahroo, and Mehdi Safari Gerayeli. 2017. Relationship between corporate governance and CEO compensation among listed firms in Tehran Stock Exchange. *International Journal of Economics and Financial Issues* 7: 285–92. [[Google Scholar](#)]
41. Jacoby, Gady, Mingzhi Liu, Yefeng Wang, Zhenyu Wu, and Ying Zhang. 2019. Corporate governance, external control, and environmental information transparency: Evidence from emerging markets. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money* 58: 269–83. [[Google Scholar](#)] [[CrossRef](#)]
42. Khan, Mozaffar. 2019. Corporate governance, ESG, and stock returns around the world. *Financial Analysts Journal* 75: 103–23. [[Google Scholar](#)] [[CrossRef](#)] [[Green Version](#)]
43. Khatib, Saleh F. A., and Abdul-Naser Ibrahim Nour. 2021. The impact of corporate governance on firm performance during the COVID-19 pandemic: Evidence from Malaysia. *Journal of Asian Finance, Economics and Business* 8: 943–52. [[Google Scholar](#)]
44. Kieschnick, Robert, and Rabih Moussawi. 2018. Firm age, corporate governance, and capital structure choices. *Journal of Corporate Finance* 48: 597–614. [[Google Scholar](#)] [[CrossRef](#)]
45. Kouki, Mondher, and Bilel Ben Attia. 2016. Corporate Governance Score and the Quality of Financial Disclosures: Evidence from the French Context. *International Journal of Accounting and Financial Reporting* 6: 217–30. [[Google Scholar](#)] [[CrossRef](#)] [[Green Version](#)]
46. Kothari, S. P., Andrew J. Leone, and Charles E. Wasley. 2005. Performance Matched Discretionary Accrual Measures. *Journal of Accounting and Economics* 39: 163–197. [[Google Scholar](#)] [[CrossRef](#)]
47. Lai, Shu-Miao, Chih-Liang Liu, and Sheng-Syan Chen. 2020. Internal control quality and investment efficiency. *Accounting Horizons* 34: 125–45. [[Google Scholar](#)] [[CrossRef](#)]

48. Li, Yanqiong, Jie He, and Min Xiao. 2019. Risk disclosure in annual reports and corporate investment efficiency. *International Review of Economics & Finance* 63: 138–51. [[Google Scholar](#)] [[CrossRef](#)]
49. Li, Zhiyong, Jonathan Crook, Galina Andreeva, and Ying Tang. 2020. Predicting the risk of financial distress using corporate governance measures. *Pacific-Basin Finance Journal* 68: 101334. [[Google Scholar](#)] [[CrossRef](#)]
50. Lokman, Norziana, Julie Cotter, and Joseph Mula. 2012. Corporate governance quality, incentive factors and voluntary corporate governance disclosures in annual reports of Malaysian publicly listed companies. *Corporate Ownership and Control* 10: 329–52. [[Google Scholar](#)] [[CrossRef](#)]
51. Luo, Lieh-Ming, Hui-Tzu Lee, Chia-Chou Chiu, and Chih-Wei Lee. 2022. The relations of corporate risk, operating efficiency, and firm size to managerial compensation: Evidence from Taiwan stock market-listed companies. *Asia Pacific Management Review*, in press. [[Google Scholar](#)]
52. Machmud, Mulyana, Ibrahim H. Ahmad, Abdul Khalik, Moh Zulkifli Murfat, and Jafar Basalamah. 2020. Effect of Capital Structure and Good Corporate Governance on Financial Performance in Manufacturing Companies based on the Indonesia Stock Exchange. *IORS Journal of Business and Management* 22: 36–49. [[Google Scholar](#)]
53. Madhani, Pankaj M. 2016. Firm size, corporate governance and disclosure practices: Inter-relations. Corporate Governance and Disclosure Practices: Inter-Relations (July 1, 2016). *SCMS Journal of Indian Management* 13: 17–39. Available online: <https://ssrn.com/abstract=2803036> (accessed on 20 June 2021).
54. Malmendier, Ulrike, Geoffrey Tate, and Jon Yan. 2011. Overconfidence and early-life experiences: The effect of managerial traits on corporate financial policies. *The Journal of Finance* 66: 1687–733. [[Google Scholar](#)] [[CrossRef](#)] [[Green Version](#)]
55. Med Bechir, Chenguel, and Meriem Jouirou. 2021. Investment efficiency and corporate governance: Evidence from Asian listed firms. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 1–23. [[Google Scholar](#)] [[CrossRef](#)]
56. Mehrabani, Fatemeh. 2012. Corporate Governance, Iran Stock Market and Economic Growth. *International Journal of Trade, Economics and Finance* 3: 370. [[Google Scholar](#)] [[CrossRef](#)] [[Green Version](#)]
57. Memon, Zulfiqar Ali, Yan Chen, and Ayaz Ali Samo. 2019. Corporate governance, firm age, and leverage: Empirical evidence from China. *Corporate Governance* 10: 19–31. [[Google Scholar](#)]
58. Mertzanis, Charilaos, Mohamed A. K. Basuony, and Ehab K. A. Mohamed. 2019. Social institutions, corporate governance and firm-performance in the MENA region. *Research in International Business and Finance* 48: 75–96. [[Google Scholar](#)] [[CrossRef](#)]
59. Nguyen, Quang Khai. 2021. Oversight of bank risk-taking by audit committees and Sharia committees: Conventional vs. Islamic bank. *Helivon* 7: E07798. [[Google Scholar](#)] [[CrossRef](#)]
60. Nguyen, Quang Khai. 2022. Audit committee structure, institutional quality, and bank stability: Evidence from ASEAN countries. *Finance Research Letters* 46: 102369. [[Google Scholar](#)] [[CrossRef](#)]
61. Özbuğday, Fatih Cemil, Derya Fındık, Kılıncım Metin Özcan, and Sıdıka Başçı. 2020. Resource efficiency investments and firm performance: Evidence from European SMEs. *Journal of Cleaner Production* 252: 119824. [[Google Scholar](#)] [[CrossRef](#)]
62. Paniagua, Jordi, Rafael Rivelles, and Juan Sapena. 2018. Corporate governance and financial performance: The role of ownership and board structure. *Journal of Business Research* 89: 229–34. [[Google Scholar](#)] [[CrossRef](#)]

63. Paul, Mon Ye, Abuye Samuel, and Alphonsus Anichebe. 2018. Effect of corporate governance characteristics on accounting reporting quality. *African Journal Professional Research on Human Development* 14: 33–42. [[Google Scholar](#)]
64. Peng, Hongsong, Jinhe Zhang, Shien Zhong, and Peizhe Li. 2021. Corporate governance, technical efficiency and financial performance: Evidence from Chinese listed tourism firms. *Journal of Hospitality and Tourism Management* 48: 163–73. [[Google Scholar](#)] [[CrossRef](#)]
65. Polovina, Nereida, and Ken Peasnell. 2020. Do minority acquisitions transfer better corporate governance practices? An analysis of UK's cross-border minority investments. *The British Accounting Review* 52: 100897. [[Google Scholar](#)] [[CrossRef](#)]
66. Rashed, Ahmed, Ebitihj Abd El-Rahman, Esraa Isamil, and Doaa Abd El-Samea. 2018. Ownership structure and investment efficiency: Evidence from Egypt. *International Journal of Accounting and Financial Reporting* 8: 1–22. [[Google Scholar](#)] [[CrossRef](#)]
67. Richardson, Scott. 2006. Over-investment of free cash flow. *Review of Accounting Studies* 11: 159–89. [[Google Scholar](#)] [[CrossRef](#)]
68. Rodrigues, Ricardo, António Samagaio, and Teresa Felício. 2020. Corporate governance and R&D investment by European listed companies. *Journal of Business Research* 115: 289–95. [[Google Scholar](#)] [[CrossRef](#)]
69. Roychowdhury, Sugata, Nemit Shroff, and Rodrigo S. Verdi. 2019. The effects of financial reporting and disclosure on corporate investment: A review. *Journal of Accounting and Economics* 68: 101246. [[Google Scholar](#)] [[CrossRef](#)]
70. Shan, Yuan George. 2019. Do corporate governance and disclosure tone drive voluntary disclosure of related-party transactions in China? *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation* 34: 30–48. [[Google Scholar](#)] [[CrossRef](#)]
71. Sheikh, Wahidul, and Khairul Alom. 2021. Corporate governance, board practices and performance of shipping firms in Bangladesh. *The Asian Journal of Shipping and Logistics* 37: 259–67. [[Google Scholar](#)] [[CrossRef](#)]
72. Soliman, Walid Shehata Mohamed Kasim. 2020. Investigating the effect of corporate governance on audit quality and its impact on investment efficiency. *Investment Management and Financial Innovations* 17: 175–88. [[Google Scholar](#)] [[CrossRef](#)]
73. Srivastava, Govind, and Vinish Kathuria. 2020. Impact of corporate governance norms on the performance of Indian utilities. *Energy Policy* 140: 111414. [[Google Scholar](#)] [[CrossRef](#)]
74. Stulz, Reném. 1990. Managerial discretion and optimal financing policies. *Journal of Financial Economics* 26: 3–27. [[Google Scholar](#)] [[CrossRef](#)]
75. Verdi, Rodrigo S. 2006. *Financial Reporting Quality and Investment Efficiency*. Working Paper, Sloan School of Management. Cambridge: MIT. [[Google Scholar](#)]
76. Vijayakumaran, Sunitha, and Ratnam Vijayakumaran. 2019. Corporate governance and capital structure decisions: Evidence from Chinese listed companies. *Journal of Asian Finance, Economics and Business* 6: 67–79. [[Google Scholar](#)] [[CrossRef](#)]
77. Wang, Jiangyuan, Hua Wang, and Di Wang. 2021. Equity concentration and investment efficiency of energy companies in China: Evidence based on the shock of deregulation of QFIIs. *Energy Economics* 93: 105032. [[Google Scholar](#)] [[CrossRef](#)]
78. Zhang, Li. 2020. The effects of trading rights and ownership structures on the informativeness of accounting earnings: Evidence from China's split share structure reform. *Research in International Business and Finance* 51: 101110. [[Google Scholar](#)] [[CrossRef](#)]
79. Zhou, Mengling, Kexin Li, and Zhongfei Chen. 2021. Corporate governance quality and financial leverage: Evidence from China. *International Review of Financial Analysis* 73: 101652. [[Google Scholar](#)] [[CrossRef](#)]