

## اثر آیین‌نامه گزارش تفسیری مدیریت بر رابطه احساس ریسک در گزارش‌های سالانه و ارزش بازار شرکت با استفاده از سیستم معادلات همزمان

اکرم تفتیان\*، فریده نور محمدی\*\*، فاطمه منصوری محمدآبادی\*\*\*

### چکیده

احساس ریسک، بر برآورد ریسک توسط سرمایه‌گذاران و تصمیم‌گیری آن‌ها اثر می‌گذارد. در این مقاله نتایج بررسی تجربی احساس ریسک گزارش‌های سالانه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران و همچنین رابطه همزمان احساس ریسک گزارش‌های سالانه و ارزش بازار شرکت به همراه اثر تدوین گزارش تفسیری مدیریت گزارش شده است. هدف پژوهش پیش‌رو، بررسی رابطه دوطرفه احساس ریسک گزارش‌های سالانه و ارزش بازار شرکت ۱۳۰ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است. بدین منظور سیستم معادلات همزمان با استفاده از روش رگرسیون دومرحله‌ای برآورد شد و احساس ریسک گزارش‌های سالانه به روش تحلیل محتوا محاسبه گردیده است. پس از مشاهده و آزمون اطلاعات ۱۶۹۰ سال-شرکت در بازه زمانی ۱۳۸۷-۱۳۹۹ نتایج برآورد بیانگر وجود رابطه دوطرفه بین احساس ریسک گزارش‌های سالانه و نسبت کیوتوین در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است. همچنین رابطه بین احساس ریسک گزارش‌های سالانه و نسبت قیمت به سود و نسبت ارزش بازار حقوق صاحبان سهام نسبت به تأثیرگذاری گزارش تفسیری مدیریت تفاوت معناداری دارد.

**واژه‌های کلیدی:** احساس ریسک، ارزش بازار شرکت، گزارش تفسیری مدیریت،

گزارش‌های سالانه

\* تاریخ دریافت: ۱۴۰۱/۰۷/۰۷

\*\* تاریخ پذیرش: ۱۴۰۱/۱۲/۲۰

نویسنده مسئول: اکرم تفتیان

Taftiyan@iauyazd.ac.ir

\* استادیار گروه حسابداری، واحد یزد، دانشگاه آزاد اسلامی، یزد، ایران

\*\* دانشجوی دکتری حسابداری، گروه حسابداری، واحد یزد، دانشگاه آزاد اسلامی، یزد، ایران

\*\*\* دانشجوی دکتری حسابداری، گروه حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد یزد، یزد، ایران

## مقدمه

احساس ریسک ناشی از انتظارات سرمایه‌گذاران در مورد سلامت مالی آتی شرکت‌هایی است که در آن‌ها سرمایه‌گذاری می‌کنند. در نتیجه، زمانی که سرمایه‌گذاران انتظارات منفی دارند، این امر منجر به کاهش سرمایه‌گذاری خود در این شرکت‌ها و در نتیجه کاهش قیمت سهام می‌شود و بالعکس (لی<sup>۱</sup>، ۲۰۰۶). تأکید بیش از حد بر ریسک در گزارش سالانه با کاهش درآمدهای آتی مرتبط است. احساس ریسک گزارش‌های سالانه می‌تواند بازده‌های آتی را نیز پیش‌بینی کند: یعنی شرکت‌هایی که احساس ریسک زیادی دارند، نسبت به آن شرکت‌هایی که در دوازده ماه پس از تاریخ ثبت گزارش سالانه احساس ریسک کمی دارند بازده منفی قابل توجهی دارند (المغزم<sup>۲</sup>، ۲۰۱۶).

توجه فزاینده به احساس ریسک نیز به دلیل اهمیت فزاینده برخی از انواع ریسک‌ها و عدم قطعیت‌ها، به‌ویژه در اقتصاد مبتنی بر دانش جدید، انجام می‌شود. علاوه بر ریسک‌های مالی، ریسک‌های تجاری و عملیاتی بیشتر تحلیل می‌شوند که چنین ریسک‌هایی همچنین شامل ریسک‌های استراتژیک، ریسک‌های فناوری، ریسک‌های نظارتی و ریسک‌های سیاسی می‌شوند. به‌عنوان مثال، استعفای ناگهانی مدیرعامل یک شرکت می‌تواند یک ریسک استراتژیک تلقی شود و ممکن است حداقل در کوتاه‌مدت بر عملکرد عملیاتی و ارزش اقتصادی شرکت در بازار سرمایه تأثیر بگذارد. سرمایه‌گذاران می‌دانند که ایجاد ارزش مستلزم ریسک‌پذیری است و تمایل دارند بدانند که شرکت با چه ریسک‌هایی مواجه است و این ریسک‌ها چگونه مدیریت می‌شوند یا خواهند شد (کراووت و موسلو<sup>۳</sup>، ۲۰۱۳). در نتیجه، تقاضای فزاینده‌ای برای گزارش شفاف ریسک در گزارش‌های سالانه وجود دارد.

تأکید بر ریسک‌های عملیاتی شرکت یا سایر ریسک‌ها رویکردی جایگزین برای مدیران است تا دیدگاه‌های بدبینانه خود را در مورد آینده ارائه دهند؛ بنابراین، تأکید بیشتر بر عوامل ریسک ممکن است نشان‌دهنده اطمینان کمتر مدیریتی در مورد آینده باشد (آبراهام و شریوز<sup>۴</sup>، ۲۰۱۴)؛ بنابراین این پژوهش از چندین جنبه به غنی‌سازی ادبیات موجود کمک می‌کند. با توجه به اینکه در حال حاضر شاخص احساس ریسک گزارش‌های سالانه در پژوهش‌های داخلی استفاده نشده است ارائه مدلی جامع برای اندازه‌گیری سطح احساس ریسک گزارش‌های سالانه، می‌تواند باعث رتبه‌بندی مناسب و امتیازبندی صحیح احساس ریسک گزارش‌های سالانه شرکت‌ها و در نتیجه افزایش قابلیت

اتکای پژوهش‌های مرتبط با احساس ریسک و همچنین افزایش انگیزه ارتقای سطح احساس ریسک و شفافیت بیشتر در شرکت‌های بورسی شود.

همان‌طور که خصوصیات متفاوت شرکت‌ها، بر انگیزه‌های گزارشگری مالی شرکت‌ها اثر می‌گذارد، انتظار می‌رود بر اطلاعات غیرمالی افشاشده در گزارش تفسیری مدیریت شرکت‌ها نیز اثر بگذارد (سودر ستورم و سان<sup>۵</sup>، ۲۰۰۷). در سال‌های گذشته، تحقیقاتی درباره گزارشگری اختیاری و گزارش‌های مکمل صورت‌های مالی انجام شده است. نتایج این تحقیقات نشان می‌دهد که میزان و سطح اطلاعات افشاشده در این گزارش‌ها، به عواملی مانند برخی از خصوصیات بستگی دارد که در ادامه به این تحقیقات اشاره می‌شود. هدف از این پژوهش، با توجه به دوگانگی ارتباط بین احساس ریسک گزارش‌های سالانه و ارزش بازار شرکت و پیش‌بینی رابطه یک‌طرفه میان این متغیرها در مطالعات داخلی و خارجی انجام گرفته تاکنون و همچنین دوگانگی مبانی نظری و نظریه‌های مربوطه، بررسی ارتباط هم‌زمانی بین این متغیرهاست. به عبارتی نوآوری پژوهش حاضر محاسبه امتیاز احساس ریسک با استفاده از مدلی جامع نسبت به تحقیقات مشابه داخلی و خارجی، بررسی تأثیر گزارش تفسیری مدیریت بر رابطه احساس ریسک و ارزش بازار شرکت و همچنین بررسی رابطه دوطرفه ارزش بازار شرکت و احساس ریسک است.

بیانیه حرفه‌ای گزارش تفسیری مدیریت، توسط هیئت تدوین استانداردهای بین‌المللی گزارشگری مالی، در سال ۲۰۱۰ منتشر و در ایران، ضوابط تهیه گزارش تفسیری مدیریت، توسط سازمان بورس و اوراق بهادار تهران در سال ۱۳۹۶ منتشر شده است؛ بنابراین در این مورد، شرکت‌های ایرانی نسبت به شرکت‌های سایر کشورها، در ابتدای راه قرار دارند و هنوز تجربه کافی را در تهیه و استفاده از این گزارش‌ها کسب نکرده‌اند. به دلیل جدید بودن گزارش تفسیری مدیریت در ایران، تحقیقات کمی درباره این گزارش در ایران، انجام شده است.

به طور خلاصه، در ارتباط با ریسک و افشای ریسک برخی پژوهش‌های پیشین داخلی (خوش خلق و وکیلی فرد، ۱۴۰۰؛ خیام پور و همکاران، ۱۳۹۹؛ نمازی و ابراهیمی میمند، ۱۳۹۵) بررسی شده ولی تاکنون در ایران در مورد رابطه احساس ریسک در گزارش‌های سالانه و ارزش بازار شرکت پژوهشی انجام نشده است؛ از این رو، اهمیت پژوهش حاضر از آنجا ناشی می‌شود که بررسی این دو موضوع به صورت هم‌زمان می‌تواند خلا موجود در این زمینه را برطرف کند. در این پژوهش پس از بیان مبانی نظری

و پیشینه پژوهش، فرضیه‌ها و روش‌شناسی پژوهش ارائه می‌شود. در ادامه یافته‌های تجربی، تشریح شده و بخش آخر مقاله نیز به بیان نتیجه‌گیری و پیشنهادها اختصاص دارد.

## مبانی نظری و فرضیه‌ها

ادبیات نظری شامل نظریه‌های گوناگونی برای توضیح رابطه احساس ریسک گزارش‌های سالانه و ارزش بازار شرکت است که به‌طور کلی به دودسته (۱) نظریه‌های پشتوانه تأثیر احساس ریسک بر ارزش بازار شرکت و (۲) نظریه‌های پشتوانه تأثیر ارزش بازار شرکت بر احساس ریسک تقسیم می‌شوند که در زیر تشریح شده است.

### الف - نظریه‌های پشتوانه تأثیر احساس ریسک بر ارزش بازار شرکت

بر اساس نظریه سهامداران که در ابتدا توسط فریمن<sup>۶</sup> (۱۹۸۴) به‌عنوان یک ابزار مدیریتی توسعه یافت. امیدوارکننده‌ترین کمک به مدیریت ریسک، بسط نظریه قراردادهای ضمنی (بخشی از نظریه سهامداران) از استخدام به سایر قراردادهای، از جمله فروش و تأمین مالی است. در صنایع خاص، به‌ویژه فناوری‌های پیشرفته و خدمات، اعتماد مصرف‌کنندگان به یک شرکت می‌تواند به‌طور قابل توجهی به ارزش بازار شرکت کمک کند از آنجایی که شیوه‌های افشا و مدیریت ریسک شرکت منجر به کاهش هزینه‌های مورد انتظار می‌شود، ارزش بازار شرکت افزایش می‌یابد. هرچه ارزش بازار یک شرکت نسبت به مشکلات مالی حساس‌تر باشد، انگیزه برای پوشش احساس ریسک بالاتر است (حاجک و همکاران<sup>۷</sup>، ۲۰۱۴).

بر اساس نظریه همولوژی که یکی از نظریه‌های نمادگرایی که بر اساس رویکرد پیتر بوردیو (۱۹۸۲) می‌باشد، با تغییر ماهیت بازارها و افزایش سطح رقابت در بازار سرمایه، سرمایه‌گذاران؛ سهامداران و تحلیلگران، ارزش و اهمیت زیادی برای کیفیت و شفافیت برای صورت‌های مالی قائل هستند، چراکه این عوامل را لازمه محافظت از منافع خود تلقی می‌کنند در واقع در نبود چنین شفافیت‌هایی در بازار رقابتی، کاهش اعتمادپذیری ابعاد درونی بازار و کاهش حفاظت از سهامداران را به همراه خواهد داشت که این موضوع زمینه‌ساز افزایش ریسک و عدم تقارن اطلاعات گردیده است و جایگاه اعتبار رقابتی شرکت‌ها و همچنین ارزش بازار شرکت‌ها را زیر سؤال برده است. لیسمر و همکاران<sup>۸</sup> (۲۰۰۲) بر اساس تئوری علامت‌دهی استدلال می‌شود که مدیران در شرکت‌های با عملکرد خوب از افشای ریسک برای علامت‌دهی در خصوص رویه‌های مدیریت ریسک

و جذب سرمایه‌گذاران بیشتر (از طریق بهبود شفافیت) استفاده می‌کنند.

به این ترتیب احساس ریسک اطلاعات مفیدی را به بازار انتقال و درک ذینفعان از میزان در معرض ریسک قرار داشتن را بهبود می‌دهد و در نمایش عملکرد و ارزش بازار شرکت‌ها مهم است؛ لذا تقاضای بالایی برای افشای شفاف ریسک در گزارش‌های سالانه وجود دارد. وجود هر نوع عدم قطعیت در مدل‌سازی بازارهای مالی و عوامل مؤثر بر آن موجب بروز مقداری احساس ریسک در فرایند تصمیم‌گیری می‌شود. این ریسک قابلیت کاهش انواع معیارهای مالی مثل درآمد‌ها، نقدینگی، ارزش بازار شرکت و ارزش سرمایه و غیره را دارد، بنابراین انتظار می‌رود شرکت‌هایی با احساس ریسک بالا، ارزش بازار کمتری داشته باشند.

برای بررسی رابطه بین احساس ریسک در گزارش‌های سالانه و ارزش بازار شرکت، فرضیه‌های زیر تدوین شده است:

**فرضیه اصلی اول:** بین احساس ریسک گزارش‌های سالانه و ارزش بازار شرکت رابطه معنی‌داری وجود دارد.

**فرضیه فرعی ۱-۱:** بین احساس ریسک گزارش‌های سالانه و نسبت کیوتوین رابطه معنی‌دار است.

**فرضیه فرعی ۱-۲:** بین احساس ریسک گزارش‌های سالانه و نسبت قیمت به سود رابطه معنی‌دار است.

**فرضیه فرعی ۱-۳:** بین احساس ریسک گزارش‌های سالانه و نسبت ارزش بازار حقوق صاحبان سهام معنی‌دار است.

#### **ب - نظریه‌های پشتوانه تأثیر ارزش بازار شرکت بر احساس ریسک**

مطابق با نظریه مالی زمانی که نوسان‌پذیری وجود داشته باشد، بازارها به علامت بالا بودن ریسک، واکنش نشان می‌دهند. صرف نظر از علت نوسان‌پذیری مدیران دو راه برای برخورد با آن دارند یکی، مقابله با علل ریشه‌ای و استفاده از کنترل مدیریتی برای کاهش یا حذف آن می‌باشد که با این کار ریسک واقعی کاهش می‌یابد. از طرفی، ارزش بازار به مفهوم رغبت و تمایل یک شخص به صرف نظر کردن از چیزی به منظور کسب یک چیز به خصوص دیگر است. تعیین ارزش بازار شرکت، از جمله عوامل مهم در فرآیند سرمایه‌گذاری است. ارزش بازار هر شرکت با توجه به ارزش سهام آن قابل تعیین است

از این رو، سرمایه‌گذار با توجه به ارزش بازار شرکت، اولویت خود را در سرمایه‌گذاری مشخص می‌کند بدین معنی که افزایش ارزش بازار شرکت منجر به کاهش احساس ریسک شرکت می‌شود. بر اساس نظریه اقتصاد نهادی جدید، بین ارزش بازار شرکت و احساس ریسک رابطه معکوس و معناداری وجود دارد و طبیعی است با افزایش ارزش شرکت واحد تجاری به ثبات رسیده و ریسک آن شرکت نوسان کمتری خواهد داشت (کلیمچاک<sup>۹</sup>، ۲۰۰۸).

این احتمال وجود دارد هرگونه کاهش در کیفیت گزارشگری مالی مربوط به سود باعث افزایش نوسان شدید قیمت سهام شده و به نوعی بر ثروت سرمایه‌گذاران تأثیر نماید و بازده مربوطه را تحت الشعاع خود قرار دهد. می‌توان چنین استنباط نمود که هرگونه تغییرات قیمت سهام که روند حرکتی قیمت آن به سمت بالا باشد باعث می‌شود احساس ریسک کاهش یافته و در نتیجه ارزش بازار شرکت افزایش و بازده مطلوبی عاید سرمایه‌گذار گردد؛ بنابراین انتظار می‌رود ارزش بازار شرکت با احساس ریسک رابطه معکوسی داشته باشد، یعنی با افزایش ارزش بازار شرکت، سطح احساس ریسک کاهش می‌یابد (والکر<sup>۱۰</sup>، ۱۹۹۵)؛ بنابراین ارتباط همزمان این متغیرها، یعنی ارزش بازار شرکت و احساس ریسک پیش‌بینی می‌شود و در بخش‌های بعدی این موضوع بررسی می‌گردد.

برای بررسی اثر گزارش تفسیری مدیریت بر رابطه بین احساس ریسک در گزارش‌های سالانه و ارزش بازار شرکت، فرضیه‌های زیر تدوین شده است:

**فرضیه اصلی دوم:** اثر تدوین آیین‌نامه گزارش تفسیری مدیریت بر رابطه ارزش بازار شرکت و احساس ریسک گزارش‌های سالانه معنی‌دار است.

**فرضیه فرعی ۱-۲:** اثر تدوین آیین‌نامه گزارش تفسیری مدیریت بر رابطه احساس ریسک گزارش‌های سالانه و نسبت کیوتوین معنی‌دار است.

**فرضیه فرعی ۲-۲:** اثر تدوین آیین‌نامه گزارش تفسیری مدیریت بر رابطه احساس ریسک گزارش‌های سالانه و نسبت قیمت به سود معنی‌دار است.

**فرضیه فرعی ۲-۳:** اثر تدوین آیین‌نامه گزارش تفسیری مدیریت بر رابطه احساس ریسک گزارش‌های سالانه و نسبت ارزش بازار حقوق صاحبان سهام معنی‌دار است.

### پیشینه تجربی

الشانیدی و زنگک<sup>۱۱</sup> (۲۰۲۱) در پژوهشی با عنوان ارتباط ارزشی افشای مرتبط با ریسک: آیا لحن افشا اهمیت دارد؟ آن‌ها افشای ریسک و لحن آن در گزارش‌های سالانه انگلستان و تأثیر آن بر قیمت سهام را بررسی کردند. برای این منظور فهرستی از کلمات مربوط به ریسک مثبت و منفی ایجاد نمودند و از طریق شمارش این کلمات در گزارش‌های سالانه شرکت‌ها، لحن (احساس) ریسک مثبت و منفی برای هر شرکت را اندازه‌گیری کردند. نتایج نشان داد که ارتباط ارزشی اطلاعات کل ریسک با قیمت سهام از نظر آماری قابل مشاهده نیست مگر اینکه در لحن آن تمایز قائل شویم. در مجموع، افشای ریسک مثبت (منفی) به طور قابل توجهی قیمت سهام را افزایش (کاهش) می‌دهد.

مسکوا و حجک (۲۰۲۰) در پژوهشی تحت عنوان استخراج احساسات مرتبط با ریسک در گزارش‌های سالانه شرکت‌ها و تأثیر آن بر عملکرد مالی با استفاده از لیست کلمات خاص (با برجسب ریسک منفی و مثبت) که برای ریسک‌های مالی شرکت ایجاد کردند، اقدام به استخراج احساس ریسک گزارش‌های متنی مدیریت نمودند و ارتباط آن را با عملکرد مالی شرکت شامل بدهی، ارزش بازار، سودآوری و ریسک ورشکستگی بررسی نمودند. یافته‌های این پژوهش شواهدی از نقش عمده احساس ریسک استخراج شده، به عنوان شاخصی از ریسک‌های مالی ارائه می‌دهد و نشان می‌دهد احساس ریسک بر عملکرد مالی اثرگذار است.

زریک و لوهیچی<sup>۱۲</sup> (۲۰۱۷) در پژوهشی با عنوان احساس ریسک و نقد شوندگی شرکت‌ها در کشور فرانسه با استفاده از صورت‌های مالی و یادداشت‌های همراه و گزارش فعالیت هیئت‌مدیره، و با استفاده از روش تحلیل محتوا به سنجش احساس ریسک سرمایه‌گذاران پرداختند. برای این منظور با تدوین یک فرهنگ لغت از کلمات ریسکی که شامل ۲۱۸۴ کلمه منفی، ۳۰۶ کلمه مبهم، ۸۸۹ کلمه مربوط به مقررات دولتی و حقوقی، ۲۵ کلمه مربوط به فرصت، ۳۲ کلمه ضعیف و ۶۷ کلمه مسئولیت اجتماعی و زیست‌محیطی بود و با استفاده از نرم‌افزاران وی و تکرار این کلمات در شرکت‌ها را محاسبه کردند و به عنوان شاخص احساس ریسک هر شرکت در نظر گرفتند. نتایج نشان داد که احساس ریسک تأثیر منفی بر نقد شوندگی شرکت‌ها دارد.

اصولیان و همکاران (۱۴۰۰) در پژوهشی به بررسی تعیین تأثیر وجه نقد مازاد بر ارزش

شرکت و بررسی منافع نگهداری وجه نقد در ریسک نقد شوندگی سهام شرکت‌های رشدی یا دارای محدودیت مالی پرداخته‌اند. نتایج آزمون‌های پژوهش نشان داد که وجه نقد مازاد، معیار ارزشمندی برای ریسک نقد شوندگی شرکت‌ها به شمار می‌رود و تحت تأثیر فرصت‌های رشد یا محدودیت‌های تأمین مالی، اثر آن تشدید می‌شود.

خوش خلق و وکیلی فرد (۱۴۰۰) در پژوهش خود به بررسی اثر ابعاد سیاسی و اخلاقی رفتارهای مدیریت بر سطح افشای ریسک در گزارشگری مالی سالانه در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته‌اند و برای بررسی ابعاد سیاسی و اخلاقی رفتارهای مدیریت از پنج شاخص (رفتارهای خوش‌بینانه مدیران، رفتار کوتاه‌بینانه مدیران، رفتار نمایندگی مدیر، مدیریت سود و هزینه سیاسی ناشی از رفتار مدیریت) استفاده کرده‌اند. یافته‌های پژوهش نشان داد که در میان ابعاد سیاسی و اخلاقی رفتارهای مدیریتی، رفتارهای خوش‌بینانه مدیران، رفتار نمایندگی مدیر، مدیریت سود و هزینه سیاسی ناشی از رفتار مدیریت از رفتار مدیریت با کاهش شفافیت محیط گزارشگری سبب کاهش افشای ریسک در گزارشگری مالی سالانه می‌شود. از سوی دیگر، نتایج مؤید آن است که رفتار کوتاه‌بینانه مدیران اثر معناداری بر سطح افشای ریسک در گزارشگری مالی سالانه ندارد.

خیام پور و همکاران (۱۳۹۹) در پژوهشی با عنوان ارزیابی سودمندی در تصمیم افشای اطلاعات مؤلفه‌های ریسک، نه مؤلفه ریسک به شرح زیر در نظر گرفتند که ترتیب آن‌ها از نظر تعداد موارد مشاهده‌شده توسط ناشران به شرح زیر است: ریسک نوسانات نرخ ارز، ریسک نوسانات نرخ بهره، ریسک نقدینگی، ریسک مربوط به عوامل بین‌المللی و یا تغییر مقررات دولتی، ریسک قیمت نهاده‌های تولیدی، ریسک کیفیت محصولات، ریسک تجاری، ریسک کاهش قیمت محصولات و ریسک اقبال مشتریان به محصولات جایگزین. نتایج نشان داد که افشای مؤلفه‌های ریسک در سطح شرکت حاوی اطلاعات سودمند بوده و موجب سرعت تأثیر اطلاعات در قیمت بازار سهام شرکت‌ها می‌شود.

فضیحی و همکاران (۱۳۹۸) در پژوهشی به بررسی تأثیر افشای ریسک بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها پرداخته‌اند. نتایج پژوهش حاکی از آن است که افشای ریسک بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها تأثیر مثبت و معناداری دارد یعنی با افزایش افشای ریسک، کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها افزایش می‌یابد.

نمازی و ابراهیمی میمند (۱۳۹۵) به بررسی ویژگی ریسک‌های افشاشده در



گزارش‌های سالانه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته و عوامل مؤثر بر میزان افشای اطلاعات مربوط به ریسک موردبررسی قراردادند. یافته‌های پژوهش نشان داد که شرکت‌ها به‌طور معناداری به ارائه اطلاعات گذشته‌نگر در مقایسه با آینده‌نگر، کیفی در مقایسه با کمی و افشای منابع ریسک در مقایسه با مدیریت ریسک گرایش دارند. همچنین در بررسی عوامل مؤثر بر میزان افشای ریسک، نتایج بیانگر ارتباط مثبت و معنادار بین اندازه شرکت و اهرم مالی با میزان افشای ریسک و رابطه منفی و معناداری بین سطح ریسک بازار شرکت با افشای ریسک بوده است.

کمالی اردکانی و رجبی قیری (۱۳۹۴) در پژوهشی با عنوان بررسی آثار روان‌شناختی و عوامل مؤثر بر درک سرمایه‌گذاران از ریسک در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر متغیرهای تنوع اطلاعات، داشتن اطلاعات از سطح سازمانی، عدم تقارن اطلاعات، نوسانات نرخ بهره، نوسان‌های قیمت کالا، تغییر سیاست‌های مرتبط با بازار سهام، اطلاعات مربوط به مدیریت نامناسب، بالا رفتن قیمت سهام، کیفیت افشا، شیوه‌های تقسیم سود را بر درک سرمایه‌گذاران انفرادی از ریسک مورد مطالعه قراردادند. طبق نتایج به‌دست آمده، کیفیت افشای اطلاعات منتشرشده توسط شرکت‌ها و عدم تقارن اطلاعاتی بر درک سرمایه‌گذاران انفرادی از ریسک بیشترین تأثیر دارد.

رهنمای رودپشتی و همکاران (۱۳۹۴) در پژوهشی با عنوان ارائه الگوی ذهنی ادراک ریسک سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار تهران تحت پارادایم پراگماتیسم در سطح خرد به بررسی عوامل مؤثر بر ادراک ریسک پرداخته‌اند. یافته‌های پژوهش نشان داد که به‌جز عامل جمعیت شناختی بقیه عوامل در سطح اطمینان ۵۵ درصد مؤثر بر ادراک ریسک بودند که عوامل رفتاری و زمان به ترتیب بیشترین و کمترین تأثیر در الگوی ذهنی ادراک ریسک بر اساس فراگرد شکل‌گیری ادراک را دارا بوده است.

## روش‌شناسی

این پژوهش، شبه تجربی و از نوع پژوهش‌های اثباتی، کاربردی، پس‌رویدادی و توصیفی تحلیلی است. برای جمع‌آوری داده‌ها و اطلاعات پژوهش به روش اسناد کاوی از روش میدانی و پایگاه‌های اطلاعاتی بورس اوراق بهادار تهران و نرم‌افزار ره‌آورد نوین استفاده‌شده است. برای آزمون فرضیه‌ها اگر از روش حداقل مربعات معمولی در سیستم معادلات هم‌زمان استفاده

شود، می‌تواند منجر به تخمین‌های ناسازگار و تورش‌دار شده و صحت نتایج به‌دست‌آمده را مورد تردید قرار دهد. همچنین آزمون‌های معناداری نیز تحت تأثیر این تورش و ناسازگاری قرار می‌گیرند و باعث بروز خطا در تحلیل‌های مبتنی بر این نتایج شود؛ بنابراین در این پژوهش با توجه به وجود رابطه هم‌زمان و دوسویه بین احساس ریسک گزارش‌های سالانه و ارزش بازار شرکت، سیستم معادلات هم‌زمان مورد استفاده قرار می‌گیرد.

### مدل‌ها

بررسی پیشینه پژوهش و نتایج آن نشان‌دهنده رابطه دوسویه بین احساس ریسک گزارش‌های سالانه و عملکرد عملیاتی جاری و آتی است. سیستم معادلات هم‌زمان برای بررسی چگونگی تأثیر این متغیرها بر یکدیگر مورد استفاده قرار می‌گیرد.

بر اساس مدل اقتصادسنجی، فرضیه فرعی ۱-۱، دارای دو معادله است:

در معادله اول احساس ریسک گزارش‌های سالانه، متغیر وابسته و در معادله دوم نسبت کیوتوین متغیر وابسته است.

فرضیه فرعی ۲-۱ نیز دو معادله دارد:

در معادله اول، احساس ریسک گزارش‌های سالانه متغیر وابسته است و در معادله دوم نسبت قیمت به سود وابسته نظر گرفته شده است.

فرضیه فرعی ۳-۱ نیز دو معادله دارد:

در معادله اول، احساس ریسک گزارش‌های سالانه متغیر وابسته است و در معادله دوم نسبت ارزش بازار حقوق صاحبان سهام متغیر وابسته نظر گرفته شده است.

مدل فرضیه فرعی ۱-۱:

رابطه (۱)

$$RS_{i,t} = a + \beta_1 TQ_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 Lev_{i,t} + \beta_4 QR_{i,t} + \beta_5 Age_{i,t} + \beta_6 instowner_{i,t} + \beta_7 Bship_{i,t} + \beta_8 Atype_{i,t} + \varepsilon$$

$$TQ_{i,t} = a + \beta_1 RS_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 Lev_{i,t} + \beta_4 QR_{i,t} + \beta_5 Age_{i,t} + \beta_6 Gr_{i,t} + \beta_7 Year + \varepsilon$$

RS: احساس ریسک، TQ: کیوتوین، Size: اندازه شرکت، Lev: اهرم مالی، QR:

نسبت جاری، Age: سابقه شرکت در بورس، Instowner: درصد مالکیت نهادی،

Boship: درصد مالکیت سهامدار عمده، Atype: نوع حسابرس، Gr: نسبت رشد.

مدل فرضیه فرعی ۱-۲:

رابطه (۲)

$$RS_{i,t} = a + \beta_1 P/e_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 Lev_{i,t} + \beta_4 Qr_{i,t} + \beta_5 Age_{i,t} + \beta_6 instowner_{i,t} + \beta_7 Bship_{i,t} + \beta_8 Atype_{i,t} + \varepsilon$$

$$P/e_{i,t} = a + \beta_1 Rs_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 Lev_{i,t} + \beta_4 Qr_{i,t} + \beta_5 Age_{i,t} + \beta_6 Gr_{i,t} + \beta_7 Year + \varepsilon$$

RS: احساس ریسک، P/e: نسبت قیمت به سود، Size: اندازه شرکت، Lev: اهرم مالی، Qr: نسبت جاری، Age: سابقه شرکت در بورس، Instowner: درصد مالکیت نهادی، Bship: درصد مالکیت سهامدار عمده، Atype: نوع حسابرس، Gr: نسبت رشد.

مدل فرضیه فرعی ۱-۳:

رابطه (۳)

$$RS_{i,t} = a + \beta_1 Log em_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 Lev_{i,t} + \beta_4 Qr_{i,t} + \beta_5 Age_{i,t} + \beta_6 instowner_{i,t} + \beta_7 Bship_{i,t} + \beta_8 Atype_{i,t} + \varepsilon$$

$$Log em_{i,t} = a + \beta_1 Rs_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 Lev_{i,t} + \beta_4 Qr_{i,t} + \beta_5 Age_{i,t} + \beta_6 Gr_{i,t} + \beta_7 Year + \varepsilon$$

RS: احساس ریسک، Log em: لگاریتم ارزش بازار حقوق صاحبان سهام، Size: اندازه شرکت، Lev: اهرم مالی، Qr: نسبت جاری، Age: سابقه شرکت در بورس، Instowner: درصد مالکیت نهادی، Bship: درصد مالکیت سهامدار عمده، Atype: نوع حسابرس، Gr: نسبت رشد.

مدل فرضیه فرعی ۲-۱:

رابطه (۴)

$$RS_{i,t} = a + \beta_1 TQ_{i,t} + \beta_2 Imr_{i,t} + \beta_3 Size_{i,t} + \beta_4 Lev_{i,t} + \beta_5 Qr_{i,t} + \beta_6 Age_{i,t} + \beta_7 instowner_{i,t} + \beta_8 Bship_{i,t} + \beta_9 Atype_{i,t} + \varepsilon$$

$$TQ_{i,t} = a + \beta_1 Rs_{i,t} + \beta_2 Imr_{i,t} + \beta_3 Size_{i,t} + \beta_4 Lev_{i,t} + \beta_5 Qr_{i,t} + \beta_6 Age_{i,t} + \beta_7 Gr_{i,t} + \beta_8 Year + \varepsilon$$

RS: احساس ریسک، TQ: کیوتوین، Size: اندازه شرکت، Lev: اهرم مالی، Qr: نسبت جاری، Age: سابقه شرکت در بورس، Instowner: درصد مالکیت نهادی، Bship: درصد مالکیت سهامدار عمده، Atype: نوع حسابرس، Gr: نسبت رشد، Imr:

گزارش تفسیری مدیریت

مدل فرضیه فرعی ۲-۲:

رابطه (۵)

$$RS_{i,t} = a + \beta_1 P/e_{i,t} + \beta_2 Imr_{i,t} + \beta_3 Size_{i,t} + \beta_4 Lev_{i,t} + \beta_5 Qr_{i,t} + \beta_6 Age_{i,t} + \beta_7 instowner_{i,t} + \beta_8 Bship_{i,t} + \beta_9 Atype_{i,t} + \varepsilon$$

$$P/E_{i,t} = a + \beta_1 Rs_{i,t} + \beta_2 Imr_{i,t} + \beta_3 Size_{i,t} + \beta_4 Lev_{i,t} + \beta_5 Qr_{i,t} + \beta_6 Age_{i,t} + \beta_7 Gr_{i,t} + \beta_8 Year + \varepsilon$$

RS: احساس ریسک، P/e: نسبت قیمت به سود، Size: اندازه شرکت، Lev: اهرم مالی، Qr: نسبت جاری، Age: سابقه شرکت در بورس، Instowner: درصد مالکیت نهادی، Boship: درصد مالکیت سهامدار عمده، Atype: نوع حسابرس، Gr: نسبت رشد، Imr: گزارش تفسیری مدیریت.

مدل فرضیه فرعی ۲-۳:

رابطه ۶)

$$RS_{i,t} = a + \beta_1 \text{Log em}_{i,t} + \beta_2 Imr_{i,t} + \beta_3 Size_{i,t} + \beta_4 Lev_{i,t} + \beta_5 Qr_{i,t} + \beta_6 Age_{i,t} + \beta_7 \text{instowner}_{i,t} + \beta_8 Bship_{i,t} + \beta_9 Atype_{i,t} + \varepsilon$$

$$\text{Log em}_{i,t} = a + \beta_1 Rs_{i,t} + \beta_2 Imr_{i,t} + \beta_3 Size_{i,t} + \beta_4 Lev_{i,t} + \beta_5 Qr_{i,t} + \beta_6 Age_{i,t} + \beta_7 Gr_{i,t} + \beta_8 Year + \varepsilon$$

RS: احساس ریسک، Log em: لگاریتم ارزش بازار حقوق صاحبان سهام، Size: اندازه شرکت، Lev: اهرم مالی، Qr: نسبت جاری، Age: سابقه شرکت در بورس، Instowner: درصد مالکیت نهادی، Boship: درصد مالکیت سهامدار عمده، Atype: نوع حسابرس، Gr: نسبت رشد، Imr: گزارش تفسیری مدیریت.

### متغیرها

احساس ریسک گزارش‌های سالانه (RS): در این پژوهش احساس ریسک از دیدگاه سرمایه‌گذاران با استفاده از تحلیل محتوا اندازه‌گیری شده است. این رویکرد شامل کدگذاری کلمات در برابر یک طرح‌واره خاص موردعلاقه است بومن<sup>۱۳</sup> (۱۹۸۴). کریپندورف<sup>۱۴</sup> (۲۰۱۸) تجزیه و تحلیل محتوا را به‌عنوان یک تکنیک پژوهش‌های برای استنتاج قابل تکرار و معتبر از داده‌ها ارائه می‌کند. علاوه بر این، بومن (۱۹۸۴) تأیید می‌کند که تجزیه و تحلیل محتوای گزارش‌های سالانه می‌تواند برای درک برخی از مسائل استراتژی شرکت مفید واقع شود و می‌تواند به‌عنوان منبع اولیه یا تکمیلی اطلاعات عمل کند. چندین مطالعه از تحلیل محتوا برای بررسی سطح افشای ریسک گزارش‌های سالانه استفاده کردند، آبراهام و کاکس<sup>۱۵</sup> (۲۰۰۷) فهرستی از کلمات کلیدی را گردآوری کردند و ریسک را در سه زمینه ریسک به‌عنوان تغییر، ریسک به‌عنوان عدم اطمینان و ریسک به‌عنوان فرصت جمع‌آوری کردند، برای ریسک به‌عنوان تغییر، آن‌ها از «تغییر، نوسان و دامنه» استفاده کرده‌اند، برای ریسک به‌عنوان عدم اطمینان، آن‌ها از «عدم قطعیت، غیرمنتظره، احتمال، غافلگیری و شوک» استفاده کرده‌اند اما

برای ریسک به‌عنوان فرصت از «فرصت، چشم‌انداز، پتانسیل، مثبت و مزیت» استفاده کرده‌اند. لوگران و مک‌دونالد (۲۰۱۳) شش فهرست کلمه شامل فهرست کلمات منفی، کلمات مثبت، کلمات عدم اطمینان، کلمات دعوی، کلمات سیستماتیک و کلمات مالی ایجاد کرده‌اند. علاوه بر این، پژوهشگران متن را برای بسامدهای ساده فهرست‌های کلمات مختلف بررسی کرده‌اند. برای به دست آوردن اندازه‌ای از لحن سند، آن‌ها از فهرست کلمات لوگران و مک‌دونالد (۲۰۱۳) استفاده کرده‌اند تا کلمات را به دسته‌های مالی، منفی، مثبت، قانونی و سیستماتیک طبقه‌بندی کنند. تمام مراحل ذکر شده در بالا در این پژوهش حاضر اتخاذ شده است. به‌منظور اندازه‌گیری احساسات ریسک، فهرست‌های واژه‌ای در نظر گرفته شده است که توسط مسکوا و حجک<sup>۱۷</sup> (۲۰۲۰)، لی (۲۰۰۶) و آبراهاما و کاکس (۲۰۰۷) استفاده شده‌اند که می‌تواند ریسک را توضیح دهد؛ بنابراین، در پژوهش حاضر ۱۰ لیست کلمه‌های ریسک مثبت، منفی، عدم قطعیت، فرصت، مالی، سیستماتیک، تغییر، دعاوی حقوقی، مالیات و حقوقی و نظارت دسته‌بندی شده است. در این مرحله، کلمات را در هستی‌شناسی (WordNet) جستجو کردیم تا مترادف آن‌ها را نیز در برگیرد. در نهایت، از سه متخصص در حوزه ریسک مالی خواسته شده است تا فهرست کلمات را بررسی کرده و هر کلمه را با برچسب‌های مثبت، منفی، عدم قطعیت، فرصت، مالی، سیستماتیک، تغییر، دعاوی حقوقی، مالیات و حقوقی و نظارت نسبت دهند. تحلیل محتوا ناگزیر ذهنی است و بنابراین روش کدگذاری باید برای نتیجه‌گیری معتبر قابل اعتماد باشد (لینزلی و شرایوز، ۲۰۰۵). برای دستیابی به قابلیت اطمینان، نمونه‌ای از ۳۰ گزارش سالانه به‌طور تصادفی انتخاب شده و سپس تمام کلمات استفاده شده در این گزارش‌ها انتخاب شده‌اند. پس از آن، تمام کلمات غیر ریسک حذف شده‌اند. در پژوهش لیست لغات تهیه شده را با فهرست‌های کلمه‌ای که توسط سایر متون فوق‌الذکر استفاده می‌شود مقایسه شده‌اند و با ادغام همه این مشارکت‌ها فرهنگ لغات نهایی تشکیل شده است؛ بنابراین، کلمات پایانی شامل ۳۶۳ واژه ریسک مثبت، ۱۷۶ واژه ریسک منفی، ۵۰ واژه ریسک فرصت، ۵۱ واژه ریسک عدم قطعیت، ۵۰ واژه ریسک مالی، ۵۰ واژه ریسک تغییر، ۵۰ واژه ریسک دعاوی قانونی، ۳۴ واژه ریسک سیستماتیک، ۲۰ واژه ریسک مالیاتی و ۵۰ واژه ریسک حقوقی و نظارتی است. در پژوهش حاضر از نرم‌افزار مکس کیودا برای جمع‌آوری فراوانی لیست کلمات استفاده شده است.

**گام اول: تهیه مجموعه لغات تخصصی واژگان**

این لغت‌نامه بر اساس گزارش فعالیت هیئت‌مدیره و صورت‌های مالی و یادداشت‌های توضیحی و گزارش تفسیری مدیریت موردبررسی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران تهیه شده است. برای تهیه این لغت‌نامه ابتدا فایل‌های گزارش فعالیت هیئت‌مدیره و صورت‌های مالی و یادداشت‌های توضیحی و گزارش تفسیری مدیریت از پایگاه کدال بارگیری شده‌اند. سپس فایل‌هایی که قابلیت تبدیل به ورد را داشته‌اند از طریق نرم‌افزار پارسی پی‌دی‌اف تبدیل به فایل ورد (فایل مبتنی قابل پردازش) شده‌اند، سپس نام شرکت‌ها، جداول و شکل‌ها (بر اساس پژوهش‌های قبلی اعتقاد بر آن است که قسمت‌های مذکور فاقد اطلاعات در رابطه با احساس ریسک هستند) حذف شده است. در مرحله بعد از طریق افزونه ویراستیار در نرم‌افزار مایکروسافت ورد، اقدام به استانداردسازی نویسه‌های متن گردید. در ادامه فایل‌های مذکور وارد نرم‌افزار مکس کیودا شده و با استفاده از قابلیت‌های این نرم‌افزار، مجموعه لغاتی از تمام کلمات متن‌های موردبررسی تهیه گردید. از لغت‌نامه مذکور ابتدا اعداد، کلمه‌های انگلیسی موجود در لغت‌نامه، علائمی از قبیل ستاره، تیک و... حذف شده و کلمات باقیمانده می‌بایست برچسب‌گذاری شوند (به‌عنوان لغات مثبت، منفی و عدم قطعیت و... طبقه‌بندی شوند)

**گام دوم:** محاسبه تعداد کلمات مثبت و منفی و عدم قطعیت، فرصت، مالی، سیستماتیک، تغییر، دعاوی حقوقی، مالیات و حقوقی و نظارت هر گزارش برای مشخص کردن تعداد کلمات ریسک هر گزارش، ابتدا فهرست کلمات که در آن به کلمات مختلف برچسب داده شده است به نرم‌افزار مکس کیودا معرفی گردیده است تا آنکه این نرم‌افزار اطلاعات لازم را برای محاسبه تعداد کل کلمات هر گزارش و احساس ریسک را از جمله تعداد فراوانی هر کلمه مثبت، منفی، عدم قطعیت، فرصت، مالی، سیستماتیک، تغییر، دعاوی حقوقی، مالیات و حقوقی و نظارت محاسبه کرده است و با استفاده از قابلیت‌های این نرم‌افزار، مجموعه لغاتی از تمام کلمات متن‌های موردبررسی تهیه گردیده است.

**گام سوم: محاسبه احساس ریسک در هر یک از گزارش‌های مالی**

بعد از مشخص کردن تعداد کلمات مثبت و منفی و عدم قطعیت، فرصت، مالی، سیستماتیک، تغییر، دعاوی حقوقی، مالیات و حقوقی و نظارت هر گزارش، احساس

ریسک به شیوه زیر محاسبه می‌گردد:

$$RS = \frac{\text{تعداد کلمات احساس ریسک}}{\text{تعداد کل کلمات گزارش}} \quad (\text{رابطه ۷})$$

نوع حسابرس (ATYPE): عبارت است از متغیری مصنوعی با مقدار صفر و یک. چنانچه حسابرس مستقل شرکت بر اساس طرح طبقه‌بندی حساب‌رسان که سازمان بورس و اوراق بهادار تهران انجام داده است، در طبقه اول قرار داشته باشد، متغیر نوع حسابرس در ارتباط با شرکت مربوطه برابر با یک است؛ و چنانچه حسابرس مستقل شرکت بر اساس طرح طبقه‌بندی سازمان بورس در طبقات دوم، سوم و چهارم قرار داشته باشد، مقدار متغیر نوع حسابرس در ارتباط با شرکت مربوطه برابر با صفر خواهد بود. گزارش تفسیری مدیریت (IMR): با توجه به لازم‌الاجرا شدن گزارش تفسیری مدیریت طبق بند ۱۱ ماده ۱ دستورالعمل اجرایی افزایش اطلاعات شرکت‌های ثبت‌شده نزد سازمان مصوب سال ۱۳۸۴ و اصلاحیه‌های بعدی تا تاریخ ۱۳۹۶/۵/۱۴ با توجه به بازه زمانی پژوهش از سال ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۹ برای محاسبه این متغیر مجازی از سال ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۵ برابر با عدد صفر و از سال ۱۳۹۶ تا ۱۳۹۹ برابر با عدد ۱ خواهد بود. نسبت جاری (GR): این متغیر از جمع دارایی‌های جاری تقسیم بر بدهی‌های جاری در پایان سال محاسبه شده است. اندازه شرکت (SIZE): این متغیر بر اساس لگاریتم طبیعی کل دارایی‌های شرکت محاسبه شده است. اهرم مالی (LEVE): برای محاسبه اهرم مالی از نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام استفاده شده است. نقدینگی (GR): برای سنجش نقدینگی از نسبت سریع استفاده شده است. سابقه شرکت در بورس (AGE): بیانگر سال‌هایی است که از زمان درج نام شرکت در بورس اوراق بهادار تهران گذشته است. درصد مالکیت سهامدار عمده (BSHIP): درصد سهام عادی متعلق به سهامداران عمده است. نسبت رشد (GR): نشان‌دهنده نرخ رشد فروش شرکت است که نشان‌دهنده نرخ رشد فروش نسبت به سال گذشته است. درصد مالکیت نهادی (ins towner): عبارت است از درصد سهام نگهداری شده توسط سهامداران نهادی در شرکت‌ها کیوتوبین (Q-Tobin): این نسبت نشان‌دهنده ارزش بازار سهام به ارزش دفتری آن است که نحوه محاسبه آن به شرح زیر می‌باشد:

$$Q = \frac{MV(cs) + MV(ps) + BV(ltd) + BV(sld)}{BV(ta)}$$

که در آن:

$MV(cs)$ : ارزش بازار پایان سال سهام عادی سال.

$MV(ps)$ : برآورد ارزش بازار پایان سال سهام ممتاز شرکت.

$BV(Std)$ : ارزش دفتری پایان سال بدهی‌های بلندمدت شرکت.

$BV(sld)$ : ارزش دفتری پایان سال بدهی‌های شرکت با سرسید کمتر از یک سال

$BV(ta)$ : ارزش دفتری پایان سال جمع دارایی‌های شرکت.

همان‌گونه که ملاحظه می‌شود اجزای مدل کیوتوین معمولاً از ترازنامه شرکت قابل استخراج می‌باشد.

نسبت قیمت به سود (P/E): برابر است با نسبت قیمت هر سهم واقعی شرکت (EPS واقعی هر سهم) در پایان سال  $t$  به سود هر سهم در پایان سال  $t$ .

### جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری این پژوهش، شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است. نمونه پژوهش بر اساس شرایط پذیرش، شامل ۱۳۰ (۱۶۹۰ سال - شرکت) شرکت در دوره زمانی ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۹ است. نحوه اعمال محدودیت‌ها برای انتخاب نمونه پژوهش از میان شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، به شرح جدول ۱ است:

جدول ۱: غربالگری نمونه

تعداد	تعداد	شرح
۳۷۷		جامعه آماری
	(۵۵)	شرکت‌هایی که سال مالی آن‌ها به ۲۹ اسفند ختم نمی‌شود و یا تغییر سال مالی داده‌اند.
	(۵۲)	شرکت‌هایی که طی دوره پژوهش در حالت تعلیق بوده و یا از بورس تهران خارج شده‌اند.
	(۷۱)	تعداد شرکت‌های واسطه‌گری مالی و سرمایه‌گذاری و هلدینگ و لیزینگ و بیمه بانک هستند.
	(۲۴)	شرکت‌هایی که در طول دوره موردنظر، سهام آن‌ها به‌طور فعال در بورس معامله نشده است.
	(۴۵)	شرکت‌هایی که اطلاعات آن‌ها برای به دست آوردن برخی متغیرهای پژوهش کافی نبوده است.
۱۳۰		جمع نمونه آماری قابل آزمون

در این پژوهش به منظور تجزیه و تحلیل داده‌ها و استخراج نتایج پژوهش از نرم‌افزار ایویوز نسخه ۸ استفاده شده است.



## یافته‌ها

برای تجزیه و تحلیل اطلاعات، آمار توصیفی که دربرگیرنده شاخصه‌های مرکزی، پراکندگی و انحراف از قرینگی می‌باشد، محاسبه شده است. نتایج آمار توصیفی بیانگر تنوع نمونه است که حاکی از تنوع شرکت‌های انتخابی و در نتیجه قابلیت تعمیم نتایج نمونه به جامعه پژوهش می‌باشد.

### شناسایی داده‌های پرت

توزیع داده‌های آماری می‌تواند به شدت تحت تأثیر داده‌های پرت قرار بگیرد و توزیع آن‌ها را از نرمال دور کند. به طوری که مقدار میانگین و سایر شاخص‌های آماری می‌تواند تحت تأثیر داده‌های پرت تغییر زیادی باحالت حذف داده پرت داشته باشد. به همین منظور شناسایی و حذف داده‌های پرت از نکات مهم در تحلیل داده‌ها می‌باشد. در این تحقیق جهت پیدا کردن مشاهدات و داده‌های پرت و حذف آن‌ها از تابع Outliers در اکسل استفاده شده است.

جدول ۲: نتایج آمار توصیفی

نام متغیر	نماد	میانگین	میانه	انحراف معیار	کمترین	بیشترین
سابقه شرکت در بورس	Age	۲۰/۶۳۳	۱۹/۰۰۰	۹/۶۷۳	۲/۰۰۰	۵۴/۰۰۰
نوع حسابرِس	Atype	۰/۳۲۶	۰/۰۰۰	۰/۴۶۹	۰/۰۰۰	۱/۰۰۰
درصد مالکیت سهامدار عمده	Boship	۰/۶۲۲	۰/۵۹۸	۱/۹۵۵	۰/۰۷۷	۸۰/۷۲۰
لگاریتم ارزش بازار حقوق صاحبان سهام	Logem	۵/۵۷۵	۵/۵۲۱	۰/۷۴۴	۲/۶۰۲	۸/۰۱۴
نسبت رشد	Gr	۰/۱۹۵	۰/۱۳۹	۰/۴۷۰	-۰/۱۸۴۵	۹/۴۶۸
درصد مالکیت نهادی	Instowner	۰/۵۷۵	۰/۵۹۸	۰/۱۴۲	۰/۰۷۷	۰/۹۴۵
اهرم مالی	Leve	۰/۵۷۴	۰/۵۸۲	۰/۲۱۷	۰/۰۱۵	۲/۰۷۸
نسبت قیمت به سود	P/e	۰/۲۶۳	۰/۲۰۵	۰/۳۰۳	-۴/۲۲۳	۱/۱۴۳
نسبت جاری	Qr	۱/۳۸۷	۱/۲۱۶	۰/۷۸۷	۰/۱۶۴	۶/۸۵۸
احساس ریسک گزارش‌های سالانه	RS	۰/۰۸۱	۰/۰۷۷	۰/۰۴۶	۰/۰۰۷	۰/۸۳۰
اندازه شرکت	Size	۱۴/۳۹۰	۱۳/۹۹۲	۲/۱۷۵	۹/۹۵۰	۲۵/۲۲۵
کیوتوبین	Tq	۱/۲۹۲	۱/۱۸۳	۰/۶۸۹	۰/۱۴۷	۷/۷۰۹

مهم‌ترین پارامتر مرکزی میانگین می‌باشد که مرکزیت داده‌ها را نشان می‌دهد. برای مثال مقدار میانگین برای متغیر نسبت قیمت به سود برابر ۰/۲۶۳ می‌باشد که نشان می‌دهد بیشتر داده‌ها حول این مقدار تمرکز یافته‌اند و به طور متوسط نسبت قیمت به سود شرکت‌ها ۰/۲۶ درصد بوده است. میانه این متغیر نیز برابر ۰/۲۰۵ می‌باشد که نشان می‌دهد که نیمی از داده‌ها

کمتر از این مقدار و نیمی دیگر بیشتر از این مقدار هستند. حداقل مقدار این متغیر برابر  $۴/۲۲$ - و بیشترین مقدار این متغیر برابر  $۱/۱۴۳$  می‌باشد که نشان می‌دهد بیشترین نسبت قیمت به سود در شرکت‌ها،  $۱/۱۴$  بوده است. به‌طور کلی پارامترهای پراکندگی، معیاری برای تعیین میزان پراکندگی از یکدیگر یا میزان پراکندگی آنها نسبت به میانگین است. از مهم‌ترین پارامترهای پراکندگی، انحراف معیار است. در بین متغیرها احساس ریسک گزارش‌های سالانه دارای کمترین انحراف معیار  $۰/۰۴۶$  می‌باشد که نشان می‌دهد میزان انحراف داده‌ها از مقدار میانگین  $۰/۰۴۶$  است. بیشترین میزان تغییرات مربوط به متغیر سابقه شرکت در بورس می‌باشد.

### نتایج آزمون درون‌زایی متغیرها

اگر متغیرهای توضیحی مدل رگرسیون درون‌زا باشند، در این صورت برآورد مدل با استفاده از روش حداقل مربعات معمولی تک معادله‌ای، برآوردهای تورش دار و ناسازگار خواهد شد؛ لذا لازم است ابتدا درون‌زایی متغیرها مورد بررسی قرار گیرد. برای آزمون درون‌زایی متغیرها در نرم‌افزار ایویوز از آزمون هاسمن استفاده شده است. ابتدا آزمون درون‌زایی متغیر کیوتوین در معادله احساس ریسک گزارش‌های سالانه صورت گرفت. بدین ترتیب که ابتدا به برآورد کیوتوین با استفاده از متغیرهای برون‌زای سیستم پرداخته شد و مقادیر باقیمانده ناشی از تخمین (R) به‌صورت یک متغیر جداگانه در نظر گرفته شد. بعد از آن معادله احساس ریسک گزارش‌های سالانه با استفاده از همگی متغیرهای سابق به‌علاوه متغیر (R) به‌عنوان یک متغیر توضیحی جدید (برآورد گردید). همین روند برای سایر متغیرهای برون‌زا و سایر معادلات انجام شد.

در صورت معنی دار بودن ضریب متغیر جدید (R)، کیوتوین در معادله احساس ریسک گزارش‌های سالانه درون‌زاست. نتایج این آزمون به‌صورت جدول شماره ۳ می‌باشد. همان‌طور که مشاهده می‌شود درون‌زایی کیوتوین در معادله احساس ریسک گزارش‌های سالانه و همچنین درون‌زایی احساس ریسک گزارش‌های سالانه در معادله کیوتوین مورد تأیید قرار می‌گیرد.

جدول ۳: درون‌زایی متغیرهای الگوی اول

شرح	متغیر	ضریب	انحراف معیار	آماره t	مقدار احتمال
درون‌زایی کیوتوین در معادله احساس ریسک	R	۰/۰۰۲۹	۰/۰۰۱۲	۲/۴۷۲۷	۰/۰۱۳۵
درون‌زایی احساس ریسک در معادله کیوتوین		-۴/۲۴۱۹	۰/۵۴۹۱	-۷/۷۲۵۲	۰/۰۰۰۰

نتایج آزمون درونزایی برای الگوی دوم به صورت جدول شماره ۴ می باشد. همان طور که مشاهده می شود درونزایی نسبت قیمت به سود در معادله احساس ریسک گزارش های سالانه و همچنین درونزایی احساس ریسک گزارش های سالانه در معادله نسبت قیمت به سود مورد تأیید قرار می گیرد.

جدول ۴: درونزایی متغیرهای الگوی دوم

مقدار احتمال	آماره t	انحراف معیار	ضریب	متغیر	شوخ
۰/۰۰۰۲	-۳/۷۱۸۳	۰/۰۰۱۸	-۰/۰۰۶۷	R	درونزایی نسبت قیمت به سود در معادله احساس ریسک
۰/۰۰۰۲	-۳/۶۸۷۵	۰/۰۰۳۵	-۰/۰۱۲۷		درونزایی احساس ریسک در معادله نسبت قیمت به سود

نتایج آزمون درونزایی برای الگوی سوم به صورت جدول شماره ۵ می باشد. همان طور که مشاهده می شود درونزایی نسبت ارزش بازار حقوق صاحبان سهام در معادله احساس ریسک گزارش های سالانه و همچنین درونزایی احساس ریسک گزارش های سالانه در معادله ارزش بازار حقوق صاحبان سهام مورد تأیید قرار می گیرد.

جدول ۵: درونزایی متغیرهای الگوی سوم

مقدار احتمال	آماره t	انحراف معیار	ضریب	متغیر	شوخ
۰/۰۰۰۰	۵/۲۹۶۵	۰/۰۰۰۵	۰/۰۰۲۸	R	درونزایی ارزش بازار حقوق صاحبان سهام در معادله احساس ریسک
۰/۰۰۵۳	-۲/۷۹۲۶	۱/۲۳۴۴	-۳/۴۴۷۱		درونزایی احساس ریسک در معادله ارزش بازار حقوق صاحبان سهام

### آزمون تشخیص

برای آن که یک معادله در یک مدل دارای M معادله (هم زمان) مشخص باشد، لازم است که معادله حداقل تعداد  $m-1$  متغیر (درونزا یا از پیش تعیین شده) را که در مدل وجود دارند، در برنگیرد. چنانچه تعداد متغیرهای لحاظ نشده در معادله فوق دقیقاً  $m-1$  باشد، در این صورت معادله مذکور دقیقاً مشخص خواهد بود.

به عبارت دیگر در صورتی که  $k-K=m-1$  باشد، معادله تحت بررسی دقیقاً مشخص و اگر  $k-K > m-1$  باشد، معادله بیش از حد مشخص می باشد. نتایج این آزمون برای معادلات هم زمان در جدول ۶ ارائه شده است. همان طور که مشاهده می شود برای هر شش مدل  $k-K > m-1$  است، در نتیجه هر شش مدل بیش از حد مشخص هستند. لذا می توان از روش 2SLS برای برآورد معادلات هم زمان استفاده کرد.

جدول ۶: آزمون تشخیص

شماره معادله	تعداد متغیرهای از پیش تعیین شده خارج مانده از معادله (k-K)	تعداد متغیرهای درون‌زای معادله منهای یک (m-1)	قابلیت تشخیص
۱	۲	۱	پیش از حد مشخص
	۳	۱	پیش از حد مشخص
۲	۲	۱	پیش از حد مشخص
	۳	۱	پیش از حد مشخص
۳	۲	۱	پیش از حد مشخص
	۳	۱	پیش از حد مشخص

### نتایج آزمون فرضیه‌ها

یافته‌های منتج از فرضیه اصلی ۱: برای آزمون فرضیه اصلی یک، سه فرضیه فرعی مطرح شده که یافته‌های حاصل از آزمون فرضیه‌ها با استفاده از سیستم معادلات همزمان به تفکیک ارائه می‌شود. با توجه به اینکه از سه فرضیه فرعی، فرضیه فرعی دوم و سوم پذیرفته نشد، در نتیجه فرضیه اصلی نیز پذیرفته نمی‌شود و بین احساس ریسک گزارش‌های سالانه و ارزش بازار شرکت رابطه معنی‌داری وجود ندارد.

فرضیه فرعی ۱-۱: در دوره قبل از لازم‌الاجرا شدن گزارش تفسیری مدیریت بورس اوراق بهادار بین احساس ریسک گزارش‌های سالانه و نسبت کیوتوین رابطه معنی‌دار وجود دارد. نتایج حاصل از آزمون فرضیه فرعی ۱-۱ در جدول ۷ ارائه شده است. نتایج معادله اول نشان می‌دهد، ضریب کیوتوین معنادار است، یعنی با افزایش سطح کیوتوین، احساس ریسک به‌عنوان معیاری برای سنجش ارزش بازار شرکت افزایش می‌یابد. نتایج به‌دست آمده با یافته‌های الشاندیدی و زنگ (۲۰۲۱)، خوش خلق و وکیلی فرد (۱۴۰۰) منطبق می‌باشد. در مجموع متغیرهای استفاده شده در مدل توانسته‌اند حدود ۱۰ درصد از تغییرات متغیر وابسته یعنی احساس ریسک گزارش‌های سالانه را توضیح دهند و مقدار دوربین واتسون ۱/۹۵ بیانگر عدم همبستگی بین خطاهاست. در نتیجه کیوتوین بر احساس ریسک گزارش‌های سالانه تأثیر معنادار دارد. همچنین با توجه به مثبت بودن ضریب این متغیر، نتیجه می‌شود بین نسبت کیوتوین و احساس ریسک گزارش‌های سالانه رابطه مثبت وجود دارد. نتایج معادله دوم، بیانگر ارتباط معنی‌دار احساس ریسک گزارش‌های سالانه و نسبت کیوتوین است. نتیجه حاصل، یافته‌های زیریک و لوهیچی (۲۰۱۷) را

تأیید و همچنین مطابق با می‌باشد. افزایش سطح افشای اطلاعات با فراهم کردن شرایط نظارت عالی بر عملکرد، بهبود عملکرد را به ارمغان می‌آورد و به‌عنوان بخشی از سازوکار کنترلی، ضمن کمک به منضبط کردن مدیران شرکت سرمایه‌پذیر، آن‌ها را ترغیب می‌کند که در راستای منافع سهامداران و بهبود عملکرد شرکت گام بردارند در این مدل نیز متغیرهای استفاده‌شده توانسته‌اند حدود ۲۱ درصد از تغییرات متغیر وابسته یعنی احساس ریسک گزارش‌های سالانه را توضیح دهند و مقدار دوربین واتسون  $1/80$  بیانگر عدم همبستگی بین خطاهاست. در نتیجه احساس ریسک گزارش‌های سالانه بر نسبت کیوتوین نیز تأثیر معنادار دارد. همچنین با توجه به مثبت بودن ضریب این متغیر، نتیجه می‌شود بین نسبت کیوتوین و احساس ریسک گزارش‌های سالانه رابطه مثبت وجود دارد؛ بنابراین فرضیه فرعی اول مورد تأیید قرار می‌گیرد.

**فرضیه فرعی ۱-۲:** در دوره قبل از لازم‌الاجرا شدن گزارش تفسیری مدیریت بورس اوراق بهادار بین احساس ریسک گزارش‌های سالانه و نسبت قیمت به سود رابطه معنی‌دار وجود ندارد. نتایج حاصل از آزمون فرضیه فرعی ۱-۲ در جدول ۸ ارائه‌شده است. نتایج معادله اول، نشان می‌دهد که ضریب نسبت قیمت به سود معنادار نیست یعنی با افزایش سطح نسبت قیمت به سود، احساس ریسک گزارش‌های سالانه به‌عنوان معیاری برای سنجش ارزش بازار شرکت افزایش نمی‌یابد. نتایج به‌دست‌آمده با مبانی نظری و یافته‌های مسکوا و حجک (۲۰۲۰) منطبق می‌باشد. نتایج معادله دوم، بیانگر ارتباط مثبت و معنی‌دار احساس ریسک گزارش‌های سالانه و نسبت قیمت به سود است. همچنین از بین متغیرهای کنترل ضریب اندازه شرکت و اهرم مالی منفی و معنی‌دار است؛ بنابراین فرضیه فرعی دوم مورد تأیید قرار نمی‌گیرد زیرا ضریب نسبت قیمت به سود در مدل اول معنی‌دار نیست، پس می‌توان گفت رابطه بین احساس ریسک گزارش‌های سالانه و نسبت قیمت به سود معنی‌دار نیست.

**فرضیه فرعی ۱-۳:** در دوره قبل از لازم‌الاجرا شدن گزارش تفسیری مدیریت بورس اوراق بهادار بین احساس ریسک گزارش‌های سالانه و ارزش بازار حقوق صاحبان سهام رابطه معنی‌دار وجود ندارد. نتایج حاصل از آزمون فرضیه فرعی ۱-۳ در جدول ۹ ارائه‌شده است. نتایج معادله اول، نشان می‌دهد که ضریب ارزش بازار حقوق صاحبان سهام معنادار می‌باشد یعنی با افزایش سطح ارزش بازار حقوق صاحبان سهام، احساس ریسک گزارش‌های سالانه به‌عنوان معیاری برای سنجش ارزش بازار شرکت افزایش می‌یابد. نتایج به‌دست‌آمده با مبانی نظری و یافته‌های حاجک و همکاران، (۲۰۱۴)، کلیمچاک، (۲۰۰۸)

منطبق می‌باشد. نتایج معادله دوم، بیانگر عدم ارتباط مثبت و معنی‌دار احساس ریسک گزارش‌های سالانه و ارزش بازار حقوق صاحبان سهام است. همچنین از بین متغیرهای کنترل ضریب اندازه شرکت و اهرم مالی و نسبت جاری منفی و معنی‌دار است؛ بنابراین فرضیه فرعی سوم مورد تأیید قرار نمی‌گیرد زیرا ضریب احساس ریسک گزارش‌های سالانه در مدل دوم معنی‌دار نیست، پس می‌توان گفت رابطه بین احساس ریسک گزارش‌های سالانه و ارزش بازار حقوق صاحبان سهام معنی‌دار نیست.

جدول ۷: نتایج آزمون فرضیه فرعی اول

$RS_{i,t} = a + \beta_1 TQ_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 QR_{i,t} + \beta_5 AGE_{i,t} + \beta_6 ins$ $towner_{i,t} + \beta_7 BSHIP_{i,t} + \beta_8 ATYPE_{i,t} + \varepsilon$				
متغیر	ضریب	انحراف استاندارد	آماره t	احتمال
ضریب ثابت	-۰/۰۱۱۱	۰/۰۰۶۰۱	-۰/۱۸۴۴	۰/۸۵۳۷
کیوتوبین	۰/۱۲۷۲	۰/۰۰۶۴۶	۱/۹۶۹۵	۰/۰۴۴۵
اندازه شرکت	-۰/۰۰۳۳	۰/۰۰۰۱۶	-۲/۰۳۳۴	۰/۰۴۲۱
اهرم مالی	۰/۰۰۴۴	۰/۰۰۱۱۴	۰/۳۸۶۸	۰/۶۹۹۰
نسبت جاری	۰/۰۰۹۹	۰/۰۰۰۵۵	۱/۷۹۱۰	۰/۰۷۳۴
سابقه شرکت در بورس	۰/۰۰۰۳	۰/۰۰۰۰۳	۰/۹۹۹۴	۰/۳۱۷۷
درصد مالکیت نهادی	-۰/۰۷۵۳	۰/۰۰۴۵۷	-۱/۶۴۵۶	۰/۰۹۹۹
درصد مالکیت عمده	۰/۰۰۰۴	۰/۰۰۰۱۲	۰/۳۱۲۹	۰/۷۵۴۴
نوع حسابرس	-۰/۰۱۴۸	۰/۰۰۰۹۱	-۱/۶۳۵۱	۰/۱۰۲۱
ضریب تعیین	۰/۱۰	ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۰۹	
آماره دورین واتسون		۱/۹۵		
$TQ_{i,t} = a + \beta_1 RS_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 QR_{i,t} + \beta_5 AGE_{i,t} + \beta_6 GR_{i,t} + \beta_7 YEAR + \varepsilon$				
متغیر	ضریب	انحراف استاندارد	آماره t	احتمال
ضریب ثابت	۰/۰۲۸۸	۰/۰۱۲۱	۲/۳۸۲۲	۰/۰۱۷۳
احساس ریسک گزارش‌های سالانه	۹/۰۰۰۶	۲/۲۲۰۴	۴/۰۵۳۵	۰/۰۰۰۱
اندازه شرکت	۰/۰۳۱۱	۰/۰۰۰۸۷	۳/۵۷۲۰	۰/۰۰۰۴
اهرم مالی	-۰/۰۲۰۱	۰/۰۰۸۴۵	-۰/۲۳۳۳	۰/۸۱۲۵
نسبت جاری	-۰/۰۰۸۴۰	۰/۰۰۲۳۹	-۳/۵۱۸۷	۰/۰۰۰۴
سابقه شرکت در بورس	-۰/۰۰۲۴	۰/۰۰۰۲۰	-۱/۲۰۸۰	۰/۲۲۷۱
نسبت رشد	-۰/۰۳۳۸	۰/۰۰۳۹۶	-۰/۸۵۲۴	۰/۳۹۴۱
سال	۰/۰۰۳۳	۰/۰۰۰۲۵	۱/۲۹۳۱	۰/۱۹۶۱
ضریب تعیین	۰/۲۱	ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۱۹	
آماره دورین واتسون		۱/۸۰		

جدول ۸: نتایج آزمون فرضیه فرعی دوم

$RS_{i,t} = a + \beta_1 P/E_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 QR_{i,t} + \beta_5 AGE_{i,t} + \beta_6 ins\ tower_{i,t} + \beta_7 BSHIP_{i,t} + \beta_8 ATYPE_{i,t} + \varepsilon$				
متغیر	ضریب	انحراف استاندارد	آماره t	احتمال
ضریب ثابت	۰/۰۷۵۳	۰/۰۸۹۴	۰/۸۴۱۸	۰/۳۹۹۹
نسبت قیمت به سود	۰/۰۲۹۸	۰/۱۴۲۵	۰/۲۰۹۳	۰/۸۳۴۲
اندازه شرکت	-۰/۰۰۰۷	۰/۰۰۱۶	-۰/۴۴۶۱	۰/۶۵۵۶
اهرم مالی	-۰/۰۰۵۱	۰/۰۰۹۵	-۰/۵۳۸۱	۰/۵۹۰۵
نسبت جاری	۰/۰۰۱۵	۰/۰۰۲۰	۰/۷۳۳۸	۰/۴۶۳۱
سابقه شرکت در بورس	۰/۰۰۳۲	۰/۰۰۱۰	۳/۱۱۹۳	۰/۰۰۱۸
درصد مالکیت نهادی	۰/۰۱۵۲	۰/۰۵۴۹	۰/۲۷۷۲	۰/۷۸۱۷
درصد مالکیت عمده	-۰/۰۰۰۵	۰/۰۰۰۹	-۰/۵۲۹۸	۰/۵۹۶۳
نوع حسابرس	۰/۰۰۲۵	۰/۰۰۰۴	۷/۰۶۶۵	۰/۰۰۰۰
ضریب تعیین	۰/۱۲	ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۱۰	
آماره دوربین واتسون	۱/۸۰			
$P/E_{i,t} = a + \beta_1 RS_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 QR_{i,t} + \beta_5 AGE_{i,t} + \beta_6 GR_{i,t} + \beta_7 YEAR + \varepsilon$				
متغیر	ضریب	انحراف استاندارد	آماره t	احتمال
ضریب ثابت	۰/۰۱۴۸	۰/۰۰۴۹	۳/۰۲۴۷	۰/۰۰۲۵
احساس ریسک گزارش های سالانه	۰/۰۸۱۰	۰/۰۳۴۵	۲/۳۴۸۵	۰/۰۱۸۹
اندازه شرکت	-۰/۰۲۵۰	۰/۰۱۷۱	-۱/۴۵۸۵	۰/۱۴۴۸
اهرم مالی	-۰/۰۷۰۱	۰/۱۸۲۵	-۰/۳۸۴۰	۰/۷۰۱۰
نسبت جاری	۰/۰۰۴۹	۰/۰۰۱۴	۳/۵۴۳۵	۰/۰۰۰۴
سابقه شرکت در بورس	۰/۰۰۳۶	۰/۰۰۵۱	۰/۷۲۱۵	۰/۴۷۰۶
نسبت رشد	۰/۰۳۸۲	۰/۰۰۷۲	۵/۳۴۴۰	۰/۰۰۰۰
سال	-۰/۰۳۱۲	۰/۰۳۳۳	-۰/۹۳۶۲	۰/۳۴۹۲
ضریب تعیین	۰/۲۵	ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۲۴	
آماره دوربین واتسون	۱/۷۸			

## جدول ۹: نتایج آزمون فرضیه فرعی سوم

$RS_{i,t} = a + \beta_1 \text{Log EM}_{i,t} + \beta_2 \text{SIZE}_{i,t} + \beta_3 \text{LEV}_{i,t} + \beta_4 \text{QR}_{i,t} + \beta_5 \text{AGE}_{i,t} + \beta_6 \text{ins towner}_{i,t} + \beta_7 \text{BSHIP}_{i,t} + \beta_8 \text{ATYPE}_{i,t} + \varepsilon$				
متغیر	ضریب	انحراف استاندارد	آماره t	احتمال
ضریب ثابت	۰/۲۰۶۹	۰/۰۸۶۴	۲/۳۹۳۵	۰/۰۱۶۷
ارزش بازار حقوق صاحبان سهام	۰/۰۰۷۰	۰/۰۰۲۰	۳/۳۹۷۰	۰/۰۰۰۷
اندازه شرکت	۰/۰۰۰۱	۰/۰۰۱۴	۰/۰۸۹۶	۰/۹۲۸۶
اهرم مالی	-۰/۰۰۰۹	۰/۰۰۰۴	-۲/۲۷۹۲	۰/۰۲۲۷
نسبت جاری	۰/۰۰۱۹	۰/۰۰۳۵	۰/۵۳۶۳	۰/۵۹۱۸
سابقه شرکت در بورس	-۰/۰۰۰۸	۰/۰۰۰۶	-۱/۲۵۶۵	۰/۲۰۹۰
درصد مالکیت نهادی	۰/۰۵۶۶	۰/۰۰۱۷	۳۳/۵۹۵۴	۰/۰۰۰۰
درصد مالکیت عمده	-۰/۰۰۰۳	۰/۰۰۱۴	-۰/۲۴۵۵	۰/۸۰۶۱
نوع حسابرس	-۰/۰۰۳۱	۰/۰۰۶۲	-۰/۵۰۲۹	۰/۶۱۵۱
ضریب تعیین	۰/۲۰	ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۱۷	
آماره دوربین واتسون	۱/۶۳			
$\text{Log EM}_{i,t} = a + \beta_1 RS_{i,t} + \beta_2 \text{SIZE}_{i,t} + \beta_3 \text{LEV}_{i,t} + \beta_4 \text{QR}_{i,t} + \beta_5 \text{AGE}_{i,t} + \beta_6 \text{GR}_{i,t} + \beta_7 \text{YEAR} + \varepsilon$				
متغیر	ضریب	انحراف استاندارد	آماره t	احتمال
ضریب ثابت	۶/۰۵۹۷	۲/۶۹۴۴	۲/۲۴۹۰	۰/۰۲۴۶
احساس ریسک گزارش‌های سالانه	۱/۰۳۲۷	۱۲/۷۳۰۳	۰/۰۸۱۱	۰/۹۳۵۴
اندازه شرکت	-۰/۰۰۳۶	۰/۰۱۰۱	-۰/۳۵۹۸	۰/۷۱۹۰
اهرم مالی	-۰/۰۲۸۲	۰/۱۱۳۹	-۰/۲۴۷۹	۰/۸۰۴۲
نسبت جاری	-۰/۰۰۶۰	۰/۰۲۶۱	-۰/۲۲۹۴	۰/۸۱۸۵
سابقه شرکت در بورس	۰/۰۰۶۸	۰/۰۰۳۷	۱/۸۴۶۷	۰/۰۶۴۹
نسبت رشد	۰/۰۰۲۹	۰/۰۰۱۳	۲/۲۸۹۶	۰/۰۲۲۱
سال	-۰/۰۰۶۸	۰/۰۱۷۹	-۰/۳۸۰۵	۰/۷۰۳۶
ضریب تعیین	۰/۱۸	ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۱۷	
آماره دوربین واتسون	۱/۷۴			

یافته‌های منتج از فرضیه اصلی ۲: برای آزمون فرضیه اصلی دو، سه فرضیه فرعی مطرح شده که در یافته‌های حاصل از آزمون فرضیه‌ها با استفاده از سیستم معادلات همزمان به تفکیک ارائه می‌شود. با توجه به اینکه هر سه فرضیه فرعی پذیرفته شدند، در نتیجه فرضیه اصلی نیز پذیرفته می‌شود و اثر تدوین آیین‌نامه گزارش تفسیری مدیریت بر رابطه ارزش



بازار شرکت و احساس ریسک گزارش‌های سالانه معنی‌دار است.

**فرضیه فرعی ۱-۲:** در دوره بعد از لازم‌الاجرا شدن گزارش تفسیری مدیریت بین سطح احساس ریسک گزارش‌های سالانه و نسبت کیوتوین رابطه معنی‌دار وجود دارد. نتایج حاصل از آزمون فرضیه فرعی ۱-۲ در جدول ۱۰ ارائه شده است. با توجه به معنی‌دار بودن ضریب متغیر گزارش تفسیری مدیریت در هر دو مدل، نتیجه می‌شود تدوین آیین‌نامه گزارش تفسیری مدیریت بر رابطه احساس ریسک گزارش‌های سالانه و نسبت کیوتوین تأثیر معناداری دارد؛ بنابراین فرضیه فرعی چهارم مورد تأیید قرار می‌گیرد. نتایج به‌دست آمده با یافته‌های المغزم، (۲۰۱۶)، منطبق می‌باشد.

**فرضیه فرعی ۲-۲:** در دوره بعد از لازم‌الاجرا شدن گزارش تفسیری مدیریت بین سطح احساس ریسک گزارش‌های سالانه و نسبت قیمت به سود رابطه معنی‌دار وجود دارد. نتایج حاصل از آزمون فرضیه فرعی ۲-۲ در جدول ۱۱ ارائه شده است با توجه به معنی‌دار بودن ضریب متغیر گزارش تفسیری مدیریت در هر دو مدل، نتیجه می‌شود تدوین آیین‌نامه گزارش تفسیری مدیریت بر رابطه احساس ریسک گزارش‌های سالانه و نسبت قیمت به سود تأثیر معناداری دارد؛ بنابراین فرضیه فرعی پنجم مورد تأیید قرار می‌گیرد. نتایج به‌دست آمده با یافته‌های کراووت و موسلو، (۲۰۱۳) منطبق می‌باشد.

**فرضیه فرعی ۳-۲:** در دوره بعد از لازم‌الاجرا شدن گزارش تفسیری مدیریت بین سطح احساس ریسک گزارش‌های سالانه و نسبت ارزش بازار حقوق صاحبان سهام رابطه معنی‌دار وجود دارد. نتایج حاصل از آزمون فرضیه فرعی ۳-۲ در جدول ۱۲ ارائه شده است با توجه به معنی‌دار بودن ضریب متغیر گزارش تفسیری مدیریت در هر دو مدل، نتیجه می‌شود تدوین آیین‌نامه گزارش تفسیری مدیریت بر رابطه احساس ریسک گزارش‌های سالانه و نسبت ارزش بازار حقوق صاحبان سهام تأثیر معناداری دارد؛ بنابراین فرضیه فرعی ششم مورد تأیید قرار می‌گیرد. نتایج به‌دست آمده با یافته‌های آبراهام و شریوز، (۲۰۱۴)، والکر، (۱۹۹۵) منطبق می‌باشد.

جدول ۱۰: نتایج آزمون فرضیه فرعی چهارم

$RS_{i,t} = a + \beta_1 TQ_{i,t} + \beta_2 IMR_{i,t} + \beta_3 SIZE_{i,t} + \beta_4 LEV_{i,t} + \beta_5 QR_{i,t} + \beta_6 AGE_{i,t} + \beta_7 ins$ $towner_{i,t} + \beta_8 BSHIP_{i,t} + \beta_9 ATYPE_{i,t} + \varepsilon$				
متغیر	ضریب	انحراف استاندارد	آماره t	احتمال
ضریب ثابت	۰/۰۸۷	۰/۰۱۰	۹/۱۰۵	۰/۰۰۰
کیوتوبین	۰/۰۰۶	۰/۰۰۲	۳//۵۷۱	۰/۰۰۰
گزارش تفسیری مدیریت	۰/۰۰۸	۰/۰۰۳	۳/۰۳۰	۰/۰۰۳
اندازه شرکت	-۰/۰۰۱	۰/۰۰۱	-۱/۶۴۷	۰/۱۰۰
اهرم مالی	-۰/۰۰۵	۰/۰۰۵	-۰/۹۳۵	۰/۳۵۰
نسبت جاری	۰/۰۰۲	۰/۰۰۱	۱/۲۲۰	۰/۲۲۳
سابقه شرکت در بورس	۰/۰۰۰۱	۰/۰۰۰۱	۰/۹۳۷	۰/۳۴۹
درصد مالکیت نهادی	-۰/۰۰۱	۰/۰۰۸	-۰/۱۰۵	۰/۹۱۶
درصد مالکیت عمده	-۰/۰۰۰۳	۰/۰۰۱	-۰/۶۲۹	۰/۵۳۰
نوع حسابرس	-۰/۰۰۲	۰/۰۰۲	-۰/۷۹۹	۰/۴۲۵
ضریب تعیین	۰/۱۲	ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۱۰	
آماره دوربین واتسون		۱/۸۷		
$TQ_{i,t} = a + \beta_1 RS_{i,t} + \beta_2 IMR_{i,t} + \beta_3 SIZE_{i,t} + \beta_4 LEV_{i,t} + \beta_5 QR_{i,t} + \beta_6 AGE_{i,t} + \beta_7 GR_{i,t}$ $+ \beta_8 YEAR + \varepsilon$				
متغیر	ضریب	انحراف استاندارد	آماره t	احتمال
ضریب ثابت	۱/۹۱۲	۰/۷۰۵	۲/۷۱۴	۰/۰۰۷
احساس ریسک	۱/۲۷۶	۰/۳۷۶	۳/۳۹۷	۰/۰۰۱
گزارش تفسیری مدیریت	۰/۰۱۶	۰/۰۰۶	۲/۴۰۷	۰/۰۱۶
اندازه شرکت	۰/۰۲۷	۰/۰۰۸	۳/۴۱۸	۰/۰۰۱
اهرم مالی	-۰/۰۶۸	۰/۰۷۸	-۰/۸۷۱	۰/۳۸۴
نسبت جاری	-۰/۰۷۶	۰/۰۲۱	-۳/۵۸۸	۰/۰۰۰
سابقه شرکت در بورس	-۰/۰۰۱	۰/۰۰۲	-۰/۴۷۱	۰/۶۳۸
نسبت رشد	-۰/۰۳۶	۰/۰۳۶	-۱/۰۰۰	۰/۳۱۷
سال	-۰/۰۱۰	۰/۰۰۸	-۱/۳۱۳	۰/۱۸۹
ضریب تعیین	۰/۲۴	ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۲۱	
آماره دوربین واتسون		۱/۶۷		

جدول ۱۱: نتایج آزمون فرضیه فرعی پنجم

$RS_{i,t} = a + \beta_1 P/E_{i,t} + \beta_2 IMR_{i,t} + \beta_3 SIZE_{i,t} + \beta_4 LEV_{i,t} + \beta_5 QR_{i,t} + \beta_6 AGE_{i,t} + \beta_7 ins$ $towner_{i,t} + \beta_8 BSHIP_{i,t} + \beta_9 ATYPE_{i,t} + \varepsilon$				
متغیر	ضریب	انحراف استاندارد	آماره t	احتمال
ضریب ثابت	۰/۰۸۲	۰/۰۸۷	۰/۹۴۰	۰/۳۴۷
نسبت قیمت به سود	۰/۰۱۲	۰/۱۳۹	۰/۰۸۳	۰/۹۳۴
گزارش تفسیری مدیریت	۰/۰۱۵	۰/۰۰۳	۴/۵۴۲	۰/۰۰۰
اندازه شرکت	-۰/۰۰۰۳	۰/۰۰۲	-۰/۲۱۹	۰/۸۲۷
اهرم مالی	-۰/۰۱۵	۰/۰۰۵	-۳/۲۹۰	۰/۰۰۱
نسبت جاری	۰/۰۰۲	۰/۰۰۲	۰/۷۵۶	۰/۴۵۰
سابقه شرکت در بورس	۰/۰۰۰۲	۰/۰۰۰۱	۱/۵۲۰	۰/۱۲۹
درصد مالکیت نهادی	۰/۰۰۶	۰/۰۵۴	۰/۱۱۳	۰/۹۱۰
درصد مالکیت عمده	-۰/۰۰۰۵	۰/۰۰۱	-۰/۵۲۴	۰/۶۰۰
نوع حسابرس	-۰/۰۰۲	۰/۰۰۳	-۰/۶۰۸	۰/۵۴۳
ضریب تعیین	۰/۱۴	ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۱۱	
آماره دوربین واتسون	۱/۸۴			
$P/E_{i,t} = a + \beta_1 RS_{i,t} + \beta_2 IMR_{i,t} + \beta_3 SIZE_{i,t} + \beta_4 LEV_{i,t} + \beta_5 QR_{i,t} + \beta_6 AGE_{i,t} + \beta_7 GR_{i,t}$ $+ \beta_8 YEAR + \varepsilon$				
متغیر	ضریب	انحراف استاندارد	آماره t	احتمال
ضریب ثابت	۳۶/۸۱۲	۳۱/۰۳۴	۱/۱۸۶	۰/۲۳۶
احساس ریسک	۰/۰۱۳	۰/۰۰۳	۳/۶۷۲	۰/۰۰۰
گزارش تفسیری مدیریت	۰/۰۶۷	۰/۰۳۴	۱/۹۵۷	۰/۰۵۰
اندازه شرکت	-۰/۰۴۹	۰/۰۳۷	-۱/۳۱۸	۰/۱۸۸
اهرم مالی	-۰/۰۰۵	۰/۳۲۱	-۰/۰۱۴	۰/۹۸۹
نسبت جاری	-۰/۰۲۰	۰/۰۷۷	-۰/۲۵۷	۰/۷۹۷
سابقه شرکت در بورس	۰/۰۰۵	۰/۰۰۹	۰/۵۹۳	۰/۵۵۳
نسبت رشد	-۰/۰۳۸	۰/۱۰۲	-۰/۳۷۷	۰/۷۰۶
سال	-۰/۳۶۹	۰/۳۲۳	-۱/۱۴۰	۰/۲۵۴
ضریب تعیین	۰/۱۳	ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۱۰	
آماره دوربین واتسون	۱/۶۴			

جدول ۱۲: نتایج آزمون فرضیه فرعی ششم

$RS_{i,t} = a + \beta_1 \text{Log EM}_{i,t} + \beta_2 \text{IMR}_{i,t} + \beta_3 \text{SIZE}_{i,t} + \beta_4 \text{LEV}_{i,t} + \beta_5 \text{QR}_{i,t} + \beta_6 \text{AGE}_{i,t} + \beta_7 \text{ins towner}_{i,t} + \beta_8 \text{BSHIP}_{i,t} + \beta_9 \text{ATYPE}_{i,t} + \varepsilon$				
متغیر	ضریب	انحراف استاندارد	آماره t	احتمال
ضریب ثابت	۰/۰۸۵	۰/۴۵۷	۰/۱۸۶	۰/۸۵۲
ارزش بازار حقوق صاحبان سهام	۰/۰۰۸	۰/۰۰۲	۳/۲۸۴	۰/۰۰۱
گزارش تفسیری مدیریت	۰/۰۱۴	۰/۰۰۷	۱/۹۷۳	۰/۰۴۹
اندازه شرکت	-۰/۰۰۰۴	۰/۰۰۱	-۰/۶۲۷	۰/۵۳۰
اهرم مالی	-۰/۰۰۶	۰/۰۰۶	-۱/۰۷۵	۰/۲۸۲
نسبت جاری	۰/۰۰۱	۰/۰۰۱	۰/۹۵۲	۰/۳۴۱
سابقه شرکت در بورس	۰/۰۰۰۳	۰/۰۰۱	۰/۴۲۴	۰/۶۷۲
درصد مالکیت نهادی	۰/۰۰۸	۰/۰۰۸	۱/۰۰۳	۰/۳۱۶
درصد مالکیت عمده	-۰/۰۰۴	۰/۰۰۱	-۶/۸۸۸	۰/۰۰۰
نوع حسابرس	-۰/۰۰۱	۰/۰۰۳	-۰/۴۲۰	۰/۶۷۴
ضریب تعیین	۰/۱۶	ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۱۳	
آماره دورین واتسون	۱/۸۳			
$\text{Log EM}_{i,t} = a + \beta_1 \text{RS}_{i,t} + \beta_2 \text{IMR}_{i,t} + \beta_3 \text{SIZE}_{i,t} + \beta_4 \text{LEV}_{i,t} + \beta_5 \text{QR}_{i,t} + \beta_6 \text{AGE}_{i,t} + \beta_7 \text{GR}_{i,t} + \beta_8 \text{YEAR} + \varepsilon$				
متغیر	ضریب	انحراف استاندارد	آماره t	احتمال
ضریب ثابت	۳/۰۹	۱۲/۰۹۹	۰/۲۷۳	۰/۷۸۵
احساس ریسک گزارش‌های سالانه	۰/۵۱۶	۰/۴۴۸	۱۵۱	۰/۲۵۰
گزارش تفسیری مدیریت	۰/۰۰۷	۰/۰۰۲	۳/۳۹۷	۰/۰۰۱
اندازه شرکت	-۰/۰۰۲	۰/۰۱۲	-۰/۱۸۴	۰/۸۵۴
اهرم مالی	-۰/۰۴۷	۰/۱۳۹	-۰/۳۳۶	۰/۷۳۷
نسبت جاری	۰/۰۰۰	۰/۰۳۷	-۰/۰۰۱	۱/۰۰۰
سابقه شرکت در بورس	۰/۰۰۷	۰/۰۰۴	۱/۸۱۱	۰/۰۷۰
نسبت رشد	۰/۰۷۵	۰/۰۱۱	۶/۵۷۸	۰/۰۰۰
سال	۰/۰۲۴	۰/۱۳۵	۰/۱۸۱	۰/۸۵۷
ضریب تعیین	۰/۱۷	ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۱۵	
آماره دورین واتسون	۱/۶۴			

## بحث و نتیجه‌گیری

در این پژوهش به بررسی رابطه سطح احساس ریسک گزارش‌های سالانه شرکت‌های عضو بورس اوراق بهادار تهران با ارزش بازار شرکت به همراه اثر تدوین گزارش تفسیری مدیریت پرداخته شده است. برای اندازه‌گیری احساس ریسک گزارش‌های سالانه مطالعه گسترده‌ای از ادبیات احساس ریسک گزارش‌های سالانه در متون داخلی و خارجی انجام شده است و چک‌لیست کلمات حاوی ریسک حاوی ۱۰۰۰ کلمه تهیه شد. سپس صورت‌های مالی، گزارش فعالیت هیئت‌مدیره و گزارش حسابرس مستقل و بازرس قانونی برای پاسخگویی به پرسش‌ها و اندازه‌گیری سطح احساس ریسک گزارش‌های سالانه بررسی و تحلیل گردید و امتیاز احساس ریسک گزارش‌های سالانه شرکت‌ها محاسبه شد. در این پژوهش تأثیر تدوین گزارش تفسیری مدیریت بر سطح احساس ریسک گزارش‌های سالانه مورد بررسی قرار گرفت و نتایج بیانگر افزایش سطح احساس ریسک بر اثر تدوین گزارش تفسیری مدیریت بود. سپس با استفاده از سیستم معادلات همزمان و انجام آزمون‌های آماری مربوط، رابطه هم‌زمانی سطح احساس ریسک گزارش‌های سالانه و ارزش بازار شرکت به همراه اثر تدوین گزارش تفسیری مدیریت تأیید شد. در تمامی فرضیه‌ها در معادله اول احساس ریسک گزارش‌های سالانه به‌عنوان متغیر وابسته و ارزش شرکت متغیر مستقل و در معادله دوم ارزش شرکت به‌عنوان متغیر وابسته و احساس ریسک گزارش‌های سالانه متغیر مستقل بوده است؛ و تأیید رابطه هم‌زمانی مؤید تطابق با نظریه‌های سهامداران، مالی، علامت‌دهی، همولوژی و اقتصاد نهادی جدید است.

نظریه سهامداران و نظریه علامت‌دهی بیان می‌کند تقاضای بالایی برای افشای شفاف ریسک در گزارش‌های سالانه وجود دارد. وجود هر نوع عدم قطعیت در مدل‌سازی بازارهای مالی و عوامل مؤثر بر آن موجب بروز مقداری احساس ریسک در فرایند تصمیم‌گیری می‌شود. این ریسک قابلیت کاهش انواع معیارهای مالی مثل درآمدها، نقدینگی، ارزش بازار شرکت و ارزش سرمایه و غیره را دارد، بنابراین انتظار می‌رود شرکت‌هایی با احساس ریسک بالا، ارزش بازار کمتری داشته باشند و مطابق با نظریه مالی و اقتصاد نهادی جدید با افزایش ارزش بازار شرکت، سطح احساس ریسک گزارش‌های سالانه کاهش می‌یابد. درنهایت در این پژوهش تأثیر گزارش تفسیری مدیریت بر رابطه سطح احساس ریسک و ارزش بازار شرکت بررسی شد و نتایج نشان داد که رابطه احساس

ریسک گزارش‌های سالانه و ارزش بازار شرکت بعد از تدوین گزارش تفسیری مدیریت تفاوت معناداری نسبت به دوره قبل آن پیدا کرده است.

با توجه به اهمیت احساس ریسک در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری، به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌گردد تا برای استخراج ریسک شرکت‌ها، گزارش‌های مالی را با دقت بیشتری مطالعه کنند و از نتایج این پژوهش برای شناسایی ریسک‌های کمی و کیفی موجود در این گزارش‌ها- درجه اهمیت آن‌ها استفاده نمایند تا با درک بهتر و واقعی‌تر از ریسک‌های موجود، در نهایت تصمیم منطقی اتخاذ نمایند. همچنین به نهادهای قانون‌گذار توصیه می‌گردد در راستای حمایت از سرمایه‌گذاران، شرکت‌ها را به ارائه اطلاعات ریسک در گزارشی جداگانه و برحسب نتایج این پژوهش ملزم نمایند. سرمایه‌گذاران، تحلیلگران و سایر استفاده‌کنندگان از اطلاعات مالی، عامل سطح احساس ریسک را در ارزیابی و پیش‌بینی عملکرد شرکت‌ها در نظر داشته باشند. به پژوهشگران آتی نیز پیشنهاد می‌گردد با در نظر گرفتن رویکرد جدید پژوهش حاضر در مورد محرک‌های احساس ریسک، به بررسی پیامدهای احساس ریسک گزارش‌های سالانه در بازار سرمایه بپردازند.

## یادداشت‌ها

- |                       |                         |
|-----------------------|-------------------------|
| 1. Li                 | 2. Al-Maghzom           |
| 3. Kravet & Muslu     | 4. Abraham & Shrives    |
| 5. Soderstrom & Sun   | 6. Freeman              |
| 7. Hajek et al.       | 8. Linsmeier et al.     |
| 9. Klimczak           | 10. Welker              |
| 11. Elshandidy & Zeng | 12. Zreik & Louhichi    |
| 13. Bowman            | 14. Krippendorff        |
| 15. Abraham & Cox     | 16. Loughran & McDonald |
| 17. Myšková & Hájek   |                         |

## منابع

- اصولیان، محمد؛ تجویزی، الناز و پازوکی، یاسمن. (۱۴۰۰). وجه نقد مازاد، ارزش شرکت و ریسک نقد شوندگی سهام در شرکت‌های دارای فرصت رشد یا محدودیت مالی. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۲۸(۱۰۴)، ۲۴۸-۲۷۳.
- خوش‌خلق، ایرج، و کیلی فرد، حمیدرضا. (۱۴۰۰). تبیین اثر سیاسی و اخلاقی رفتارهای مدیریت بر سطح افشای ریسک در گزارشگری مالی سالانه در شرکت‌های

پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه علمی پژوهشی دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت، ۱۰(۳۸)، ۳۰۱-۳۱۴.

خیام پور، اکبر؛ خردیار، سینا؛ رضایی، فرزین؛ وطن پرست، محمدرضا. (۱۳۹۹). ارزیابی سودمندی در تصمیم افشاء اطلاعات مؤلفه‌های ریسک. مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار، ۱۱(۴۲)، ۴۱۹-۴۴۵.

رهنمای رودپشتی، فریدون؛ ناطق گلستان، احمد و یعقوب نژاد، احمد. (۱۳۹۴). ارائه الگوی ذهنی ادراک ریسک سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری، ۴(۱۳)، ۱۹۵-۲۱۶.

فضیحی، صغری؛ حسینی، سیدعلی و مشایخ، شهناز. (۱۳۹۸). بررسی تأثیر افشای ریسک بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری، ۸(۳۱)، ۳۵۵-۳۷۱.

کمالی اردکانی، محسن و رجیبی قیری، علی. (۱۳۹۴). بررسی آثار روان‌شناختی و عوامل مؤثر بر درک سرمایه‌گذاران از ریسک در بورس اوراق بهادار تهران. سیاست‌های مالی و اقتصادی، ۳(۱۰)، ۱۲۵-۱۴۲.

نمازی، محمد و ابراهیمی میمند، مهدی. (۱۳۹۵). بررسی چگونگی افشای ریسک در گزارش سالانه شرکت‌ها و عوامل مؤثر بر آن. دانش حسابداری مالی، ۳(۲)، ۱-۳۰.

Abraham, S., & Cox, P. (2007). Analyzing the determinants of narrative risk information in UK FTSE 100 annual reports. *The British Accounting Review*, 39(3), 227-248.

Abraham, S., & Shrivs, P. J. (2014). Improving the relevance of risk factor disclosure in corporate annual reports. *The British accounting review*, 46(1), 91-107.

Al-Maghzom, A. (2016). The determinants and consequences of risk disclosure in Saudi banks (Doctoral dissertation, University of Gloucestershire).

Bowman, E. H. (1984). Content analysis of annual reports for corporate strategy and risk. *Interfaces*, 14(1), 61-71.

Elshandidy, T., & Zeng, C. (2022). The value relevance of risk-related disclosure: Does the tone of disclosure matter? *Borsa Istanbul Review*, 22(3), 498-514.

Fasihi, S., Hosseini, S. A., & Mashayekh, S. (2019). The investigation of the effect of risk disclosure on investment efficiency of accepted companies in Tehran stock exchange. *Journal of*

- Investment Knowledge*, 8(31), 355-372. [In Persian].
- Freeman, R.E. (1984), *Strategic Management: A Stakeholder Approach*, Prentice-Hall, Englewood Cliffs, NJ.
- Hajek, P, Olej, V. & Myskova, R. (2014). Forecasting corporate financial performance using sentiment in annual reports for stakeholders' decision-making. *Technological and Economic Development of Economy*, 20(4), 721-738.
- Kamali ardakani, M., Rajabi ghiri, A. (2015). The impact of psychological factors and factors affecting investor's risk perception. *Quarterly Journal of Fiscal and Economic Policies*, 3(10), 125-142. [In Persian].
- Khayampour, A., Kheradvar, S., & Rezaei, F. (2020). Decision usefulness evaluation of risk factor discloser. [In Persian].
- Khoshkholg, I., & Vakilifard, H. (2021). Explaining the effect of political and moral dimensions of management behaviors on the level of risk disclosure in annual financial reporting in companies listed on the Tehran Stock Exchange. *Journal of Management Accounting and Auditing Knowledge*, 10(38), 301-314. [In Persian].
- Klimczak, K. M. (2008). Corporate hedging and risk management theory: evidence from Polish listed companies. *The Journal of Risk Finance*.
- Kravet, T., & Muslu, V. (2013). Textual risk disclosures and investors' risk perceptions. *Review of Accounting Studies*, 18(4), 1088-1122.
- Krippendorff, K. (2018). *Content analysis: An introduction to its methodology*. Sage publications.
- Li, F. (2006). Do stock market investors understand the risk sentiment of corporate annual reports?. *Available at SSRN 898181*.
- Linsley, P. M., & Shrives, P. J. (2005). Examining risk reporting in UK public companies. *The Journal of Risk Finance*.
- Linsmeier, T. J., Thornton, D. B., Venkatachalam, M., & Welker, M. (2002). The effect of mandated market risk disclosures on trading volume sensitivity to interest rate, exchange rate, and commodity price movements. *The Accounting Review*, 77(2), 343-377.
- Loughran, T., & McDonald, B. (2013). IPO first-day returns, offer price revisions, volatility, and form S-1 language. *Journal of Financial Economics*, 109(2), 307-326.
- Myšková, R., & Hájek, P. (2020). Mining risk-related sentiment in corporate annual reports and its effect on financial performance. *Technological and Economic Development of Economy*, 26(6), 1422-1443.



Namazi, M., & EBRAHIMI, M. M. (2016). Studying the disclosure of risk and influential factors on this disclosure. [In Persian]

Osoolian, M., Tajvidi, E., & Pazouki, Y. (2021). Investigating excess cash, firm value and stock liquidity risk in firms with growth opportunities or financial constraints. *Accounting and Auditing Review*, 28(2), 248-273. [In Persian].

performance. *Technological and Economic Development of Economy*, 26(6), 1422-1443.

Rahnamay Roodposhti, F., Nategh Golestan, A., & Yaghoobnezhad, A. (2014). Investigation of risk perception mental model of investors of Tehran Stock Exchange. *Journal of Investment Knowledge*, 4(13)195-216. [In Persian].

Soderstrom, N. S., & Sun, K. J. (2007). IFRS adoption and accounting quality: a review. *European accounting review*, 16(4), 675-702.

Welker, M. (1995). Disclosure policy, information asymmetry, and liquidity in equity markets. *Contemporary accounting research*, 11(2), 801-827.

Zreik, O., & Louhichi, W. (2017). Risk sentiment and firms' liquidity in the French market. *Research in International Business and Finance*, 39, 809-823.