




## The Economic Consequences of Risk Sentiment in Annual Reports Using Dynamic Models

- Akram Taftiyan** \* Assistant Professor, Department of Accounting, Yazd Branch, Islamic Azad University, Yazd, Iran
- Fatemeh Mansuri**  
**Mohammad Abadi**  Ph.D. Student, Department of Accounting, Yazd Branch, Islamic Azad University, Yazd, Iran.
- Akram Abdollahi**  
**Asad Ababdi**  Ph. D. Student, Department of Accounting, Yazd Branch, Islamic Azad University, Yazd, Iran.

### Abstract

The current research has investigated the economic consequences of risk perception in annual reports. This research is functional in terms of result, and in terms of descriptive method, it is correlational and post-event. The statistical population of this research includes all the companies listed in the Tehran Stock Exchange between 2008 and 2021, of which 130 firms were selected as a statistical sample by systematic elimination (1820 observations). In this study, the accounting criterion of company value (rate of return on assets), the market criterion of company value (Tobin's Q) and the economic criterion of company value (added market value) were used to measure the economic outcome. In order to increase the degree of confidence in the results of hypothesis testing, static and dynamic panel data regression method was used. According to the findings, in static modes and using the EViews software, there is a positive relationship between the market measure of the company's value (Tobin's Q) and the economic measure of the company's value (market value added) in both static and dynamic modes with the sense of risk in annual reports. But there is no significant relationship between the accounting measure of company value (rate of return on assets) and the sense of risk in annual reports.

**Keywords:** Risk Sentiment, Annual Reports, Economic Consequences of Risk Sentiment, Dynamic Models.


\* Corresponding Author: Taftyan@iauyazd.ac.ir

**How to Cite:** Taftiyan, A., Mansuri Mohammad Abadi, F., Abdollahi Asad Ababdi, A. (2023). The Economic Consequences of Risk Sentiment in Annual Reports Using Dynamic Models, *Empirical Studies in Financial Accounting*, 19(76), 161-187.


## پیامد اقتصادی احساس ریسک در گزارش‌های سالانه با استفاده از مدل پویا

اکرم تفتیان  \*

استادیار، گروه حسابداری، واحد یزد، دانشگاه آزاد اسلامی، یزد، ایران.

فاطمه منصوری محمدآبادی 

دانشجوی دکتری حسابداری، واحد یزد، دانشگاه آزاد اسلامی، یزد، ایران.

اکرم عبدالهی اسدآبادی 

دانشجوی دکتری حسابداری، واحد یزد، دانشگاه آزاد اسلامی، یزد، ایران.

### چکیده

پژوهش حاضر به بررسی پیامد اقتصادی احساس ریسک در گزارش‌های سالانه پرداخته است؛ که از نظر نتیجه، کاربردی، از نظر روش توصیفی از نوع همبستگی و پس رویدادی است. جامعه آماری این پژوهش شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۸۷ الی ۱۴۰۰ است که به روش حذف سیستماتیک ۱۳۰ شرکت به عنوان نمونه آماری انتخاب شده است (۱۸۲۰ مشاهده). در پژوهش حاضر برای سنجش پیامد اقتصادی از معیارهای حسابداری ارزش شرکت (نرخ بازده دارایی‌ها)، معیار بازار ارزش شرکت (کیوتوبین) و معیار اقتصادی ارزش شرکت (ارزش افزوده بازار) استفاده شده است. به منظور افزایش درجه اطمینان نسبت به نتایج حاصل از آزمون فرضیات، از روش پیشرفته گشتاورهای تعمیم یافته (GMM) استفاده شد. طبق یافته‌های پژوهش، در حالت پویا و با بهره‌گیری از نرم افزار Eviews نشانگر آن است که بین معیار بازار ارزش شرکت (کیوتوبین) و معیار اقتصادی ارزش شرکت (ارزش افزوده بازار) در حالت پویا با احساس ریسک گزارش‌های سالانه رابطه مثبت وجود دارد ولی بین معیار حسابداری ارزش شرکت (نرخ بازده دارایی‌ها) و احساس ریسک گزارش‌های سالانه رابطه معناداری وجود ندارد.

**کلیدواژه‌ها:** احساس ریسک، گزارش‌های سالانه، پیامد اقتصادی احساس ریسک، مدل‌های پویا.

## مقدمه

امروزه شرکت‌ها در محیط پیچیده‌ای فعالیت می‌کنند که در این شرایط برای دستیابی به اهداف خود و کاهش اثر نامطلوب نوسانات، برای مدیریت ریسک‌هایی که با آن مواجه‌اند، اهمیت زیادی قائل هستند. ماهیت کسب‌وکار خدمات مالی پذیرش ریسک است و بدون پذیرش ریسک قادر به سودآوری و رشد نیستند (استادی و تدریسی پژو، ۱۳۹۸). گزارش ریسک مجموعه‌ای از اطلاعات سازمان است که در صورت‌های مالی افشاشده و حاوی برآورد، قضاوت، ارتباط ارزشی، انگیزه‌های پوشش ریسک است که هر مورد دارای پیامد یا اثرات اقتصادی مشخصی است و بر انتظارات سهامداران و هزینه‌های تأمین مالی اثرگذار است (رحمانی، سلیمانی و طاهری، ۱۴۰۰). (Beretta & Bozzolan, 2004) احساس ریسک را به‌عنوان اطلاعات مربوط به استراتژی‌ها، ویژگی‌ها، عملیات و سایر عوامل خارجی شرکت‌ها تعریف کرده‌اند که پتانسیل تأثیرگذاری بر نتایج مورد انتظار را دارند. اجرای قوانین و مقررات ممکن است پیامدهای مساعد و نامساعدی را برای اقتصاد و جامعه به همراه داشته باشند. می‌توان پیامدهای اقتصادی را به‌عنوان اثرات مالی و اقتصادی گزارش‌های مالی بر رفتار تصمیم‌گیری واحد تجاری، دولت، سرمایه‌گذاران، اعتباردهندگان و سایر اشخاص ذی‌حق، ذی‌نفع و ذی‌علاقه تعریف کرد؛ بنابراین گزارش‌های مالی می‌توانند بر تصمیم‌های واقعی مدیران و سایر اشخاص طرف قرارداد شرکت و همچنین بر میزان ارزش و ریسک شرکت اثرگذار باشند و منتهی به تسلیم مجدد ثروت میان مصرف‌کنندگان و سرمایه‌گذاران در اقتصاد گردند (نیکو مرام و همکاران، ۱۳۹۳). بر اساس تئوری نمایندگی و تئوری عدم تقارن اطلاعات، مدیران انگیزه دارند تا سطوح بالاتری از افشای ریسک را تنها در صورتی ارائه دهند که ساختار مالکیت به‌طور گسترده پراکنده باشد تا عدم تقارن اطلاعات ناشی از فشار خارجی را کاهش دهد. (Myšková & Hájek, 2020). ارزش یک شرکت بر اساس تصمیم سهامداران تعیین می‌شود و آن‌ها برای قیمت‌گذاری به اطلاعات نیاز دارند؛ بنابراین، مدیران به‌صورت داوطلبانه یا اجباری اطلاعات را برای تأثیرگذاری بر بازار افشا می‌کنند. (Gordon et al

(2010) بیان می‌کنند که بر اساس تئوری علامت‌دهی، مدیر شرکت قادر خواهد بود پیامدهای اقتصادی را با افشاگری کنترل کند. همچنین آن‌ها استدلال می‌کنند که تحت عملکرد خوب شرکت، احساس ریسک عدم اطمینان جریان‌های نقدی و محیط اقتصادی را کاهش می‌دهد که بر هزینه سرمایه و ثبات مالی شرکت تأثیر می‌گذارد. احساس ریسک و گزارش دهی اطلاعات ریسکی می‌تواند یک تهدید یا فرصت باشد زیرا می‌تواند وضعیت حاکمیت شرکتی و عملکرد مدیریت خوب یا بد را منعکس کند که بر عملکرد آتی شرکت تأثیر دارد. (Abraham, & Shrivives, 2014) بیان می‌کنند که احساس ریسک در نهایت منجر به افزایش هزینه‌ها و عدم تقارن اطلاعاتی می‌شود و تأثیر منفی بر انتظارات سهامداران خواهد داشت و برای شرکت‌ها پیامدهای اقتصادی دارد و بر هزینه تأمین مالی مؤثر است از جمله این پیامدها می‌توان به بهبود نقد شوندگی سهام در بازار سرمایه، کاهش هزینه سرمایه‌ی شرکت‌ها و افزایش توان پیش‌بینی استفاده‌کننده از اطلاعات اشاره نمود که این موارد نیز در نهایت منتهی به افزایش ارزش شرکت می‌گردد. در حقیقت پیامد اقتصادی مهم احساس ریسک، تأثیر آن بر هزینه سرمایه است (Kelly & Ljungqvist, 2012). (Heinle & Smith, 2017) نشان می‌دهند که احساس ریسک بر کاهش هزینه‌های سرمایه به دلیل کاهش عدم قطعیت حقوق صاحبان سهام تأثیر می‌گذارد. همچنین مطالعات نشان می‌دهند که مدیران بر این باورند که احساس ریسک بر ثبات تأثیر می‌گذارد و پیامدهای اقتصادی برای شرکت‌های موجود در بازار سرمایه مانند کاهش یا افزایش هزینه سرمایه دارد (Kravet & Muslu, 2013).

در پژوهش حاضر برای اندازه‌گیری پیامدهای اقتصادی احساس ریسک گزارش‌های سالانه از معیارهای حسابداری ارزش شرکت (نرخ بازده دارایی‌ها)، معیار بازار ارزش شرکت (کیوتوین) و معیار اقتصادی ارزش شرکت (ارزش افزوده بازار) استفاده شده است. با آنکه پژوهش‌های داخلی متعدد (مانند خوش‌خلق و طالب‌نیا، ۱۴۰۰؛ خوش‌خلق و وکیلی‌فرد، ۱۴۰۰؛ فصیحی و همکاران، ۱۳۹۸؛ نمازی و ابراهیمی میمند، ۱۳۹۵) به بررسی افشای ریسک شرکت‌های بورسی پرداخته‌اند و نیز پژوهش‌های خارجی فراوانی از جمله

(Elzahar et al, 2015؛ Myšková & Hájek, 2020؛ Borggreve, 2022)؛  
Shi et al, 2011؛ Miihkinen, 2013) احساس ریسک و ادراک ریسک گزارش‌های  
سالانه را مورد بررسی قرار داده‌اند؛ اما آن‌ها پیامد اقتصادی احساس ریسک در گزارش‌های  
سالانه را مدنظر قرار نداده‌اند. از این جهت، پژوهش‌های فوق‌توان پاسخ دادن به فرضیات  
اساسی مطرح در خصوص پیامد اقتصادی احساس ریسک را ندارند. لذا این پژوهش  
دارای نوآوری است و از چند جنبه می‌تواند ارزش افزوده علمی داشته باشد: اولاً در  
مطالعات پژوهشی در ایران، احساس ریسک گزارش‌های سالانه مورد توجه پژوهشگران  
قرار نگرفته است، لذا با تشریح کامل این موضوع مخصوصاً اینکه در چه مواردی مدیران به  
سمت احساس ریسک گرایش پیدا می‌کنند در بازار سرمایه ایران اهمیت دارد؛ دوم آنکه  
به توسعه ادبیات نظری این حوزه، با ارائه تصویری از نحوه مدیریت مدیران از طریق  
گزارش ریسک در گزارش‌های سالانه کمک می‌نماید؛ چراکه در اکثر مطالعات اخیر، تنها  
به مباحثی از جمله ریسک، افشای ریسک، مدیریت ریسک پرداخته‌اند. سوم اینکه مطالعه  
مشابهی در محیط اقتصادی ایران در خصوص بررسی پیامد اقتصادی احساس ریسک در  
گزارش‌های سالانه انجام نشده است. استفاده از مدل پویا می‌تواند منجر به نتایج تحلیلی  
قوی‌تر شود؛ بنابراین در این پژوهش از روش پیشرفته گشتاورهای تعمیم‌یافته (GMM)  
استفاده شده که تفاوت معادلات رگرسیونی ایستا و پویا در وجود وقفه متغیر وابسته - است.  
وجود این متغیر در معادلات بیانگر پویایی مدل تعدیل‌شده نسبت به حالت ایستا است.  
لحاظ متغیر وابسته با وقفه در مدل همراه با اثرات مقاطع به دلیل ارتباط بین این دو، موجب  
می‌شود که در فضای پانل دیتا استفاده از روش حداقل مربعات معمولی برای برآورد  
پارامترها منجر به اریب در برآورد شود. روش GMM تخمین زنده قدرتمندی است که  
برخلاف روش حداقل راسنمایی نیاز به اطلاعات دقیق توزیع جملات ندارد که این روش  
مبتنی بر این فرض است که جملات اخلال در معاملات با مجموعه متغیرهای ابزارهای غیر  
همبسته می‌باشند. مدل‌های اثرات ثابت یا تصادفی به لحاظ آنکه ممکن است جمله خطا با  
متغیرهای تأخیری، همبستگی داشته باشد، می‌تواند منجر به ارائه برآورد کننده ناسازگار و

یا تورش شود هنگامی که در مدل داده‌های تلفیقی، متغیر وابسته به صورت وقفه در سمت راست مدل ظاهر می‌شود دیگر برآورد OLS سازگار نخواهد بود (همتی آسیابرکی و همکاران، ۱۳۹۴)؛ بنابراین مسئله اصلی پژوهش حاضر این است که بین معیارهای حسابداری ارزش شرکت (نرخ بازده دارایی‌ها)، معیار بازار ارزش شرکت (کیوتوبین) و معیار اقتصادی ارزش شرکت (ارزش افزوده بازار) با احساس ریسک گزارش‌های سالانه با رویکرد پویا چه ارتباطی وجود دارد؟

در بخش دوم و سوم پژوهش به مبانی نظری و بسط فرضیه‌های پژوهش و همچنین پیشینه پژوهش پرداخته می‌شود. همچنین در بخش‌های چهارم و پنجم روش پژوهش و یافته‌های پژوهش تبیین می‌گردد. در بخش ششم نتایج مورد بحث و نتیجه‌گیری قرار می‌گیرد در بخش هفتم نیز به بیان پیشنهادهای حاصل از نتایج پژوهش، پیشنهاد برای پژوهش‌های آتی و محدودیت‌های پژوهش پرداخته شده است.

### پیشینه پژوهش

از موارد مهم افشا که بر کارایی و ارزش شرکت‌ها تأثیرگذار است، افشا اطلاعات ریسک در گزارش‌های مالی سالانه شرکت‌ها می‌باشند (Slovic et al, 1981)؛ بنابراین هرگونه اطلاعات مرتبط با ریسک شرکت برای سرمایه‌گذاران مفید است. افشای ریسک دارای پیامد اقتصادی است. از جمله این پیامدهای اقتصادی افشای اطلاعات، تأثیر بر کارایی و ارزش سرمایه‌گذاری است (Miihkinen, 2013). مزایای بالقوه گزارش ریسک شامل ارائه اطلاعات در مورد استراتژی ریسک، شناسایی پایداری و نوسانات جریان‌های نقدی است. ادراک اقتصادی مفهومی گسترده‌تر از تصورات و انتظارات سرمایه‌گذاران بازار سهام است، زیرا موضوعات مربوط به رشد اقتصادی و چشم‌انداز اشتغال، مصرف، پس‌انداز و سرمایه‌گذاری را در برمی‌گیرد. تئوری محدودیت‌های تأمین مالی، رابطه بین رفتار سرمایه‌گذاران شرکت‌ها و قیمت سهام را تأیید کرد. با توسعه مالی رفتاری، پژوهش‌ها شروع به تمرکز بر نوسانات قیمت دارایی می‌کنند که ناشی از احساسات سرمایه‌گذار و تأثیر آن بر رفتار سرمایه‌گذاران شرکت است. (Marston & Shrivs, 1996). تعداد

زیادی از تئوری‌های مالی رفتاری نشان داده‌اند که احساسات سرمایه‌گذار از طریق بازار سهام و رفتارهای مدیران بر رشد تأثیر می‌گذارد. از یک‌سو، احساسات مثبت سرمایه‌گذاران، قیمت سهام را از طریق افزایش تقاضای سهام افزایش می‌دهد و هزینه‌های تأمین مالی شرکت را کاهش می‌دهد. از سوی دیگر، عملکرد خوب بازار سهام می‌تواند اعتماد به نفس مدیران را افزایش دهد. در مقایسه با تصمیم‌گیرندگان منطقی، آن‌ها مایل به سرمایه‌گذاری در پروژه‌های با ریسک بالا هستند؛ بنابراین، اطمینان مناسب می‌تواند ریسک اجتناب از آن‌ها و هزینه‌های نمایندگی را کاهش دهد؛ اما مدیرانی که بیش از حد اعتماد به نفس دارند، ریسک پروژه بالایی را متحمل می‌شوند (Shi et al, 2011) چندین نظریه برای توضیح انگیزه مدیران برای افشای ریسک اطلاعات مطرح شده است. در میان آن‌ها تئوری‌های افشای ریسک قابل توجه است. این نظریه‌ها را می‌توان به دودسته عمده تقسیم کرد: (۱) نظریه نظارتی و (۲) نظریه‌های مشوق‌های مدیریت. دسته اخیر شامل نظریه نمایندگی، نظریه علامت‌دهی، نظریه هزینه‌های سیاسی و نظریه نیازهای سرمایه است (Nezhad et al, 2014). (Dobler (2008) دلایل اصلی مدیرانی را که افشای ریسک را انجام نمی‌دهند، مورد بحث قرار می‌دهد. این دلایل شامل اطلاعات تأیید نشده و تهدید به ضررهای اقتصادی است. عمدتاً به دلیل وجود چنین عواملی است که افشای داوطلبانه ریسک دلسردکننده است، بنابراین قانون‌گذاران انگیزه دارند تا افشای ریسک را الزامی کنند تا اطمینان حاصل شود که سرمایه‌گذاران به اندازه کافی مطلع هستند. Linsley & Shrivs (2005) رابطه بین افشای ریسک و نظریه نمایندگی را مورد بحث قرار می‌دهند. مطالعه آن‌ها نشان می‌دهد که تضاد بین نمایندگان و مدیران ممکن است به سطح اطلاعات مورد نیاز برای افشای ریسک نسبت داده شود. مدیران ممکن است اطلاعات محدودی در مورد ریسک یک شرکت و نحوه برخورد مدیران با آن‌ها دریافت کنند. در نتیجه، تصور می‌شود که این امر ممکن است مدیران را تشویق به نظارت بر عملکرد مدیریت کند تا اطمینان حاصل شود که بر اساس منافع خود عمل می‌کنند. این می‌تواند فشاری را بر مدیریت وارد کند تا آن‌ها اطلاعات ریسک بیشتری را به‌طور داوطلبانه افشا کنند تا مدیران

را راضی کند. (Linsley & Shrivs (2005) این موضع را دارند که همانند نظریه نمایندگی، نظریه علامت‌دهی به‌طور کلی برای توضیح واکنش مدیران نسبت به افشای داوطلبانه ریسک مناسب است. طبق نظریه نیازهای سرمایه شرکت‌ها تمایل دارند اطلاعات را به‌صورت داوطلبانه باهدف افزایش سرمایه «با کمترین هزینه ممکن» افشا کنند. عمل افشای ریسک بیشتر باید در تئوری منجر به تخصیص کارآمد سرمایه در بازار شود که در نتیجه می‌تواند به بازار سهام در ارزیابی و قیمت‌گذاری مناسب‌تر سهام کمک کند. (AI- Maghzom et al, 2016). بر اساس تئوری علامت‌دهی، شرکت‌های بزرگ بیشتر از شرکت‌های کوچک به منابع مالی خارجی متکی هستند. این باعث می‌شود که آن‌ها انگیزه بیشتری برای افشای ریسک داشته باشند تا اطمینان حاصل شود که سیگنال مثبتی به سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان آن‌ها داده می‌شود و آن‌ها شرکت را قادر به مدیریت ریسک می‌دانند (Marston & Shrivs, 1996). یافته مشابهی در مطالعه‌ای توسط Linsley & Shrivs (2003) به دست آمد. آن‌ها در مطالعه خود، نشان داده‌اند که مدیران شرکت‌های بزرگ ترجیح می‌دهند اطلاعات ریسک بیشتری را در مقایسه با شرکت‌های کوچک افشا کنند و این کار را به‌گونه‌ای انجام می‌دهند که توانایی شرکت خود را در مدیریت ریسک به بازار نشان دهند و همچنین نشان دهند خود توانایی مدیریتی در مدیریت ریسک را دارند.

Borggreve (2022) به بررسی اثرات احساسات گزارش سالانه بر بازده سهام از تکنیک‌های پردازش زبان طبیعی برای تحلیل روایت‌های گزارش سالانه استفاده کرده است. نتایج نشان داد که احساس گزارش‌های سالانه راه مناسبی برای بهبود تصمیم‌گیری برای سرمایه‌گذاران است. از نتایج مشخص شده است که وقتی در مورد احساسات گزارش سالانه آموزش داده می‌شود، یک الگوریتم یادگیری ماشینی قادر است قیمت سهام شرکت‌هایی را که گزارش‌های سالانه منتشر می‌کنند به سهام بازده غیرعادی مثبت و منفی طبقه‌بندی کند.

Myšková & Hájek (2020) با استفاده از لیست کلمات خاص 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 استخراج‌شده، به‌عنوان شاخصی از ریسک‌های مالی ارائه داد و نشان نمود احساس ریسک بر عملکرد مالی اثرگذار است.

خوش‌خلق و طالب‌نیا (۱۴۰۰) لغاتی را به‌عنوان لغات کلیدی برای ریسک در نظر گرفتند و آن‌ها را از طریق تحلیل محتوا از متن استخراج کرده و تکرار آن‌ها را به‌عنوان شاخص افشا ریسک برای هر شرکت در نظر گرفتند. نتایج نشان داد شاخص کیفیت گزارشگری مالی، راهبری شرکتی و کیفیت حسابرسی اثر مثبت معناداری بر افشای ریسک در گزارشگری مالی سالانه دارند.

عبدالله زاده و امین (۱۳۹۹) به بررسی نقش نگرش، هنجار ذهنی، کنترل رفتاری ادراک‌شده، تعهد اخلاقی و ادراک ریسک در تمایل به حسابداری و گزارشگری پایداری شرکتی پرداخته‌اند. یافته‌های پژوهش نشان داد که نگرش، هنجار ذهنی، کنترل رفتاری ادراک‌شده، تعهد اخلاقی تأثیر مثبتی بر تمایل به اجرای حسابداری و گزارشگری پایداری دارد درحالی‌که تأثیر معنادار ادراک ریسک مدیران و حسابداران شرکت‌ها بر تمایل به حسابداری و گزارشگری پایداری مشاهده نشده است.

فصیحی و همکاران (۱۳۹۸) 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.

### فرضیه تحقیق

بین معیارهای حسابداری ارزش شرکت (نرخ بازده دارایی‌ها)، معیار بازار ارزش شرکت (کیوتوبین) و معیار اقتصادی ارزش شرکت (ارزش‌افزوده بازار) و احساس ریسک گزارش‌های سالانه رابطه معناداری وجود دارد.

## روش

این پژوهش بر اساس طبقه‌بندی بر مبنای هدف، کاربری است و از لحاظ طبقه‌بندی برحسب روش از نوع توصیفی-همبستگی و با استفاده از رویکرد پس رویدادی، انجام شده است. برای جمع‌آوری داده‌ها و اطلاعات پژوهش به روش اسناد کاوی از روش میدانی و پایگاه‌های اطلاعاتی بورس اوراق بهادار تهران، سامانه جامع اطلاع‌رسانی ناشران (کدال) و نرم‌افزار ره‌آورد نوین استفاده شده است. برای بررسی سطح احساس ریسک از گزارش فعالیت هیئت‌مدیره، گزارش تفسیری مدیریت و یادداشت‌های همراه صورت‌های مالی از روش تحلیل محتوا استفاده شد. به‌منظور آزمون فرضیه‌های پژوهش از رویکرد مدل پویا جهت برآورد مدل‌های مرتبط با فرضیه‌ها بهره گرفته شده است. تفاوت اصلی رویکرد مدل ایستا و پویا در روش برآورد مدل است. مدل ایستا تنها توانایی بررسی اثر جاری متغیر مستقل و کنترلی بر روی متغیر وابسته را دارد که برای برآورد، از رگرسیون پانل دیتا اثرات ثابت یا تصادفی بهره می‌برد اما رویکرد پویا از تکنیک پانل پویا مبتنی بر روش گشتاورهای تعمیم‌یافته آرلانو و باندا<sup>۱</sup> استفاده می‌نماید. این روش چند ویژگی خاص داشته که باعث پویایی مدل می‌شود؛ این ویژگی‌ها استفاده از گشتاور در محاسبات و بررسی اثرات گذشته متغیر مستقل بر دوره جاری متغیر وابسته است. همچنین اثر وقفه متغیر وابسته در مدل باعث حذف اثر تاریخی متغیر وابسته بر روی خودش می‌شود (کفاش پور یزدی و همکاران، ۱۴۰۰؛ مرادی و همکاران، ۱۳۹۶). به کار بردن روش GMM پانل دیتای پویا مزیت‌های همانند حذف تورش‌های موجود در رگرسیون‌های مقطعی است که نتیجه آن تخمین‌های دقیق‌تر، با کارایی بالاتر و هم خطی کمتر در GMM پانل دیتای پویا خواهد بود (گرایی نژاد و همکاران، ۱۳۹۳). در پژوهش حاضر از رویکرد پویا استفاده شده است تا اثر دوره گذشته متغیرهای وابسته بر دوره جاری مشخص شود.

جامعه آماری این پژوهش، شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۷ تا سال ۱۴۰۰ (دوره ۱۴ ساله) است. نمونه مورد مطالعه این پژوهش، متشکل

از کلیه شرکت‌های موجود در جامعه آماری است که حائز معیارهای جدول زیر باشند. در نتیجه اعمال شرایط زیر، ۱۳۰ شرکت و یا ۱۸۲۰ سال-شرکت از جامعه آماری با استفاده از روش حذف سیستماتیک جهت انجام آزمون‌ها انتخاب شدند.

جدول ۱. نحوه انتخاب نمونه آماری

تعداد	تعداد	شرح
۳۷۷		کل شرکت‌های موجود در بانک اطلاعاتی تا پایان سال ۱۳۹۹
	(۵۲)	شرکت‌هایی که طی دوره پژوهش در حالت تعلیق بوده و یا از بورس تهران خارج شده‌اند.
	(۵۵)	شرکت‌هایی که سال مالی آن‌ها به پایان اسفند ختم نمی‌شود و یا تغییر سال مالی داده‌اند.
	(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.
	۲۴۷	تعداد مشاهدات پرت
۱۳۰		کل نمونه آماری قابل آزمون با در نظر گرفتن پیش‌فرض‌ها

### مدل پژوهش

مدل فرضیه پژوهش به صورت زیر می‌باشد:

$$RS_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 RS_{i,t-1} + \beta_2 ROA_{i,t} + \beta_3 TQ_{i,t} + \beta_4 MVA_{i,t} + \beta_5 BSIZE_{i,t} + \beta_6 IND_{i,t} + \beta_7 ATYPE_{i,t} + \beta_8 GOSHIP_{i,t} + \beta_9 LEVE_{i,t} + \beta_{10} FSIZE_{i,t} + \beta_{11} LQ_{i,t} + \beta_{12} SALEGTH_{i,t} + \beta_{13} ROE_{i,t} + \varepsilon$$

### تعریف عملیاتی متغیرها

احساس ریسک (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 (Bowman, 1984). (Krippendorff (2018). تجزیه و تحلیل محتوا را به عنوان یک تکنیک پژوهش‌های برای استنتاج قابل تکرار و معتبر از داده‌ها ارائه می‌کند. علاوه بر این، Bowman (1984) 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، (2007) Abraham & Cox 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. (2013) Loughran & McDonald 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 (2013) McDonald استفاده کرده‌اند تا کلمات را به دسته‌های مالی، منفی، مثبت، قانونی و سیستماتیک طبقه‌بندی کنند. تمام مراحل ذکرشده در بالا در این پژوهش حاضر اتخاذشده است. به‌منظور اندازه‌گیری احساسات ریسک، فهرست‌های واژه‌ای در نظر گرفته‌شده است که توسط (2020) Myšková & Hájek، (2006) Li و (2007) Abraham & Cox استفاده‌شده‌اند 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 در هستی‌شناسی (WordNet) جستجو کردیم تا مترادف آن‌ها را نیز در برگیرد. درنهایت، از سه متخصص در حوزه ریسک مالی خواسته‌شده است تا فهرست کلمات را بررسی کرده و هر کلمه را با برجسب‌های 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 قابل‌اعتماد باشد (Linsley &

Shrives(2005) 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 پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تهیه شده است. برای تهیه این لغت‌نامه ابتدا فایل‌های مربوطه 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 هریک 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:

$$RS = \frac{\text{تعداد کلمات احساس ریسک}}{\text{تعداد کل کلمات گزارش}}$$

رابطه ۱

### پیامد اقتصادی

ارزش افزوده بازار (ارزش افزوده بازار از کسر نمودن ارزش دفتری سرمایه شرکت از ارزش بازار آن به دست آمده است)، نرخ بازده دارایی (از حاصل تقسیم سود خالص به مجموع دارایی‌های شرکت به دست می‌آید)، کیوتوبین (از رابطه‌ی نسبت ارزش بازار به دفتری شرکت در انتهای دوره محاسبه می‌شود) (نیکومرام و همکاران، ۱۳۹۳؛ Elzahar et al., 2015).

در پژوهش حاضر متغیرهای کنترلی بر اساس مقاله (Alzead, 2017) انتخاب و اندازه‌گیری شده‌اند:

اندازه هیئت‌مدیره: بر اساس تعداد اعضای هیئت‌مدیره محاسبه شده است. رتبه حسابرس: در صورتی که موسسه حسابرسی دارای رتبه الف (بر اساس طرح طبقه‌بندی سازمان بورس اوراق بهادار تهران) باشد عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر به آن تعلق می‌گیرد. اندازه شرکت: برحسب لگاریتم طبیعی ارزش بازار سهام شرکت در پایان سال محاسبه شده است. اهرم مالی: از تقسیم مجموع بدهی‌ها به دارایی‌های شرکت نمونه به دست آمده است. سودآوری: از تقسیم سود خالص بر جمع کل دارایی شرکت نمونه به دست آمده است. نقدینگی: از تقسیم مجموع وجوه نقد و سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت بر دارایی شرکت به دست آمده است. رشد فروش: از نسبت فروش سال جاری به سال قبل منهای یک عدد محاسبه شده‌اند. مالکیت دولتی: برابر درصد سهام نگهداری شده توسط دولت از کل سهام سرمایه است. استقلال هیئت‌مدیره برحسب درصد اعضای غیرموظف هیئت‌مدیره حاصل می‌شود که از نسبت اعضای غیرموظف (مستقل) هیئت‌مدیره به کل اعضای هیئت‌مدیره به دست آمده است (Alzead, 2017).

## نتایج و تجزیه و تحلیل یافته‌ها

### نتایج آمار توصیفی

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.

جدول ۲. نتایج آمار توصیفی

نام متغیر	نماد	میانگین	میانه	انحراف معیار	حداقل	حداکثر
اندازه هیئت‌مدیره	BFSIZE	۵/۰۴۳	۵/۰۰۰	۰/۲۵۷	۴/۰۰۰	۷/۰۰۰
اندازه شرکت	FFSIZE	۱۴/۳۹۰	۱۳/۹۹۲	۲/۱۷۵	۹/۹۵۰	۲۵/۲۲۵
مدیران مستقل	IND	۰/۶۴۹	۰/۶۰۰	۰/۱۵۲	۰/۰۰۰	۱/۰۰۰
مالکیت دولتی	INSTOWNER	۰/۵۷۵	۰/۵۹۸	۰/۱۴۲	۰/۰۷۷	۰/۹۴۵

نام متغیر	نماد	میانگین	میان	انحراف معیار	حداقل	حداکثر
اهرم مالی	LEVE	۰/۵۵۳	۰/۵۷۰	۰/۲۰۱	۰/۰۱۵	۱/۰۰۳
نقدینگی	LQ	۰/۰۷۵	۰/۰۳۶	۰/۱۱۷	۰/۰۰۰	۰/۹۴۹
ارزش افزوده بازار	MVA	۶۴۹۱	۹۰۰	۲۲۵۷۵	-۷۵۳۹۶	۹۵۲۷۶
نرخ بازده دارایی‌ها	ROA	۰/۱۰۲	۰/۰۸۸	۰/۱۳۴	-۰/۷۹۰	۰/۶۲۷
سودآوری	ROE	۰/۲۹۰	۰/۲۵۸	۰/۲۹۱	-۰/۹۷۲	۰/۹۵۹
احساس ریسک	RS	۰/۰۸۰	۰/۰۷۸	۰/۰۴۳	۰/۰۰۷	۰/۸۳۰
رشد فروش	SALEGTH	۰/۱۸۱	۰/۱۳۹	۰/۳۶۰	-۰/۷۴۰	۲/۴۹۹
کیوتوبین	Tobin's Q	۱/۲۹۲	۱/۱۸۳	۰/۶۸۹	۰/۱۴۷	۷/۷۰۹

جدول ۳. آمار توصیفی متغیرهای مجازی

نام متغیر	نماد متغیر	تعداد عدد یک	تعداد عدد صفر	جمع مشاهدات
نوع حسابرس	ATYPE	۵۵۲	۱۱۳۸	۱۶۹۰

نتایج نشان داده برای متغیر نوع حسابرس تعداد مواردی که کد یک گرفته شامل ۵۵۲ مشاهده (سال - شرکت) و تعداد مواردی که کد صفر گرفته شامل ۱۱۳۸ مشاهده می‌باشد.

### نتایج آزمون فرضیه‌ها

برای بررسی معنی‌داری و اعتبار برآوردگر GMM از آزمون سارگان و هانسن آماره J-(Statistic) و عدم وجود خودهمبستگی مرتبه دوم (AR2) در پسماندها (آزمون آرانو و بند (آماره M) استفاده می‌شود؛ اگر جزء اخلاص دارای همبستگی پیاپی مرتبه اول بوده و همبستگی پیاپی مرتبه دوم نداشته باشد، روش GMM از اعتبار لازم برخوردار است (کفاش پور یزدی و همکاران، ۱۴۰۰).

### آزمون اعتبار ابزارها و همبستگی سریالی جملات خطا در رویکرد GMM

از آزمون J هانسن جهت اعتبار ابزارها استفاده می‌شود. فرضیه صفر برای این آزمون این است که ابزارها معتبر هستند. مقدار سطح معنی‌داری آزمون J برابر ۳۰ می‌باشد و بیشتر از سطح خطای ۰/۰۵ است، در نتیجه فرض صفر آزمون (معتبر بودن ابزارها) پذیرفته می‌شود و



می‌توان گفت که متغیرهای ابزاری استفاده‌شده در این مدل مناسب هستند. همچنین نتایج دو آزمون همبستگی سریالی مرتبه اول و دوم نشان داد مقدار سطح معنی‌داری آماره آزمون همبستگی سریالی مرتبه دوم بیشتر از  $0/05$  می‌باشد، در نتیجه فرض صفر پذیرفته می‌شود که نشان داد همبستگی سریالی مرتبه دوم در جملات خطا وجود ندارد. همچنین مقدار سطح معنی‌داری آماره آزمون همبستگی سریالی مرتبه اول کمتر از  $0/05$  است، لذا وجود همبستگی سریالی مرتبه اول تأیید می‌شود؛ بنابراین، می‌توان گفت مرتبه خودهمبستگی جملات اخلال، از مرتبه یک بوده و مدل برآورد شده با تفاضل وقفه دار مرتبه اول مدل مناسبی است.

فرضیه (۱): بین معیارهای حسابداری ارزش شرکت (نرخ بازده دارایی‌ها)، معیار بازار ارزش شرکت (کیوتوبین) و معیار اقتصادی ارزش شرکت (ارزش‌افزوده بازار) و احساس ریسک گزارش‌های سالانه رابطه معناداری وجود دارد.

نتایج آزمون فرضیه اول با رویکرد GMM در جدول ۴ ارائه شده است.

همان‌طور که مشاهده می‌شود مقدار سطح معنی‌داری آماره  $t$  برای متغیرهای پیامد اقتصادی شامل نرخ بازده دارایی‌ها، کیوتوبین و ارزش‌افزوده بازار، کمتر از سطح خطای  $0/05$  است، لذا فرض عدم وجود رابطه بین پیامد اقتصادی و احساس ریسک رد می‌شود و در نتیجه بین پیامد اقتصادی و احساس ریسک گزارش‌های سالانه رابطه معناداری وجود دارد. در نتیجه فرضیه اول پذیرفته می‌شود. همچنین با توجه به ضریب سه متغیر نرخ بازده دارایی‌ها، کیوتوبین و ارزش‌افزوده بازار که مثبت می‌باشند، نتیجه می‌شود بین پیامد اقتصادی و احساس ریسک گزارش‌های سالانه رابطه مثبت وجود دارد.

جدول ۴. نتایج فرضیه ۱

$RS_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 RS_{i,t-1} + \beta_2 ROA_{i,t} + \beta_3 TQ_{i,t} + \beta_4 MVA_{i,t} + \beta_5 BSIZE_{i,t} + \beta_6 IND_{i,t} + \beta_7 ATYPE_{i,t} + \beta_8 GOSHIP_{i,t} + \beta_9 LEVE_{i,t} + \beta_{10} FSIZE_{i,t} + \beta_{11} LQ_{i,t} + \beta_{12} SALEGTH_{i,t} + \beta_{13} ROE_{i,t} + \varepsilon$				
متغیرهای مدل	ضریب متغیر	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری
عرض از مبدأ	۰/۰۹۱۲	۰/۰۱۲۱	۷/۵۲۵۸	۰/۰۰۰۰
نرخ بازده دارایی‌ها	۰/۰۰۱۴	۰/۰۰۰۷	۱/۹۷۶۷	۰/۰۴۸۳
کیوتوبین	۰/۰۰۱۹	۰/۰۰۰۶	۳/۰۶۱۰	۰/۰۰۲۲
ارزش افزوده بازار	۰/۰۰۳۳	۰/۰۰۱۵	۲/۲۸۹۵	۰/۰۲۲۲
اندازه هیئت‌مدیره	-۰/۰۲۵۹	۰/۰۲۲۳	-۱/۱۶۴۴	۰/۲۴۴۵
مدیران مستقل	۰/۰۰۳۶	۰/۰۰۲۱	۱/۷۱۰۸	۰/۰۸۷۳
نوع حسابرس	-۰/۰۰۱۹	۰/۰۰۱۰	-۱/۸۸۹۲	۰/۰۵۹۱
مالکیت دولتی	۰/۰۰۴۶	۰/۰۰۲۸	۱/۶۴۹۸	۰/۰۹۹۲
اهرم مالی	۰/۰۰۳۳	۰/۰۰۱۹	۱/۷۱۶۷	۰/۰۸۶۲
اندازه شرکت	-۰/۰۰۰۷	۰/۰۰۰۲	-۳/۰۶۴۴	۰/۰۰۲۲
نقدینگی	-۰/۰۱۳۳	۰/۰۰۳۳	-۳/۹۹۳۹	۰/۰۰۰۱
رشد فروش	۰/۰۰۱۷	۰/۰۰۰۸	۲/۱۲۴۰	۰/۰۳۳۸
سودآوری	۰/۰۰۰۷	۰/۰۰۱۶	۰/۴۳۱۰	۰/۶۶۶۵
وقفه احساس ریسک	۰/۰۲۸۴	۰/۰۱۲۶	۲/۲۴۴۸	۰/۰۲۴۹
آزمون تشخیص	آماره	معناداری	نتیجه	
آماره J	۴/۲۵	۰/۳۰	اعتبار ابزارها	
AR(1)	-۱۵/۰۸	۰/۰۰	همبستگی سریالی مرتبه دوم در جملات خطا وجود ندارد	
AR(2)	-۱/۵۰	۰/۱۳		

### بحث و نتیجه‌گیری

صورت‌های مال اساسی به همراه یادداشت‌های آن، مجموعه‌ی اطلاعات را برای سرمایه‌گذاران و سهامداران فراهم می‌کند که از طریق آن اقدام به اتخاذ تصمیم‌های مالی و سرمایه‌گذاری می‌کنند. یکی از اهداف گزارشگری مالی تهیه و ارائه‌ی اطلاعات برای فراهم کردن مبنای برای تصمیم‌گیری منطقی سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان است. از

سوی دیگر برای مفید واقع شدن اطلاعات مال در تصمیم‌گیری گروه‌های مزبور، اهداف حسابداری و گزارشگری مالی ایجاب می‌کند که اطلاعات مربوط به گونه‌ای مناسب افشا و دسترس به این اطلاعات برای همگان ممکن باشد. اجرای قوانین و مقررات ممکن است پیامدهای مساعد و نامساعدی را برای اقتصاد و جامعه به همراه داشته باشد. Bao & Datta (2014) پیامدهای اقتصادی را به‌عنوان اثرات مالی و اقتصادی گزارش‌های مالی بر رفتار تصمیم‌گیری واحد تجاری، دولت، اتحادیه‌ها، سرمایه‌گذاران، اعتباردهندگان و سایر اشخاص ذی‌حق، ذینفع و ذی‌علاقه تعریف می‌کند. اطلاعات مالی می‌تواند بر میزان ریسک شرکت و نسبت تشکیل سرمایه در اقتصاد اثرگذار باشد و منتهی به تسهیم مجدد ثروت میان مصرف‌کنندگان و سرمایه‌گذاران در اقتصاد گردد. هدف پژوهش حاضر مطالعه‌ی پیامد اقتصادی احساس ریسک در گزارش‌های سالانه می‌باشد. در این پژوهش به پیروی از پژوهش نیکومرام و همکاران (۱۳۹۳) و Elzahar et al, (2015) برای متغیر پیامد اقتصادی از معیارهای حسابداری ارزش شرکت (نرخ بازده دارایی‌ها)، معیار بازار ارزش شرکت (کیوتوبین) و معیار اقتصادی ارزش شرکت (ارزش‌افزوده بازار) استفاده شده است. یافته‌های حاصل از پژوهش نشان داد که بین کیوتوبین و ارزش‌افزوده بازار با احساس ریسک گزارش‌های سالانه رابطه معناداری وجود دارد و همچنین بین نرخ بازده دارایی‌ها و احساس ریسک گزارش‌های سالانه رابطه معناداری وجود ندارد. با توجه به تأثیر معنی‌دار احساس ریسک گزارش‌های سالانه بر نسبت کیوتوبین و ارزش‌افزوده بازار به نظر می‌رسد که معیار احساس ریسک گزارش‌های سالانه دارای محتوای اطلاعاتی مثبت در بازار بورس سرمایه ایران و نیز پیامد اقتصادی مطلوب می‌باشد. یافته‌های حاصل از پژوهش با یافته‌های و Elzahar et al, (2015)، Myšková & Hájek(2020) و Bao & Datta (2014) سازگار است.

### پیشنهادهای کاربردی حاصل از پژوهش

۱. نهادهای حرفه‌ای جهت حل چالش‌های پیشروی شرکت‌ها علاوه بر آموزش و آگاهی‌بخشی مدیران و کارکنان کمیته‌های تخصصی ریسک قادرند اقدامات لازم جهت

تدوین چک‌لیست کاربردی از ابعاد و مؤلفه‌های احساس ریسک بر اساس نتایج حاصل از پژوهش حاضر نموده که این امر چالش‌های پیشروی شرکت‌ها را جهت تهیه و ارائه اطلاعات ریسک شرکت‌ها مرتفع می‌نماید. بر اساس نتیجه کسب‌شده پیشنهاد می‌شود، نهادهای نظارت بر عملکردهای قانونی و حقوقی شرکت‌ها همچون سازمان بورس اوراق بهادار از نظر لزوم به‌کارگیری شفافیت‌های اطلاعاتی بیشتر بخصوص افشای ریسک، دستورالعمل‌های لازم را به شرکت‌ها ابلاغ نمایند تا سطح شناخت سرمایه‌گذاران نسبت به تصمیم‌گیری‌های مالی و جذابیت بازار سرمایه تقویت گردد.

پیشنهاد می‌شود در پژوهش‌های آتی به بررسی اثر آیین‌نامه گزارش تفسیری مدیریت بر رابطه احساس ریسک در گزارش‌های سالانه و عملکرد عملیاتی جاری و آتی با استفاده از سیستم معادلات هم‌زمان پرداخته شود. همچنین پیشنهاد می‌شود رابطه احساس ریسک گزارش‌های سالانه و ادراک ریسک سرمایه‌گذار بررسی شود. موضوع دیگری که پژوهشگران می‌توانند به آن توجه داشته باشند بررسی اثر فرصت رشد و سودآوری شرکت بر ارتباط ارزشی احساس ریسک گزارش‌های سالانه با رویکرد ایستا و پویا و بررسی ارتباط بین کیفیت حاکمیت شرکتی درونی و بیرونی و احساس ریسک گزارش‌های سالانه با استفاده از مدل‌های ایستا و پویا می‌باشد.

### محدودیت پژوهش

عدم افشای ریسک شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار به صورت گزارش مستقل جهت جمع‌آوری داده‌ها مهم‌ترین محدودیت پژوهش حاضر بشمار می‌آید. در این پژوهش به دلیل اینکه هنوز در ایران بستر مناسبی برای استخراج اطلاعات ریسک وجود ندارد. اندازه‌گیری متغیر احساس ریسک را با محدودیت مواجه کرد. به این صورت که برای استخراج اطلاعات کل گزارش‌ها تفسیری، گزارش فعالیت هیئت‌مدیره و صورت‌های مالی و یادداشت‌های همراه صورت‌های مالی شرکت‌های نمونه به صورت جداگانه مورد بررسی قرار گرفتند. در رتبه‌بندی سطح احساس ریسک در شرکت‌های آمریکایی وجود انجمن تحقیقات مدیریت سرمایه‌گذاری - فدراسیون تحلیلگران مالی و سیستم

برآورد کار گزاران نهادی انجام تحقیقات در این زمینه را تسهیل می‌نماید. همچنین انتخاب واژه‌های ریسک بر اساس پژوهش‌های (Myšková & Hájek (2020) و Li (2006) و Abraham & Cox (2007) انجام پذیرفت؛ اما چون برای تأیید این واژه‌ها در نمونه مورد بررسی از نظر تحلیلگران استفاده گردید این امر می‌تواند نتایج تحقیق را تحت تأثیر قرار دهد؛ زیرا افراد می‌توانند نسبت به جملات واکنش‌های متفاوتی داشته باشند. با وجود این اعتقاد بر این است که هیچ‌کدام از محدودیت‌های مذکور به خدشه‌دار شدن نتایج پژوهش منجر نشده و با توجه به پژوهش معتبر صورت گرفته در این زمینه، پژوهش حاضر همچنان از روایی داخلی و خارجی مناسبی برخوردار است.

### تعارض منافع

نویسندگان نبود تضاد منافع را اعلام می‌دارند.

### ORCID

Akram Taftiyan



<http://orcid.org/0000-0001-8627-3461>

Fatemeh Mansuri



<http://orcid.org/0000-0002-6881-5826>

Mohammad Abadi

Akram Abdollahi



<http://orcid.org/0000-0002-1900-2992>

Asad Abadi

## منابع

- استادی، بختیار و تدریسی پژو، پروین. (۱۳۹۸). ارائه مدلی برای اندازه‌گیری رابطه‌ی بین ریسک‌های مالی و نسبت‌های مالی، فصلنامه مطالعات تجربی حسابداری مالی، ۱۶(۶۳)، ۱۰۹-۱۲۷.
- بشیری منش، نازنین؛ عارف منش، زهره و سوری، محمد. (۱۴۰۱). تأثیر خط‌مشی رفتاری مدیران بر معاملات غیرعادی با اشخاص وابسته، نشریه خط‌مشی‌گذاری عمومی در مدیریت، ۱۳(۱)، ۱۲۱-۱۴۰.
- خوش‌خلق، ایرج و قدرت‌الله، طالب‌نیا (۱۴۰۰). تبیین اثر مفاهیم گزارشگری مالی بر سطح افشای ریسک در گزارشگری مالی سالانه در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه دانش سرمایه‌گذاری، ۱۰(۳۸)، ۴۵۵-۴۷۳.
- خوش‌خلق، ایرج، و کیلی فرد، حمیدرضا. (۱۴۰۰). تبیین اثر ابعاد سیاسی و اخلاقی رفتارهای مدیریت بر سطح افشای ریسک در گزارشگری مالی سالانه در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه علمی پژوهشی دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت، ۱۰(۳۸)، ۳۰۱-۳۱۴.
- دارابی، رؤیا؛ چناری بوکت، حسن و محمودی خاتمی، مرجان. (۱۳۹۵). کیفیت افشا و پیامد اقتصادی اطلاعات حسابداری، مجله حسابداری مدیریت، ۹(۳۱)، ۵۱-۶۳.
- رحمانی، علی؛ سلیمانی، غلامرضا و طاهری، ماندانا. (۱۴۰۰). بررسی پیامدهای مالی افشا ریسک در بازار سرمایه ایران: مطالعه موردی بانک‌های عضو بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه مطالعات تجربی حسابداری مالی، ۱۸(۷۰)، ۲۷-۵۰.
- رحمانی، علی و بشیری منش، نازنین. (۱۳۹۶). محرک‌های افشای اختیاری در بازار سرمایه ایران، فصلنامه مطالعات تجربی حسابداری مالی، ۱۴(۵۶)، ۱-۳۲.
- عبدالله زاده، حسن و امین، وحید. (۱۳۹۹). تأثیر نظریه رفتار برنامه‌ریزی‌شده، تعهد اخلاقی و ادراک ریسک بر تمایل به حسابداری و گزارشگری پایداری شرکتی. نشریه حسابداری ارزشی و رفتاری، ۵(۹)، ۲۶۹-۲۹۹.
- فصیحی، صغری؛ حسینی، سیدعلی و مشایخ، شهناز. (۱۳۹۸). بررسی تأثیر افشای ریسک بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه

- دانش سرمایه‌گذاری، ۱(۳۱)، ۳۵۵-۳۷۲.
- کفاش پور یزدی، مهسا؛ تفتیان، اکرم و معین‌الدین، محمود. (۱۴۰۰). تأثیر تقارن اطلاعاتی بر رابطه کیفیت اطلاعات داخلی و ریسک سیستماتیک با استفاده از مدل‌های ایستا و پویا، مجله راهبرد مدیریت مالی، ۹(۳)، ۱۴۱-۱۶۰.
- گرایبی نژاد، غلامرضا؛ دقیقی اصلی، علیرضا و استاد رمضان، آذین سادات. (۱۳۹۳). تأثیر عوامل مؤثر بر جذب سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی با تأکید بر متغیرهای نهادی و ساختاری، نشریه اقتصاد مالی، ۱(۲۹)، ۱۳۱-۱۵۰.
- مرادی، مهدی؛ موسوی، سیده فهیمه و مرنندی، زکیه. (۱۳۹۶). بررسی ارتباط محدودیت مالی و جریان نقد آزاد مثبت و منفی بر سرمایه‌گذاری بیش از حد و ناکافی در دارایی‌های شرکت با استفاده از مدل ایستا و پویا، مجله پژوهش‌های کاربردی در گزارشگری مالی، ۶(۱۱)، ۲۳۳-۲۶۰.
- 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.
- نیکومرام، هاشم؛ تقوی، مهدی و احمدزاده، حمید. (۱۳۹۳). پیامدهای اقتصادی کیفیت اطلاعات حسابداری با تأکید بر متغیر ضریب واکنش سود، فصلنامه دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت، ۳(۱۱)، ۱-۲۴.
- هاشمی، سید عباس؛ امیری، هادی و حسن‌زاده، علی. (۱۳۹۶). تأثیر محافظه‌کاری شرطی بر سررسید بدهی و رشد ناشی از تأمین مالی خارجی با در نظر گرفتن سازوکارهای نظام راهبری شرکتی، فصلنامه پژوهش‌های حسابداری مالی، ۹(۴)، ۳۹-۶۰.
- همتی آسیابریکی، مهدی؛ مشککی، مهدی؛ قلی‌زاده، محمدحسن و رمضانپور، اسماعیل. (۱۳۹۴). بررسی تأثیر اجرای سیاست‌های اصل ۴۴ قانون اساسی بر نقد شوندگی بورس اوراق بهادار تهران با رویکرد داده‌های تلفیقی پویا (DPD) به روش GMM، فصلنامه پژوهش‌های تجربی حسابداری، ۵(۲)، ۸۹-۱۰۸.

## References

- Abraham, S. & Cox, P. (2007). Analysing 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. Hussainey, K. & Aly, D. (2016). The level of risk disclosure in listed banks: Evidence from Saudi Arabia. *Corporate Ownership and Control*, 14(1), 175-194.
- Alzead, R. S. (2017). *The determinants and economic consequences of risk disclosure: Evidence from Saudi Arabia* [Doctoral dissertation, University of Portsmouth].
- Bao, Y. & Datta, A. (2014). Simultaneously discovering and quantifying risk types from textual risk disclosures. *Management Science*, 60(6), 1371-1391.
- Beretta, S. & Bozzolan, S. (2004). A framework for the analysis of firm risk communication. *The International Journal of Accounting*, 39(3), 265-288.
- Borggreve, L. A. (2022). *Effects of Annual Report Sentiment on Stock Returns* [Master's thesis, University of Twente].
- Bowman, E. H. (1984). Content analysis of annual reports for corporate strategy and risk. *Interfaces*, 14(1), 61-71.
- Dobler, M. (2008). Incentives for risk reporting—A discretionary disclosure and cheap talk approach. *The International Journal of Accounting*, 43(2), 184-206.
- Elzahar, H. Hussainey, K. Mazzi, F. & Tsalavoutas, I. (2015). Economic consequences of key performance indicators' disclosure quality. *International Review of Financial Analysis*, 39, 96-112.
- Elzahar, H. Hussainey, K. Mazzi, F. & Tsalavoutas, I. (2015). Economic consequences of key performance indicators' disclosure quality. *International Review of Financial Analysis*, 39, 96-112.
- Gordon, L. A, Loeb, M. P, & Sohail, T. (2010). Market value of voluntary disclosures concerning information security. *MIS quarterly*, 567-594.
- Hashemi, S, Amiri, H, & Hassanzadeh, A. (2018). The effect of conditional accounting conservatism on the debt maturity and growth through external financing considering corporate governance mechanisms. *Journal of Financial Accounting Research*, 9(4), 39-60.
- Heinle, M. S. & Smith, K. C. (2017). A theory of risk disclosure. *Review of Accounting Studies*, 22, 1459-1491.
- Kelly, B, & Ljungqvist, A. (2012). Testing asymmetric-information asset pricing models. *The Review of Financial Studies*, 25(5), 1366-1413.
- Kravet, T, & Muslu, V. (2013). Textual risk disclosures and investors' risk perceptions. *Review of Accounting Studies*, 18, 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*, 6(4), 293-305.
- Linsley, P. M., & Shrives, P. J. (2006). Risk reporting: A study of risk disclosures in the annual reports of UK companies. *The British Accounting Review*, 38(4), 387-404.
- 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.
- Marston, C. L., & Shrives, P. J. (1996, May). A review of the development and use of explanatory models in financial disclosure studies. In *19th Annual European Accounting Association Congress, Norway*.
- Miihkinen, A. (2013). The usefulness of firm risk disclosures under different firm riskiness, investor-interest, and market conditions: New evidence from Finland. *Advances in accounting*, 29(2), 312-331.
- 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).
- Nezhad, A. A., Yamrali, O., & Aboujafari, M. R. (2014). The Impact of Intellectual Capital on Return of Fixed Assets and Firms Total Assets Return Which Listed On the Tehran Stock Exchange. *Asian Economic and Financial Review*, 4(10), 1409-1419.
- Shi, J, Li, Y, & Li, Y. (2011, May). Research on the enterprise investment behavior and economic consequence considering investor sentiment. In *2011 International Conference on Business Management and Electronic Information*, 1,778-781. IEEE.
- Shrives, P., & Linsley, P. (2003). Risk reporting by UK and German companies: Towards meaningful disclosure. In *26th Annual European Accounting Association Conference and the Financial Reporting and Business Communication Conference at Cardiff University, UK*.
- Slovic, P., Fischhoff, B., & Lichtenstein, S. (1981). Facts and fears: societal perception of risk. *Advances in Customer Research*, 8, 497-502.
- Abdollahzadeh, H., & Amin, V. (2020). The Effect of Planned Behavior Theory, Ethical Commitment, and Perceived Risk on Corporate Sustainability Accounting and Reporting. *Journal of Value & Behavioral Accounting*, 5(9), 269-299. [In Persian]
- Bashirimanesh, N., Arefmanesh, Z., & Souri, M. (2022). Effect Of Managers' Behavioral Policy on Abnormal Transactions With Affiliates. *Public Policy in Administration*, 13(45), 269-287. [In Persian]
- Darabi, R., Chenari Bouket, H., & Mahmoodi Khatami, M. (2016). Disclosure Quality and Economic Consequences of Accounting

- Information. *Management Accounting*, 9(31), 51-63. [In Persian]
- 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]
- Garayi Nejad, Gh., Dakhi Maal, A., & Ostad Ramadan, A. S. (2013). The effect of effective factors on the attraction of foreign direct investment with emphasis on institutional and structural variables, *Journal of Financial Economics*, 8(29), 131-150. [In Persian]
- Hashemi, S.A., Amiri, H., & Hassanzadeh, A. (2017). The Effect of Conditional Accounting Conservatism on the Debt Maturity and Growth through External Financing Considering Corporate Governance Mechanisms. *Financial Accounting Research*, 9(4), 39-60. [In Persian]
- Hemati Asiabarki, M., Meshki, M., Gholizadeh, M. H., & Ramazanpour, E. (2015). The Effect of Article 44 of the Constitution Law on Liquidity in Tehran Stock Exchange with Dynamic Panel Data (DPD) and GMM Method. *Empirical Research in Accounting*, 5(4), 89-108. [In Persian]
- Kaffashpour Yazdi, M., Taftiyan, A., & Moeinadin, M. (2021). The Effects of Information Symmetry on the Relationship between Internal Information Quality and Systematic Risk Using Static and Dynamic Approaches. *Financial Management Strategy*, 9(3), 141-160. [In Persian]
- Khoshkholg, I., & Talebnia, G. (2021). Explaining the effect of financial reporting concepts on the level of risk disclosure in annual financial reporting in companies listed on the Tehran Stock Exchange. *Journal of Investment Knowledge*, 10(38), 455-473. [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]
- Moradi, M., Mousavi, S. F., & Marandi, Z. (2018). Investigate the relationship of financial constraints and positive and negative free cash flow on overinvestment and underinvestment in corporate assets using the static and dynamic model. *Applied Research in Financial Reporting*, 6(2), 233-260. [In Persian]
- Namazi, M. (2016). Studying the disclosure of risk and influential factors on this disclosure. *Financial Accounting Knowledge*, 3(2), 1-29. [In Persian]
- Nikoomaram, H., Taghavi, M., & Ahmadzadeh, H. (2013). Economic

Consequences of Accounting Information Quality with emphasize on Earnings Response Coefficient. *Journal of Management Accounting and Auditing Knowledge*, [In Persian]

Ostadi, B., & Tadrissi Pajou, P. (2019). Presenting a model for measurement of the relationship between financial risks and financial ratios. *Empirical Studies in Financial Accounting*, 16(63), 109-127. [In Persian]

Rahmani, A., & Bashirimanesh, N. (2017). Determinants of Voluntary Disclosure in Iran Capital Marke. *Empirical Studies in Financial Accounting*, 14(56), 1-32. [In Persian]

Rahmani, A., Soleymani, G., & Taheri, M. (2021). The Financial Consequences of Risk Disclosure in the Iranian Capital Market: A Case Study of Banks Listed in Tehran Stock Exchange. *JOURNAL OF MANAGEMENT AND ACCOUNTIN SCHOOL*, [online], 18(70), 27-50. [In Persian]

**استناد به این مقاله:** تفتیان، اکرم، منصوری محمدآبادی، فاطمه، عبدالهی اسدآبادی، اکرم. (۱۴۰۱). پیامد اقتصادی احساس ریسک در گزارش‌های سالانه با استفاده از مدل پویا، مطالعات تجربی حسابداری مالی، ۱۹(۷۶)، ۱۶۱-۱۸۷.

DOI: 10.22054/qjma.2023.71752.2434



Empirical Studies in Financial Accounting is licensed under a Creative Commons Attribution-NonCommercial 4.0 International License.

