



Financial Accounting Research

Financial Accounting Research

E-ISSN: 2322-3405

Vol. 14, Issue 3, No.53, Autumn 2022, P:149-182

Received: 10.09.2022 Accepted: 24.04.2023

Research Article

Determining factors and consequences of risk perception in annual reports: Structural equation modeling approach

Akram Taftiyan*: Assistant Professor, Department of Accounting, Yazd Branch, Islamic Azad University, Yazd, Iran.

taftyan@iauyazd.ac.ir

Mahtab Kakaee Sabze khani: Ph. D. Student, Department of Accounting, Yazd branch, Islamic Azad University, Yazd, Iran

mahtab.kakaee74@gmail.com

Abstract

The current research aims to investigate the effect of the causes and consequences of determining the risk perception of annual reports with the approach of structural equations. The research sample includes 130 companies admitted to the Tehran Stock Exchange in the period from 2008 to 2020. Using the structural equation modeling method, the depth of influence of each of the causes on the feeling of risk and its consequences have been extracted. The consequences of risk perception are the cost of capital and information asymmetry and the causes of risk perception are macroeconomic characteristics, financial performance, ownership structure, board characteristics, structural characteristics, and auditing. In short, based on the obtained results, risk perception has a positive and significant effect on the cost of capital and a positive and significant effect on information asymmetry. In addition, the results of the model test showed that the variables of ownership structure, macroeconomic characteristics, and characteristics of the board of directors have a positive and significant effect on risk perception. Also, the variable of company structural characteristics and ownership structure do not have a significant effect on information asymmetry; And the variables of the company's structural characteristics, the characteristics of the board of directors, and the ownership structure have a positive and significant effect on financial performance.

Keywords: Risk Sentiment, Annual Reports, Causes and Consequences of Risk Sentiment.

Introduction

The annual report issued by a company is an important source of information for its stakeholders, such as investors, to obtain an accurate picture of the company's business, risks, and

operational and financial results. In addition to the quantitative financial data contained in these reports, one of the most important sections on the form is the disclosure of risk factors about the company, as stakeholders are particularly sensitive to risks. This risk disclosure is

* Corresponding author

2322-3405 / © The author(s) Publisher: University of Isfahan



This is an open access article under the [CC-BY-NC 4.0 License](https://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/)



10.22108/FAR.2023.135090.1923



20.1001.1.23223405.1401.14.3.4.4

considered so important that since 2005 the US Securities and Exchange Commission has required all companies to include a separate section on their forms to discuss the most significant factors that expose the company to risk. This section is now one of the most controversial sections of company annual reports (Campbell et al., 2014). The sense of risk is one of the most important pieces of information disclosed in the capital market and is useful for investors in making decisions and estimating risk and return; So, there is a demand for that disclosure. In fact, the importance of risk perception is due to the impact that different risks have on investors' decisions (Ntim et al., 2014). Based on this, the aim of the current research is to answer the question, what are the factors and consequences that determine the sense of risk in annual reports?

Methods & Material:

The research method in this study is practical in terms of purpose and "causal and post-event" in terms of design. The relationships between the variables are formulated in the form of a causal model like the model of structural equations in a coherent framework. A two-step path has been taken to test the research hypotheses.

In this way, first, the validity of the measures of the latent variable and the optimal fit of the measurement model have been ensured, and then the structural model has been investigated. The current research is for the period 1387-1399 in terms of time and in terms of location, the companies admitted to the Tehran Stock Exchange. The statistical sample of the research was selected using the systematic elimination sampling method and the companies that did not have the desired characteristics were excluded from the statistical sample. Finally, by applying restrictions, 130 companies were selected as the research sample. After classifying the information of the sample companies in Excel software, Max Kyuda software was used to count the frequency of risk feeling words in each report, and then PLS software was used for statistical analysis.

Finding:

Once the measurement model of the research variables was confirmed using confirmatory factor analysis, path analysis was utilized to test the research hypotheses. The summary of the results of evaluating the structural model in this study is illustrated in the following table: Table 1: A summary of the evaluation results of the structural model of the research

Direct path	Path coefficient	T Statistics (O/STDEV)	P Values	Hypothesis testing results
Risk Sentiment → Information Asymmetry	0/567	7/137	0/000	Not rejected
Risk Sentiment → the cost of capital	0.299	3.566	0/000	Not rejected
Audit → Risk Sentiment	0/106	1/360	0.174	rejected
Audit → financial performance	-0/059	0/846	0.398	rejected
Ownership Structure → Risk Sentiment	0/237	2/413	0/016	Not rejected
Ownership Structure → Information Asymmetry	0/086	1/179	0/239	rejected
Ownership Structure → financial performance	0/504	7/101	0/000	Not rejected
financial performance → Risk Sentiment	-0/011	0/134	0/894	rejected
financial performance → the cost of capital	0/230	2/524	0/012	Not rejected
Macroeconomic → Risk Sentiment	0/212	2/226	0/026	Not rejected
Macroeconomic → the cost of capital	0/122	1/287	0/199	rejected
Structural characteristics of the company → Risk Sentiment	0/087	1/075	0/283	rejected
Structural characteristics of the company → Information Asymmetry	0/066	0/928	0/354	rejected
Structural characteristics of the company → financial performance	0/205	3/451	0/001	Not rejected
Board Characteristics → Risk Sentiment	0/176	2/144	0/033	Not rejected
Board Characteristics → financial performance	0/192	2/758	0/006	Not rejected

Source: Research findings

Results & Conclusion

The results showed that the sense of risk has a positive and significant effect on the cost of capital and information asymmetry, so the seventh and eighth hypotheses were confirmed. The results of previous research were different in this case, for example, the results of Al-Shammari (2014) and Netim et al. (2013) were similar to the results of this research, but Campbell et al. (2014) showed the effect of risk perception on information asymmetry to be insignificant. The effect of audit variables, financial performance, and structural characteristics on the sense of risk has shown to be non-significant, that is, factors such as audit opinion or quality, profitability, liquidity, company size, conservatism, financial leverage per unit of change of these variables have no effect on the company's sense of risk. and does not change, so the first, second, and third hypotheses of the research are rejected. This conclusion was similar to the research result of Ghazali (2008), although Al-Shammari (2014) showed

that the larger the size of the company, the greater the sense of risk. Also, the results of the research show that the characteristics of the board of directors have a positive and significant effect on the sense of risk and that factors such as the independence of the board of directors, the size of the board of directors, and the stability of the CEO and the number of board meetings increase the sense of risk in companies. The results of Khoshkhal and Vakili Fard (1400) also reported the effect of the size of the board of directors and the stability of the CEO and the number of meetings of the board of directors on risk, which is in accordance with the present research. Based on the results of the data analysis, the ownership structure and macroeconomic factors have a positive and significant effect on the sense of risk, which has confirmed the fourth and fifth hypotheses of the research, and these results are in line with the findings of Zarik and Lohichi (2017) and Khoshkhlokh and Talibnia (1400).

عوامل و پیامدهای تعیین‌کننده احساس ریسک در گزارش‌های سالانه:

رویکرد الگوسازی معادلات ساختاری

اکرم تفتیان*: استادیار، گروه حسابداری، واحد یزد، دانشگاه آزاد اسلامی، یزد، ایران

taftiyan@iauyazd.ac.ir

مهتاب کاکایی سبزه‌خانی: دانشجوی دکتری، گروه حسابداری، واحد یزد، دانشگاه آزاد اسلامی، یزد، ایران

mahtab.kakae74@gmail.com

چکیده

هدف پژوهش حاضر، بررسی تأثیر علل و پیامدهای تعیین‌کننده احساس ریسک گزارش‌های سالانه با رویکرد معادلات ساختاری است. روش پژوهش برحسب هدف، کاربردی و برحسب گردآوری اطلاعات، توصیفی همبستگی است. نمونه پژوهش شامل ۱۳۰ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۹ است. با استفاده از روش مدل‌سازی معادلات ساختاری عمق تأثیرگذاری هر یک از علل در احساس ریسک و پیامدهای آن استخراج شده است. پیامدهای احساس ریسک هزینه سرمایه و عدم تقارن اطلاعاتی و علل احساس ریسک ویژگی‌های کلان اقتصادی، عملکرد مالی، ساختار مالکیت، ویژگی هیئت‌مدیره، ویژگی‌های ساختاری و حسابرسی هستند. به‌طور خلاصه، براساس نتایج به‌دست‌آمده، احساس ریسک تأثیر مثبت و معناداری بر هزینه سرمایه و نیز بر عدم تقارن اطلاعاتی دارد. افزون بر این، نتایج حاصل از آزمون مدل نشان دادند متغیرهای ساختار مالکیت، ویژگی‌های کلان اقتصادی و ویژگی‌های هیئت‌مدیره بر احساس ریسک تأثیر مثبت و معناداری دارند. همچنین، متغیر ویژگی‌های ساختاری شرکت و ساختار مالکیت بر عدم تقارن اطلاعاتی تأثیر معناداری ندارند و متغیرهای ویژگی‌های ساختاری شرکت، ویژگی‌های هیئت‌مدیره و ساختار مالکیت، بر عملکرد مالی تأثیر مثبت و معناداری دارند.

واژه‌های کلیدی: احساس ریسک، گزارش‌های سالانه، علل و پیامدهای احساس ریسک



مقدمه

مدیریت ریسک به یک بخش اساسی از کنترل سازمان‌های داخلی و یک عنصر اساسی از حوزه کسب‌وکار تبدیل شده است. تمرکز مدیریت ریسک بر تعیین و کاهش ریسک‌ها بوده و هدف آن افزودن حداکثر ارزش پایدار به تمامی فعالیت‌های سازمان است. فرآیند مدیریت ریسک نیز اطلاعات ریسک را تولید می‌کند که می‌تواند در دسترس عموم قرار بگیرند. انتشار این اطلاعات ریسکی به‌عنوان یک مسئولیت مهم یکسان برای مدیران در نظر گرفته می‌شود که این اطمینان را حاصل می‌کند که سهامداران و سایر ذینفعان به‌خوبی درباره ریسک‌های اصلی و ابعاد شرکت آگاه‌اند. با وجود این، عدم شفافیت در احساس ریسک، با توجه به نبود هنجارها و اقدامات یکنواخت در میان عوامل دیگر وجود دارد (Khan, 2016).

احساس مربوط به ریسک یکی از داده‌های غیرمالی، در صورتی که سطح افشای آن به‌اندازه کافی باشد، سهم ارزنده‌ای در پردازش داده‌های دریافتی کاربران دارد و در مدل‌های تصمیم‌آنان در راستای ارزش‌آفرینی، اثربخشی خود را اعمال خواهد کرد؛ به گونه‌ای که سرمایه‌گذاران معتقدند احساس ریسک در انتخاب پرتفوی مناسب به آنان کمک بهینه‌ای خواهد کرد. گزارش‌های سالانه فعلی تنها بخشی از موارد احساس ریسک را فراهم می‌کند و این میزان از نظر استفاده‌کنندگان کفایت لازم را ندارد. در واقع، گزارش‌های سالانه کنونی، انواع ریسک افشا را به میزان کافی و مناسب افشا نکرده و درباره آنها بحث و بررسی نمی‌کنند؛ در حالی که همین عوامل فعالیت می‌تواند شرکت و فعالیت‌های مدیران آن را به چالش بکشد (Ghazali, 2008).

گزارش سالانه صادرشده توسط یک شرکت، منبع مهمی از اطلاعات برای ذینفعان آن، مانند سرمایه‌گذاران، برای به دست آوردن تصویری دقیق از کسب‌وکار شرکت، ریسک‌ها و نتایج عملیاتی و مالی آن است. علاوه بر داده‌های مالی کمی موجود در این گزارش‌ها، یکی از مهم‌ترین بخش‌ها در فرم افشای عوامل ریسک درباره شرکت است؛ زیرا ذینفعان به‌ویژه نسبت به ریسک‌ها حساس‌اند. این افشای ریسک به قدری مهم در نظر گرفته می‌شود که از سال ۲۰۰۵ کمیسیون بورس و اوراق بهادار ایالات متحده ملزم شد همه شرکت‌ها بخش جداگانه‌ای را در فرم خود برای بحث درباره مهم‌ترین عواملی در نظر بگیرند که شرکت را در معرض ریسک قرار می‌دهد. این بخش اکنون یکی از بحث‌برانگیزترین بخش‌های گزارش‌های سالانه شرکت است (Campbell et al., 2014). احساس ریسک یکی از مهم‌ترین اطلاعات افشاشده در بازار سرمایه بوده و برای سرمایه‌گذاران در تصمیم‌گیری و برآورد ریسک و بازده مفید است؛ بنابراین، برای افشای آن تقاضا وجود دارد. در واقع، اهمیت احساس ریسک به دلیل تأثیری است که ریسک‌های مختلف بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاران دارند (Ntim et al., 2014).

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. احساس ریسک باید از یک فرآیند مدیریت ریسک شرکتی ایجاد شوند. در چارچوب فعلی،

احساس می‌شود. با توجه به شواهد مربوط به مفیدبودن احساس ریسک، تنوع در نحوه احساس ریسک و کاستی‌های ریسک‌های افشاشده، غنای کمتر محیط افشای ایران در مقایسه با بورس‌های بزرگی مانند آمریکا و انگلستان و تلاش کم پژوهشگران برای تحلیل احساس ریسک، بررسی ابعاد مختلف احساس ریسک شامل ویژگی‌های ریسک‌های افشاشده و عوامل مؤثر بر احساس ریسک در ایران از اهمیت زیادی برخوردار است؛ زیرا این بررسی می‌تواند اطلاعاتی درخصوص جنبه‌های ریسک‌های افشاشده در اختیار تصمیم‌گیرندگان قرار دهد. همچنین، این پژوهش جزو اولین پژوهش‌هایی است که به روش تحلیل محتوا به اندازه‌گیری احساس ریسک گزارش‌های سالانه شرکت در ایران می‌پردازد. بر این اساس، هدف پژوهش حاضر پاسخ به این سؤال است که عوامل و پیامدهای تعیین‌کننده احساس ریسک در گزارش‌های سالانه چگونه‌اند. در ادامه این مقاله به بررسی ادبیات حوزه احساس ریسک، پیامدها و عوامل مؤثر بر احساس ریسک پرداخته و سپس روش پژوهش، نتایج آزمون فرضیه‌ها و درنهایت تفسیر نتایج و پیشنهادها ارائه می‌شود.

مبانی نظری و پیشینه پژوهش

احساس ریسک

طبق نظر واتسون و هید (۱۹۹۸) اصطلاح «ریسک» را می‌توان به‌عنوان مجموعه‌ای از نتایج ناشی از یک تصمیم تعریف کرد که می‌توان احتمالاتی را به آنها اختصاص داد؛ در حالی که «عدم قطعیت» زمانی به وجود می‌آید که احتمالات را نتوان به آنها نسبت داد (Watson & Head,

دوبلر ۲۰۰۸) دلایل اصلی مدیرانی که افشای داوطلبانه ریسک کافی را انجام نمی‌دهند، بررسی کرده است. این دلایل شامل اطلاعات تأییدنشده و تهدید به ضررهای اقتصادی است. عمدتاً به دلیل وجود چنین عواملی است که افشای داوطلبانه ریسک، دلسردکننده است؛ بنابراین، قانون‌گذارها انگیزه دارند تا افشای ریسک را الزام می‌کنند تا اطمینان حاصل شود سرمایه‌گذاران به‌اندازه کافی مطلع‌اند (Dobler, 2008). برخی از مطالعات درباره احساس ریسک مانند (عبدالله و همکاران، ۲۰۱۵ و آبراهام و کاکس، ۲۰۰۷) هزینه نمایندگی را به‌صورت تجربی بررسی کرده‌اند و اندازه شرکت و ساختار مالکیت را به‌عنوان نماینده‌ای برای هزینه‌های نمایندگی در نظر می‌گیرند. آنها شواهدی مبنی بر وجود رابطه مثبت بین احساس ریسک و این متغیرهای یادشده نشان داده‌اند (Abdallah et., 2007; Abraham & Cox, 2007). براساس مطالب مطرح‌شده و با توجه به اهمیت متغیرهای احساس ریسک، هزینه سرمایه و عدم تقارن اطلاعاتی برای مشارکت‌کنندگان بازار سرمایه، در این پژوهش به بررسی ارتباط بین احساس ریسک و علل و پیامدهای آن پرداخته شده است. همچنین، این پژوهش سعی دارد ضمن تعیین سطح احساس ریسک شرکت‌های پذیرفته‌شده در بازار سرمایه تهران، ارتباط احتمالی آن را با هزینه سرمایه و عدم تقارن اطلاعاتی شرکت‌ها مشخص کند. در ایران این حوزه از پژوهش هنوز در ابتدای کار قرار دارد و با توجه به شرایط اقتصادی و سیاسی حاکم و نیز تصمیم مراجع برای واگذاری شرکت‌های دولتی به بخش خصوصی، اهمیت احساس ریسک و درک رفتار سطح افشای ریسک بیش‌ازپیش

سرمایه‌گذاران اثرگذارند؛ بنابراین، در این پژوهش برای بررسی احساس ریسک سرمایه‌گذاران در گزارش‌های سالانه، عوامل و پیامدهای تعیین‌کننده احساس ریسک در نظر گرفته شده است.

علل مؤثر بر احساس ریسک

سرمایه‌گذاران نهادی توانایی بالاتری برای نظارت بر شرکت‌ها دارند؛ زیرا آنها منابع موردنیاز مانند کارایی، تجربه و استفاده قوی از حق رأی را به دست می‌آورند و برای محافظت از سرمایه‌گذاری خود انگیزه دارند که به‌نوبه خود آنها را تشویق می‌کند تا مدیریت را به‌منظور کاهش تضاد نمایندگی بین مالکان و مدیران کنترل کنند؛ از این رو، شرکت‌ها تشویق می‌شوند تا اطلاعات مرتبط با ریسک بیشتری را برای برآوردن فشار تحمیل‌شده توسط سرمایه‌گذاران نهادی افشا کنند.

در رابطه با نظریه نمایندگی، هیئت‌مدیره بزرگ بر فرآیندهای نظارت و کنترل مدیریتی تأثیر می‌گذارد. این فرآیند ممکن است بر افشای اطلاعات ریسک بیشتر در تلاش برای تأثیرگذاری بر کاهش مشکل عدم تقارن اطلاعات موجود تأثیر بگذارد (Healy & Palepu, 2001). چندین محقق این موضع را دارند که افزایش تعداد مدیران در تأثیرگذاری بر توانایی سازمان برای نظارت و کنترل مؤثر شرکت‌ها در فرآیندهایی مهم است که به‌موجب آن افشای ریسک می‌تواند به‌عنوان یکی از عناصر کلیدی در نظر گرفته شود؛ به‌عنوان مثال، الشمری (۲۰۱۴) وجود یک رابطه مثبت و معنادار بین افشای ریسک کل و اندازه هیئت‌مدیره را شناسایی کرد (Al-Shammari, 2014)؛ با این حال، چنگ و کورتنی (۲۰۰۶) استدلال می‌کنند که پذیرش یک هیئت‌مدیره بزرگ ممکن است بر

مجموعه‌ای از نتایج مانند عبدالله و حسن (۲۰۱۳) ریسک‌ها را به‌طور گسترده‌تری به‌عنوان خوب، بد یا نامطمئن دسته‌بندی می‌کنند و رایان (۲۰۱۲) ساختار «احساس ریسک» را به‌عنوان تغییر تصادفی در عملکرد اقتصادی آینده شرکت‌ها تعریف می‌کند (Abdallah & Hassan, 2013; Ryan, 2012). برتا و بوزولان (۲۰۰۴) «احساس ریسک» را ارتباط اطلاعات مربوط به استراتژی‌ها، ویژگی‌ها، عملیات و سایر عوامل خارجی شرکت‌ها تعریف کردند که پتانسیل تأثیرگذاری بر نتایج مورد انتظار را دارند (Beretta & Bozzolan, 2004). سایر پژوهش‌های انجام‌شده قبلی برای مثال، حسن (۲۰۰۹) و میهکینن (۲۰۱۲) تعریف گزارش ریسک را به‌عنوان نوع اطلاعاتی پذیرفته‌اند که در گزارش‌های سالانه گنجانده شده است تا آنجا که بیان‌کننده برآوردهای مدیران است (Hassan, 2009; Miihkinen, 2012).

بررسی اسناد و متون مالی و استخراج و درک احساسات سرمایه‌گذاران و بازارها یک موضوع مهم و چالش‌برانگیز در مبانی نظری است. لحن افشای پیام‌های نوشتاری بر عملکرد شرکت، احساس و واکنش سرمایه‌گذاران اثرگذار است (Muzahem, 2011). رویکردهای فعلی برای استخراج احساسات از متون مالی تا حد زیادی به فرهنگ لغت‌های خاص و شمارش فراوانی واژه‌های خاص افشاشده در گزارش‌های انتشار یافته متکی است. هرچه فراوانی افشا واژه‌های خاص (عمدتاً مرتبط با ریسک و ابهام) بیشتر باشد، نشان‌دهنده احساس ریسک بیشتر است (Abraham & Cox, 2007; Loughran & McDonald, 2013)؛ بنابراین، فاکتورهای افشا ریسک بر احساس ریسک

سیاسی مرتبط باشد. علاوه بر این، ارتباط بین اندازه شرکت و افشای ریسک شرکتی را می‌توان با عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سهامداران تفسیر کرد. سرمایه‌گذاران سطح بالایی از اطلاعات را طلب می‌کنند؛ با این حال، مدیران ممکن است چنین اطلاعاتی را به دلیل هزینه‌های مربوط به تهیه، حسابرسی و انتشار اطلاعات مرتبط با ریسک ارائه نکنند. از نظر تجربی، عبدالله و حسن (۲۰۱۳) و لینزلی و شرایوز (۲۰۰۵) رابطه مثبت معناداری بین اندازه شرکت و افشای ریسک پیدا کردند که با مبانی نظری همخوانی دارد (Abdallah, & Linsley & Shrivess, 2005; Hassan, 2013). اهرم مالی معیاری از تأمین مالی خارجی در رابطه با سرمایه شرکت است. این عامل دیگری است که ممکن است مدیران را به افشای اطلاعات بیشتر مربوط به افشای ریسک و همچنین به حداقل رساندن مشکل عدم تقارن اطلاعاتی در این مورد بین شرکت‌ها و سرمایه‌گذاران آنها و نیز طلبکاران بلندمدت آنها برانگیزد؛ بنابراین، تئوری نمایندگی پیش‌بینی می‌کند شرکت‌هایی با اهرم بالا از انگیزه‌های بیشتری برای افشای داوطلبانه اطلاعات بیشتر نسبت به شرکت‌هایی که اهرم کمتری دارند، برخوردار می‌شوند تا توانایی‌های خود را در نظارت و مدیریت موفقیت‌آمیز ریسک‌های مختلف برجسته کنند (Shrivess & Linsley, 2000).

حسابرسان در اتخاذ تصمیمات شرکت مربوط به سطح افشای ریسکی که شرکت به دنبال ارائه آن به عموم است، نقش اساسی دارند (Firth, 1979). براساس تئوری هزینه نمایندگی، یک فرآیند حسابرسی به یک جنبه نظارت ابزاری تبدیل می‌شود که بر تحلیل ارزش شرکت تأثیر می‌گذارد و

فرآیندهای کنترل و نظارت سازمان تأثیر منفی بگذارد (Cheng & Courtenay, 2006)؛ با این حال، محققان دیگر استدلال می‌کنند افزایش تعداد مدیران با دامنه وسیع‌تر و تخصص و دانش جامع‌تر، از جمله در زمینه تخصص حسابداری، بر ایجاد تیمی با انگیزه از مدیران تأثیر می‌گذارد که بر افشای ریسک برای نشان‌دادن این موضوع تأکید می‌کند.

تئوری نمایندگی پیشنهاد می‌کند مدیران مستقل نقش مهمی در نظارت و کنترل رفتارهای مدیران دارند و از این رو انتظار می‌رود هرچه مدیران مستقل در هیئت‌مدیره بیشتر باشند، سطح افشای ریسک بالاتر خواهد بود (Lopes & Rodrigues, 2007). مدیران مستقل تمایل دارند برای ارائه سطح بالاتری از افشا و شفافیت، فشار بیشتری بر مدیران اعمال کنند؛ زیرا مدیران مستقل به شهرت شخصی خود اهمیت می‌دهند؛ بنابراین، استدلال نظری ارتباط مثبتی را بین افشای ریسک شرکت و مدیران مستقل پیشنهاد می‌کند. با وجود این واقعیت که دانلی و مالکاهی (۲۰۰۸) رابطه منفی بین استقلال هیئت‌مدیره و افشای ریسک پیدا می‌کنند (Donnelly & Mulcahy, 2008)، لوپس و رودریگز (۲۰۰۷) گزارش می‌دهند رابطه بین افشای ریسک و مدیران مستقل ناچیز است (Lopes & Rodrigues, 2007).

از آنجایی که شرکت‌های بزرگ تعداد بیشتری سهامداران دارند، انتظار می‌رود هزینه سیاسی در شرکت‌های بزرگ‌تر بیشتر باشد؛ بنابراین، مدیران شرکت‌های بزرگ‌تر انگیزه افشای اطلاعات مرتبط با ریسک را دارند؛ زیرا هزینه سیاسی برای آنها بیشتر است؛ از این رو، انتظار می‌رود افشای ریسک به‌طور مثبت با اندازه شرکت مطابق با تئوری هزینه

می‌برد، مدیران شرکت انگیزه‌هایی برای افشای اطلاعات مرتبط با ریسک بیشتر برای غلبه بر کمبود منابع مالی دارند. شواهد تجربی در ادبیات مربوط به ارتباط بین گزارش ریسک وجود ندارد؛ و باین‌حال، مزحم (۲۰۱۱) با استفاده از روش‌های رگرسیون مختلف، یک نتیجه ترکیبی برای رابطه بین نقدینگی و افشای ریسک پیدا می‌کند (Muzahem, 2011). رشد شرکت از دیگر علل احساس ریسک است که به‌طور بالقوه ابزار مفیدی است و انگیزه‌ای برای مدیران به‌منظور افشای اطلاعات بیشتر مربوط به افشای ریسک باشد. این رشد ممکن است مشکل عدم تقارن اطلاعات بین یک شرکت و مؤسسات مالی را کاهش دهد که به‌نوبه‌خود ممکن است توانایی در دستیابی به منابع مالی خارجی موردنیاز برای نیازهای آتی را نیز بهبود بخشد؛ باین‌حال، برخی از شرکت‌های دیگر، ممکن است توانایی خود را برای به دست آوردن کنترل داخلی و تجربه رشد سریع نداشته باشند و این می‌تواند به‌طور بالقوه منجر به تضاد ریسک ذاتی شود؛ باین‌حال، ممکن است برای شرکت‌ها این امکان وجود داشته باشد که از این خطر اجتناب کنند و انگیزه مدیریت را برای گزارش هرگونه ضعف در کنترل داخلی افزایش دهند (Khurana et al., 2006).

پیامدهای احساس ریسک

تدوین‌کنندگان اصول و ضوابط حسابداری و وضع‌کنندگان مقررات بازار سرمایه برای حمایت از منافع سرمایه‌گذاران، شرکت‌ها را موظف به افشای اطلاعات می‌کنند. از مهم‌ترین دلایل اقامه‌شده برای وضع مقررات افشای اطلاعات در حوزه حسابداری عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه سرمایه میان مدیریت و سایرین است (یعقوب‌نژاد و ذبیحی، ۱۴۰۱).

باعث کاهش مسائل مرتبط با عدم ارائه سطح موردنیاز اطلاعات بین مدیران و نمایندگان می‌شود (Watts & Zimmerman, 1983). مطالعات قبلی تأثیر نوع حسابرس بر خط‌مشی و سطح افشا در گزارش‌های سالانه را شناسایی کرده است. کمپبل و همکاران (۲۰۱۴) معتقدند مؤسسات حسابرسی بزرگ بر پذیرش استانداردهای حسابرسی تأثیر می‌گذارند؛ زیرا آنها به دنبال حفظ سطح استقلال خود هستند که باعث افزایش شهرت آنها و توسعه مزیت رقابتی سازمان در بازار می‌شود (Campbell et al., 2014). علاوه بر این، تئوری نمایندگی معتقد است مؤسسات حسابرسی بزرگ شانس بیشتری برای ارائه اطمینان بیشتر به سهامداران دارند که ممکن است بر شناسایی کاهش هزینه‌های مربوط به نظارت موجود تأثیر بگذارد. از طریق تحلیل تئوری و ادبیات، ارتباط مثبت بین نوع حسابرس و سطح افشای ریسک است.

ارتباط بین گزارش ریسک و نقدینگی را می‌توان با تئوری نیاز سرمایه توضیح داد. نقدینگی نشان‌دهنده توانایی مالی یک شرکت برای انجام تعهدات کوتاه‌مدت خود است؛ بنابراین، بدهکاران، سهامداران و ذینفعان نسبت به نسبت نقدینگی شرکت‌ها نگران‌اند. می‌توان استدلال کرد وقتی یک شرکت با کمبود نقدینگی مواجه می‌شود، مدیران مایل‌اند اطلاعات مرتبط با ریسک بیشتری را افشا کنند تا سرمایه‌گذاران را جذب کنند و نیازهای آنها را با ارائه سطح بالاتری از شفافیت برآورده کنند؛ در نتیجه، مدیران می‌توانند منابع مالی بیشتری، جمع‌آوری و بر مشکلات کمبود نقدینگی غلبه کنند؛ بنابراین، نظریه نیاز به سرمایه، رابطه منفی بین نقدینگی و گزارش ریسک را پیشنهاد می‌کند. هنگامی که یک شرکت از کمبود نقدینگی رنج

سرمایه‌گذاران باشد. شرکت‌هایی که به دنبال به دست آوردن منبع مالی خارجی نیستند، معمولاً نیازی به افشای داوطلبانه ریسک ندارند؛ باین‌حال، اگر شرکت فرصت‌هایی را برای دستیابی به سطوح رشد بالا تجربه کند و اگر الزامات برای افشای اجباری به‌اندازه کافی کم باشد و عدم تقارن اطلاعاتی بالا وجود داشته باشد، ممکن است مدیران انگیزه داشته باشند که به‌طور داوطلبانه افشاگری کنند. با توجه به افشای داوطلبانه، نظریه علامت‌دهی پیش‌بینی می‌کند در صورت عدم تقارن اطلاعاتی، سرمایه‌گذاران ممکن است نتوانند شرکت‌های با کیفیت بالا را از شرکت‌های باکیفیت پایین متمایز کنند. شرکت‌های دارای سوابق برتر عملکرد مدیریت ریسک، انگیزه بیشتری برای افشای اطلاعات ریسک بیشتری دارند تا بتوانند از گزارش این اطلاعات اضافی از نظر تعدیل قیمت سهام به سمت بالا سود ببرند (Woods & Reber, 2003). در رابطه با افشای ریسک، ممکن است یک مشکل عدم تقارن اطلاعاتی بین یک شرکت و کاربران خارجی آن وجود داشته باشد. این می‌تواند شانس مدیر را برای افزایش سرمایه در صورت نیاز کاهش دهد که وقتی شرکت‌ها سعی می‌کنند با کمترین هزینه ممکن در بازارهای سرمایه، سرمایه خود را افزایش دهند، به‌ویژه زمانی که با رقابت سایرین بر سر نوع اوراق بهادار ارائه‌شده و شرایط انتشار و بازده آتی مواجه می‌شوند، ریسک‌ها و عدم قطعیت‌های خاصی ایجاد می‌شود. ریسک‌ها بیشتر در رابطه با اوراق بهادار آن ممکن است باعث شود سرمایه‌گذاران برای کمک به ارزیابی ریسک‌ها جریان‌های نقدی موجود و آتی و همچنین ارزش اوراق بهادار و برای کمک به اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری مناسب، اطلاعات بیشتری را

مدیران شرکت‌ها ممکن است انگیزه‌ای برای مشارکت در افشای ریسک داشته باشند؛ زیرا آنها باید با کمترین هزینه ممکن سرمایه را افزایش دهند؛ همان‌طور که توسط تئوری‌های سفارش و نیاز سرمایه پیشنهاد می‌شود. مدیران شرکت‌ها متقاعد می‌شوند تا افشای اطلاعات مربوط به ریسک را افزایش دهند تا از کاهش هزینه سرمایه بهره‌مند شوند. سطح بالاتر افشا منجر به کاهش احساس ریسک و کاهش هزینه می‌شود. زمانی که عدم تقارن اطلاعاتی حاکم باشد، شرکت‌های ریسک‌پذیر نرخ بهره بالاتری را به بدهی‌ها می‌پردازند و ارزش سهام خود را پایین‌تر خواهند داشت.

استدلال می‌شود ریسک اطلاعات، زمانی کاهش می‌یابد که سطح بالایی از اطلاعات گزارش شود و از این‌رو، سرمایه‌گذاران می‌توانند نرخ بازده کمتری را بپذیرند. علاوه بر این، تئوری‌های دستور و نیاز به سرمایه نیز می‌توانند ارتباط منفی بین احساس ریسک و هزینه سرمایه را توضیح دهند. زمانی که بنگاه‌ها به نقدینگی نیاز دارند، انگیزه افشای اطلاعات مرتبط با ریسک را برای جذب سرمایه‌گذاران و افزایش سرمایه با کمترین هزینه ممکن خواهند داشت (Healy & Palepu, 2001).

توسعه تئوری علامت‌دهی در تلاشی برای توضیح پدیده عدم تقارن اطلاعات در بازارهای کار با اتخاذ طیفی از رشته‌ها شامل افشای اطلاعات صورت گرفت. عدم تقارن اطلاعات به‌طور بالقوه زمانی رخ می‌دهد که یک طرف در یک بازار مقدار بیشتری اطلاعات نسبت به طرف دیگر داشته باشد (Campbell et al., 2014). احساس ریسک می‌تواند یک روش بسیار مؤثر برای به حداقل رساندن مشکل عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و

بررسی کردند. یافته‌های این پژوهش شواهدی از نقش عمده احساس ریسک استخراج شده، به‌عنوان شاخصی از ریسک‌های مالی ارائه می‌دهد و نشان می‌دهد احساس ریسک بر عملکرد مالی اثرگذار است (Myšková & Hájek, 2020).

ایسیکا (۲۰۱۸) در پژوهشی با عنوان «فاکتورهای افشا ریسک و هزینه بدهی در شرکت‌های بورس نیویورک» از شش فاکتور ریسک قوانین، ریسک مالی، ریسک مالیات، ریسک دعاوی حقوقی، ریسک اقتصاد کلان و ریسک عملیاتی، با روش تحلیل محتوا برای سنجش افشا ریسک در گزارش‌های مالی استفاده کرده است. نتایج نشان می‌دهند در بازارهای بدهی، فاکتورهای افشا ریسک، حاوی اطلاعات مفید هستند و مشخصات ریسک شرکت‌ها در هزینه بدهی آنها منعکس می‌شود. وام‌دهندگان عمومی، فاکتورهای افشا ریسک را به‌عنوان نماینده ریسک شرکت در نظر می‌گیرند. همچنین، ریسک مالی بیشترین تأثیر بر هزینه بدهی دارد (Isiaka, 2018).

پارابونی و همکاران (۲۰۱۸) در پژوهشی با عنوان «رابطه بین احساسات و ریسک در بازارهای مالی» ضرایب ارتباط بین معیارهای احساس بازار و ریسک را در بازارهای ایالات متحده، آلمان و چین تخمین زده‌اند. از نظر ریسک، چهار معیار انحراف معیار، ارزش در معرض ریسک، کسری مورد انتظار و ریسک انحراف در نظر گرفته شد. برای احساسات بازار، داده‌ها با استفاده از فناوری سیگنال روانی که براساس رفتار سرمایه‌گذاران در شبکه‌های اجتماعی است، جمع‌آوری شده‌اند. نتایج حاکی از وجود ارتباط آماری معنادار است که جهت ارتباط دارای معنای مالی است. علاوه بر این، یافته‌های تجربی برای همه اندازه‌گیری‌های ریسک معتبرند.

درخواست کنند؛ در نتیجه، مدیران ممکن است انتخاب کنند اطلاعات افشای داوطلبانه بیشتری را از طریق گزارش‌های سالانه خود افشا کنند؛ در نتیجه، مشکل عدم تقارن اطلاعات و عدم قطعیت کاربران را کاهش دهند و سرمایه بیشتری را نسبت به رقبای خود جذب کنند.

دائویی و بوروئیس (۲۰۲۲) در پژوهشی با عنوان «واکنش نامتقارن بازارهای سهام به احساسات ریسک: یک مدل جدید قیمت‌گذاری دارایی» از یک رویکرد خود رگرسیون غیرخطی (NARDL) برای مدل‌سازی ارتباط نامتقارن بین بازده سهام ایالات متحده و مجموعه‌ای از متغیرهای مستقل از جمله احساسات سرمایه‌گذار استفاده کرده‌اند. نتایج پژوهش نشان می‌دهند احساسات سرمایه‌گذار نقش محوری در بازار سهام دارد. همچنین، احساسات سرمایه‌گذار به‌عنوان یک ریسک سیستماتیک عمل می‌کند که ممکن است توسط بازار سهام قیمت‌گذاری شود و سرمایه‌گذاران با احساسات کم (بدبینی) به‌طور کلی بیشتر از سرمایه‌گذاران دارای احساسات بالا (خوش‌بینی، اعتماد به نفس بیش از حد) بیشترند و احتمال موفقیت آنها بسیار بیشتر است (Dhaoui & Bourouis, 2022).

مسکوا و حجک (۲۰۲۰) در پژوهشی با عنوان «استخراج احساس‌های مرتبط با ریسک در گزارش‌های سالانه شرکت‌ها و تأثیر آن بر عملکرد مالی» با استفاده از لیست کلمه‌های خاص (با برچسب ریسک منفی و مثبت) که برای ریسک‌های مالی شرکت ایجاد کردند، اقدام به استخراج احساس ریسک گزارش‌های متنی مدیریت کردند و ارتباط آنها را با عملکرد مالی شرکت شامل بدهی، ارزش بازار، سودآوری و ریسک ورشکستگی

اطلاعات خاص شرکت، هم‌زمانی بازده سهام را کاهش می‌دهد.

خوش‌خلق و وکیلی فرد (۱۴۰۰) در پژوهشی با عنوان «تبیین اثر ابعاد سیاسی و اخلاقی رفتارهای مدیریت بر سطح افشای ریسک در گزارشگری مالی سالانه در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران» 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 می‌دهند در میان ابعاد سیاسی و اخلاقی رفتارهای مدیریتی، رفتارهای خوش‌بینانه مدیران، رفتار نمایندگی مدیر، مدیریت سود و هزینه سیاسی ناشی از رفتار مدیریت با کاهش شفافیت محیط گزارشگری سبب کاهش افشای ریسک در گزارشگری مالی سالانه می‌شود. همچنین، نتایج مؤید آن است که رفتار کوتاه‌بینانه مدیران اثر معناداری بر سطح افشای ریسک در گزارشگری مالی سالانه ندارد.

خوش‌خلق و طالب نیا (۱۴۰۰) در پژوهشی با عنوان «تبیین اثر مفاهیم گزارشگری مالی بر سطح افشای ریسک در گزارشگری مالی سالانه در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران» لغاتی مانند ریسک، عدم اطمینان، دادرسی، مبهم، ناپایدار، چالش، دشوار، فشار، نامطلوب، متناقض، پیچیده، متنوع، خلاف و ... را لغات کلیدی

نتایج با تئوری چشم‌انداز مطابقت دارند؛ زیرا زمانی که احساسات نشان‌دهنده نقدینگی پایین است (مقدار منفی برای تفاوت بین شدت صعودی و نزولی)، سرمایه‌گذاران سعی می‌کنند حجم مذاکره را کاهش دهند که تأثیر مثبتی بر ریسک دارد. همچنین، در سناریوی معکوس، زمانی که احساسات حاکی از نقدینگی بالا باشد، افزایش حجم مذاکره و در نتیجه، کاهش ریسک وجود دارد (Paraboni, 2018).

زریک و لوهیچی (۲۰۱۷) در پژوهشی با عنوان «احساس ریسک و نقدینگی شرکت‌ها در بازار فرانسه» با استفاده از داده‌های تابلویی، تأثیر احساسات ریسک بر نقدینگی بازار را بررسی و از شش لیست کلمات ریسک «نامطمئن، ضعیف، منفی، قانونی، فرصت و مسئولیت اجتماعی و محیطی برای اندازه‌گیری احساس ریسک استفاده کرده‌اند. نتایج پژوهش نشان می‌دهند لحن ریسک شدید و اطلاعات نامشخص در گزارش‌های سالانه منجر به کاهش نقدینگی می‌شود. علاوه بر این، متغیر تمایل ریسک بر نقدینگی تأثیر می‌گذارد (Zreik & Louhichi, 2017).

مهرادی و همکاران (۱۴۰۰) در پژوهشی با عنوان «تأثیر محافظه‌کاری در افشای ریسک بر محتوای اطلاعاتی حسابداری و هم‌زمانی بازده سهام» به بررسی تأثیر محافظه‌کاری در افشای ریسک بر محتوای اطلاعاتی حسابداری و هم‌زمانی بازده سهام پرداخته‌اند. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهند محافظه‌کاری در افشای ریسک، محتوای اطلاعاتی حسابداری را افزایش می‌دهد. همچنین، نتایج نشان می‌دهند محافظه‌کاری در افشای ریسک به‌واسطه افزایش شفافیت

فرضیه دوم: ساختار مالکیت شرکت تأثیر مثبت و معناداری بر احساس ریسک گزارش‌های سالانه شرکت‌ها دارد.

فرضیه سوم: عملکرد مالی شرکت تأثیر مثبت و معناداری بر احساس ریسک گزارش‌های سالانه شرکت‌ها دارد.

فرضیه چهارم: عوامل کلان اقتصادی شرکت تأثیر مثبت و معناداری بر احساس ریسک گزارش‌های سالانه شرکت‌ها دارد.

فرضیه پنجم: ویژگی‌های ساختاری شرکت تأثیر مثبت و معناداری بر احساس ریسک گزارش‌های سالانه شرکت‌ها دارد.

فرضیه ششم: ویژگی‌های هیئت‌مدیره تأثیر مثبت و معناداری بر احساس ریسک گزارش‌های سالانه شرکت‌ها دارد.

فرضیه هفتم: احساس ریسک گزارش‌های سالانه شرکت‌ها تأثیر مثبت و معناداری بر عدم تقارن اطلاعاتی دارد.

فرضیه هشتم: احساس ریسک گزارش‌های سالانه شرکت‌ها تأثیر مثبت و معناداری بر هزینه سرمایه دارد.

فرضیه نهم: حساسیت شرکت تأثیر مثبت و معناداری بر عملکرد مالی دارد.

فرضیه دهم: ساختار مالکیت شرکت تأثیر مثبت و معناداری بر عدم تقارن اطلاعاتی دارد.

فرضیه یازدهم: ساختار مالکیت شرکت تأثیر مثبت و معناداری بر عملکرد مالی دارد.

فرضیه دوازدهم: ویژگی‌های هیئت‌مدیره شرکت تأثیر مثبت و معناداری بر عملکرد مالی دارد.

فرضیه سیزدهم: عوامل کلان اقتصادی شرکت تأثیر مثبت و معناداری بر هزینه سرمایه دارد.

برای ریسک در نظر گرفتند و آنها را از طریق تحلیل محتوا از متن استخراج کردند و تکرار آنها را به عنوان شاخص افشا ریسک برای هر شرکت در نظر گرفتند. نتایج نشان دادند شاخص کیفیت گزارشگری مالی، راهبری شرکتی و کیفیت حسابرسی اثر مثبت معناداری بر افشای ریسک در گزارشگری مالی سالانه دارند.

خیام‌پور 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 دادند افشای مؤلفه‌های ریسک در سطح شرکت حاوی اطلاعات سودمند است و موجب سرعت تأثیر اطلاعات در قیمت بازار سهام شرکت‌ها می‌شود.

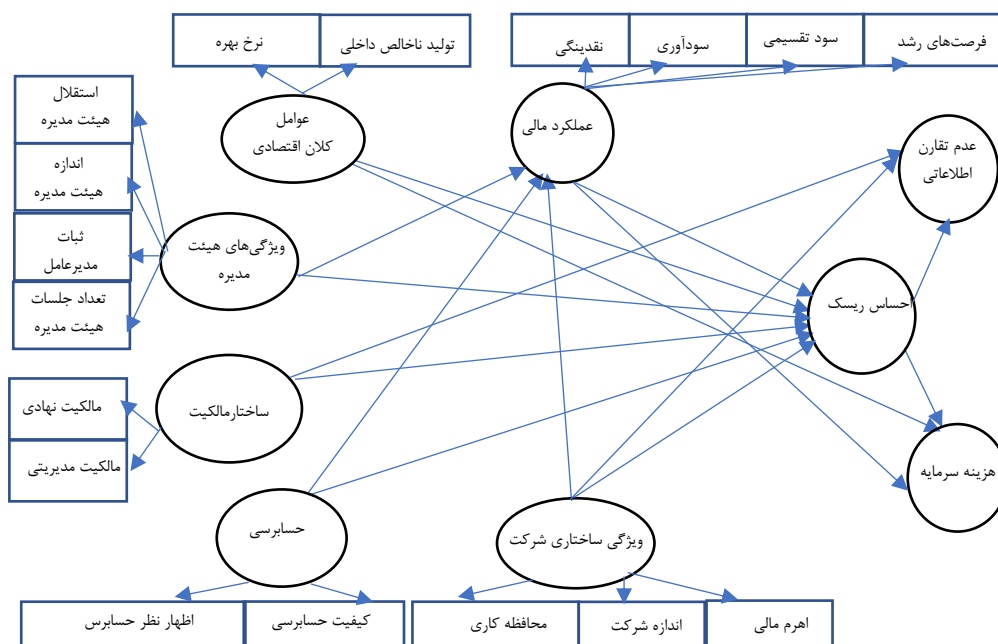
فرضیه‌های پژوهش

در راستای اهداف پژوهش، با توجه به مبانی نظری و پیشینه پژوهش، فرضیه‌ها به شرح زیر تبیین می‌شوند:

فرضیه اول: حساسیت شرکت تأثیر مثبت و معناداری بر احساس ریسک گزارش‌های سالانه شرکت‌ها دارد.

فرضیه شانزدهم: ویژگی‌های ساختاری شرکت تأثیر مثبت و معناداری بر عملکرد مالی دارد. با توجه به مطالب گفته‌شده، پژوهش حاضر از مدل مفهومی شکل زیر پیروی می‌کند.

فرضیه چهاردهم: عملکرد مالی شرکت تأثیر مثبت و معناداری بر هزینه سرمایه دارد. فرضیه پانزدهم: ویژگی‌های ساختاری شرکت تأثیر مثبت و معناداری بر عدم تقارن اطلاعاتی دارد.



شکل ۱: مدل مفهومی پژوهش

یک یا چند متغیر مکنون با کمک متغیرهای مشاهده‌پذیر را داراست (خوش‌خلق و وکیلی‌فرد، ۱۴۰۰). برای آزمون فرضیه‌های پژوهش مسیر دوم‌مرحله‌ای طی می‌شود؛ بدین صورت که ابتدا از رویی سنج‌های متغیر مکنون و برازش مطلوب الگوی اندازه‌گیری اطمینان، حاصل و سپس به بررسی الگوی ساختاری پرداخته می‌شود. پژوهش حاضر از نظر زمانی برای دوره ۱۳۸۷-۱۳۹۹ و از نظر مکانی، شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است. نمونه آماری پژوهش با استفاده از روش نمونه‌گیری حذفی سیستماتیک انتخاب شد و شرکت‌هایی که ویژگی‌های مدنظر را نداشتند، از نمونه آماری حذف شدند. این ویژگی‌ها عبارت‌اند از:

روش پژوهش

روش پژوهش در این مطالعه از نظر هدف، کاربردی و از جنبه طرح، از نوع «علی و پس‌رویدادی» است. با توجه به مبانی نظری، احساس ریسک و عوامل و پیامدهای تعیین‌کننده، ارتباط علت و معلولی با یکدیگر دارند که احساس ریسک معلول و عوامل و پیامدهای تعیین‌کننده علت آن است؛ بنابراین، می‌توان روابط بین این متغیرها را به صورت الگوی علی مانند الگوی معادلات ساختاری در یک چارچوب منسجم فرموله کرد. الگوی معادلات ساختاری اساساً ترکیب الگوهای مسیر و الگوهای تحلیل عاملی تأییدی است؛ بدین صورت که هم ویژگی الگوی چندمتغیری تحلیل مسیر و هم ویژگی اندازه‌گیری

کدگذاری کلمات در برابر یک طرح واره خاص مورد علاقه است (Bowman, 1984). کریپندورف (۲۰۱۸) تجزیه و تحلیل محتوا را به عنوان یک تکنیک تحقیقاتی برای استنتاج قابل تکرار و معتبر از داده‌ها ارائه می‌کند (Krippendorff, 2018). علاوه بر این، بومن (۱۹۸۴) تأیید می‌کند تجزیه و تحلیل محتوای گزارش‌های سالانه می‌تواند برای درک برخی از مسائل استراتژی شرکت مفید واقع شود و به عنوان منبع اولیه یا تکمیلی اطلاعات عمل کند (Bowman, 1984). چندین مطالعه از تحلیل محتوا برای بررسی سطح افشای ریسک گزارش‌های سالانه استفاده کردند. آبراهام و کاکس (۲۰۰۷) فهرستی از کلمات کلیدی را گردآوری کردند و ریسک را در سه زمینه ریسک به عنوان تغییر، ریسک به عنوان عدم اطمینان و ریسک به عنوان فرصت جمع‌آوری کردند. برای ریسک به عنوان تغییر، آنها از «تغییر، نوسان و دامنه» استفاده کرده‌اند. برای ریسک به عنوان عدم اطمینان، آنها از «عدم قطعیت، غیرمنتظره، احتمال، غافلگیری و شوک» استفاده کرده‌اند؛ اما برای ریسک به عنوان فرصت از «فرصت، چشم‌انداز، پتانسیل، مثبت و مزیت» استفاده کرده‌اند (Abraham & Cox, 2007). 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 (Loughran & McDonald, 2013). علاوه بر این، نویسندگان متن را برای بسامدهای ساده فهرست‌های کلمات مختلف بررسی کرده‌اند. برای به دست آوردن اندازه‌های از لحن سند، آنها از فهرست کلمات لوگران و مک‌دونالد (۲۰۱۳) استفاده کرده‌اند تا کلمات را به دسته‌های مالی، منفی، مثبت، قانونی و سیستماتیک طبقه بندی کنند. تمام مراحل ذکر شده

۱. شرکت باید قبل از سال ۱۳۸۷ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده و تا پایان سال ۱۳۹۹ در بورس فعال باشد.
 ۲. شرکت در سال‌های ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۹ تغییر سال مالی نداده و سال مالی آنها به پایان اسفندماه منتهی باشد.
 ۳. شرکت فعالیت مستمر داشته و وقفه معاملاتی بیش از ۳ ماه در محدوده تعیین شده نداشته باشد.
 ۴. جزو شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه‌گری مالی، لیزینگ و بانکی نباشد.
- در نهایت با اعمال این محدودیت‌ها، ۱۳۰ شرکت، به عنوان نمونه پژوهش انتخاب شد. پس از طبقه‌بندی اطلاعات شرکت‌های نمونه در نرم‌افزار Excel، برای شمارش فراوانی کلمات احساس ریسک در هر گزارش از نرم‌افزار مکس کیودا و سپس از نرم‌افزار PLS برای تحلیل‌های آماری استفاده شد.

متغیرهای پژوهش و نحوه محاسبه آنها

در مدل مفهومی پژوهش حاضر، متغیر وابسته احساس ریسک گزارش‌های سالانه و هزینه سرمایه و عدم تقارن اطلاعاتی متغیرهای مستقل‌اند. همچنین، عوامل و پیامدهای تعیین‌کننده احساس ریسک که عبارت‌اند از: (عملکرد مالی، ویژگی‌های هیئت‌مدیره، حساسی، ویژگی ساختاری شرکت، ساختار مالکیت و ویژگی‌های کلان اقتصادی) به عنوان متغیرهای کنترلی شناخته شده‌اند. تعریف عملیاتی و نحوه محاسبه هریک از متغیرهای فوق به شرح زیر است:

احساس ریسک (RS): در این پژوهش احساس ریسک از دیدگاه سرمایه‌گذاران با استفاده از تحلیل محتوا اندازه‌گیری شده است. این رویکرد شامل

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 براساس گزارش فعالیت هیئت‌مدیره و صورت‌های مالی و یادداشت‌های توضیحی و گزارش تفسیری مدیریت مورد بررسی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران تهیه شده است. برای تهیه این لغت نامه 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 پارس پی‌دی‌اف تبدیل به فایل ورد (فایل مبتنی قابل پردازش) شده‌اند. همچنین، نام شرکت‌ها، جداول و شکل‌ها (براساس پژوهش‌های قبلی اعتقاد بر آن است که قسمت‌های مذکور فاقد اطلاعات در رابطه با احساس ریسک‌اند) حذف شده است. در مرحله بعد از طریق افزونه ویراستیار در نرم‌افزار مایکروسافت ورد، اقدام به استانداردسازی نویسه‌های متن شد. در ادامه، فایل‌های مذکور وارد نرم‌افزار مکس کیودا شدند و با استفاده از قابلیت‌های این نرم‌افزار، مجموعه لغاتی از تمام کلمات متن‌های مورد بررسی تهیه شد. از لغت‌نامه مذکور، اعداد، کلمه‌های انگلیسی موجود در لغت‌نامه، علائمی از قبیل ستاره، تیک و ... حذف شدند و کلمات باقیمانده می‌باید برچسب‌گذاری شوند (به عنوان لغات مثبت، منفی و عدم قطعیت و ... طبقه‌بندی شوند).

گام دوم: محاسبه تعداد کلمات مثبت و منفی و عدم قطعیت، فرصت، مالی، سیستماتیک، تغییر،

در بالا در این پژوهش حاضر اتخاذ شده‌اند. به‌منظور اندازه‌گیری احساسات ریسک، فهرست‌های واژه‌ای در نظر گرفته شده است که مسکوا و حجک (۲۰۲۰)، لی (۲۰۰۶) و آبراهاما و کاکس (۲۰۰۷) استفاده کرده‌اند که ریسک را توضیح می‌دهد (Myšková & Hájek, 2020; Li, 2006; Abraham & Cox, 2007). 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 شده‌اند تا مترادف آنها را نیز در برگیرد. در نهایت، از سه متخصص در حوزه ریسک مالی خواسته شده است تا فهرست کلمات را بررسی کنند 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 (Linsley & Shrivs, 2005). برای دستیابی به قابلیت اطمینان، نمونه‌ای از ۳۰ گزارش سالانه به‌طور تصادفی، انتخاب 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 با فهرست‌های کلمه‌ای که توسط سایر متون یادشده 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

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، به نرم‌افزار مکس کیودا معرفی شده 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، تغیر، دعاوی حقوقی، مالیات و حقوقی و نظارت محاسبه کرده و با استفاده از قابلیت‌های این نرم‌افزار، مجموعه لغاتی از تمام کلمات متن‌های مدنظر تهیه شده 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، تغیر، دعاوی حقوقی، مالیات و حقوقی و نظارت هر گزارش، احساس ریسک به شیوه زیر محاسبه می‌شود:

$$RS = \frac{\text{تعداد کلمات احساس ریسک}}{\text{تعداد کل کلمات گزارش}} \quad \text{رابطه (۱)}$$

اهرم مالی: برای سنجش اهرم شرکت از نسبت

بدهی استفاده می‌شود که از تقسیم ارزش دفتری جمع بدهی‌ها بر جمع دارایی‌ها به دست می‌آید (خوش‌خلق و طالب‌نیا، ۱۴۰۰). **اندازه شرکت:** این متغیر برحسب لگاریتم طبیعی ارزش بازار سهام شرکت در پایان سال محاسبه می‌شود (حمیدیان و همکاران، ۱۳۹۹). **سودآوری:** این متغیر از تقسیم سود خالص شرکت بر جمع دارایی‌های آن در پایان سال حاصل می‌شود. **سود تقسیمی:** این متغیر از تقسیم سود سهام پرداختی بر جمع دارایی‌ها حاصل می‌شود (خوش‌خلق و وکیلی‌فرد، ۱۴۰۰). **نقدینگی:**

این متغیر برحسب دوره تبدیل وجه نقد یعنی دوره زمانی بین پرداخت بدهی‌ها و دریافت وجه نقد از محل وصول مطالبات محاسبه می‌شود. **فرصت‌های رشد:** این متغیر از نسبت ارزش بازار شرکت به ارزش دفتری آن حاصل می‌شود. ارزش بازار شرکت برابر قیمت سهام شرکت در پایان سال در تعداد سهام منتشره و ارزش دفتری شرکت برابر ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام است (رحمانی و بشیری منش، ۱۳۹۶). **نرخ ارز:** به عنوان معیار ارزش برابری پول ملی یک کشور در برابر کشورهای دیگر (نرخ برابری دلار به ریال) که بانک مرکزی اعلام می‌کند، محاسبه می‌شود. داده‌های مربوط به نرخ ارز از وبگاه بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران استخراج شده است. **نرخ بهره:** براساس نرخ سود علی‌الحساب سپرده‌های بانکی دولتی در نظر گرفته می‌شود که بانک مرکزی اعلام می‌کند. داده‌های مربوط به نرخ بهره از وبگاه بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران استخراج شده است. **تولید ناخالص داخلی:** یکی از مقیاس‌های اندازه‌گیری در اقتصاد است. تولید ناخالص داخلی دربرگیرنده ارزش مجموع کالاها و خدماتی است که طی یک دوران معین، معمولاً یک سال، در یک کشور تولید می‌شود. در این تعریف، منظور از کالاها و خدمات نهایی، کالا و خدماتی است که در انتهای زنجیر تولید قرار گرفته‌اند و برای تولید و خدمات دیگر خریداری نمی‌شوند. این شاخص با استفاده از درصد تغییرات یک سال به سال قبل محاسبه شده است (رضایی و منصوریان، ۱۳۹۸). داده‌های مربوط به تولید ناخالص داخلی از وبگاه بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران استخراج شده است. **محافظه‌کاری:**

این متغیر از طریق شاخص گیولی و هین (۲۰۰۰) به صورت زیر اندازه‌گیری می‌شود:

$$\text{MACO}_{i,t} = (-1/3) * \sum [(\text{OP}_t + \text{DEPR}_t - \text{CFO}_t) / \text{TA}] \quad (\text{رابطه } ۲)$$

که در آن OP: سود عملیاتی، DEPR هزینه استهلاک دارایی‌های ثابت مشهود و نامشهود، CFO: جریان نقدی حاصل از عملیات و TA: مجموع دارایی‌ها. کیفیت حسابرسی: متغیر موهومی در صورتی که شرکت حسابرسی جزو شرکت‌های حسابرسی طبقه‌بندی شده در گروه الف باشد، عدد یک و در غیر این صورت، عدد صفر داده می‌شود (Givoly & Hayn, 2000). اظهار نظر حسابرسی:

متغیر کیفی است که برای اظهار نظر مقبول عدد یک، اظهار نظر مشروط عدد ۰,۵ و برای سایر موارد عدد صفر در نظر گرفته شده است. درصد مالکیت نهادی: برابر درصد سهام نگهداری شده توسط اشخاص حقوقی (خصوصی) از کل سهام سرمایه است. اشخاص حقوقی شامل شرکت‌های بیمه، مؤسسه‌های مالی و بانک‌ها و سایر مؤسسات خصوصی است. ثبات مدیرعامل: تغییر مدیرعامل شرکت در ۳ سال گذشته، یک و در غیر این صورت صفر. تعداد جلسات هیئت‌مدیره: این متغیر برحسب تعداد جلسات هیئت‌مدیره در طی سال محاسبه می‌شود (رحمانی و بشیری‌منش، ۱۳۹۶).

اندازه هیئت‌مدیره: این متغیر براساس تعداد اعضای هیئت‌مدیره محاسبه می‌شود. استقلال هیئت‌مدیره: این معیار برحسب درصد اعضای غیرموظف هیئت‌مدیره حاصل می‌شود که از نسبت اعضای غیرموظف (مستقل) هیئت‌مدیره به کل اعضای هیئت‌مدیره به دست می‌آید (خیام‌پور و همکاران، ۱۳۹۹). عدم تقارن اطلاعاتی: برای سنجش عدم تقارن اطلاعاتی از الگوی ارائه شده هوانگ و استول (۱۹۹۶) استفاده شده است. آنها عدم تقارن

اطلاعاتی را از طریق الگوی درصد اثر قیمت زیر به دست آورده‌اند:

$$\text{رابطه } (۳) \quad 2 \times \text{Dit} \times (\text{Vit} - \text{Mid it}) / \text{Mid it} \times 100 = \text{قیمت اثر درصد}$$

که در آن Vit، سنجش ارزش اقتصادی ذاتی دارایی است که از طریق میانگین قیمت‌های روز قبل از اعلام سود، روز اعلام سود و روز بعد از اعلام سود به دست آمده است؛ Mid it، میانگین قیمت‌های معامله‌شده در دو هفته قبل از اعلام سود است که از طریق جمع قیمت‌های معامله‌شده در پایان هرروز تقسیم بر تعداد روزهای معامله‌شده به دست آمده است؛ و Dit متغیر تعدیل‌کننده است که اگر قیمت پایین‌تر از قیمت میانی باشد، ۱- و در غیر این صورت برابر با ۱ است (Huang & Stoll, 1996). هزینه سرمایه: هزینه سرمایه شرکت در کل، میانگین موزون هزینه‌های اجزای تشکیل‌دهنده سرمایه است که در آن، ضرایب به کاررفته برای هر جزء، میزان هر جزء نسبت به کل سرمایه به کاررفته در شرکت است. برای محاسبه میانگین موزون نرخ هزینه سرمایه، از رابطه ۲ استفاده شده است:

$$\text{رابطه } (۴) \quad K_0 = (W_d \times K_d) + (W_p \times K_p) + (W_s \times K_s) + (W_e \times K_e)$$

در رابطه ۴:

در رابطه بالا: k_0 میانگین موزون هزینه سرمایه / K_p : نرخ هزینه سرمایه سهام ممتاز / W_d : درصد مشارکت بدهی در کل سرمایه / W_p : درصد مشارکت سهام ممتاز در کل سرمایه / W_s : درصد مشارکت سهام عادی در کل سرمایه / W_e : درصد مشارکت سود انباشته در کل سرمایه است / k_s : نرخ هزینه سهام عادی موجود است که از طریق رابطه ۵ به دست می‌آید:

$$\text{رابطه } (۵) \quad K_s = \frac{D_1}{P_0} + g$$

که در آن:

بیان‌کننده هزینه انتشار و به صورت درصدی از قیمت فروش سهام باشد، فرمول مربوط به محاسبه هزینه سهام عادی جدید (K_e) به صورت زیر خواهد بود (ستایش و همکاران، ۱۳۹۲):

$$K_e = \frac{D_1}{P_0 (1)} + g \quad (\text{رابطه ۶})$$

در نگاره ۱ نحوه محاسبه متغیرهای پژوهش بیان شده است.

K_s : نرخ هزینه سهام عادی موجود، D_1 : سودی که در پایان سال اول پرداخت می‌شود، P_0 : ارزش سهام عادی در ۱۵ مرداد (زمان صفر)، g : نرخ رشد (که در مدل، فرض می‌شود در طول زمان ثابت خواهد بود) است / K_e : سرمایه سهام جدید است که هزینه سهام عادی جدید از سهام عادی موجود بیشتر است؛ زیرا مشمول هزینه‌های مربوط به فروش و انتشار سهام جدید نیز خواهد بود. اگر f

نگاره ۱: نحوه محاسبه متغیرهای پژوهش

متغیر اصلی	متغیرهای مشاهده‌پذیر	نحوه محاسبه
عملکرد مالی	نقدینگی	این متغیر برحسب دوره تبدیل وجه نقد یعنی دوره زمانی بین پرداخت بدهی‌ها و دریافت وجه نقد از محل وصول مطالبات محاسبه می‌شود
	سود تقسیمی	این متغیر از تقسیم سود سهام پرداختی بر جمع دارایی‌ها حاصل می‌شود.
	سودآوری	این متغیر از تقسیم سود خالص شرکت بر جمع دارایی‌های آن در پایان سال حاصل می‌شود.
ویژگی‌های هیئت‌مدیره	فرصت‌های رشد	این متغیر از نسبت ارزش بازار شرکت به ارزش دفتری آن حاصل می‌شود. ارزش بازار شرکت برابر قیمت سهام شرکت در پایان سال در تعداد سهام منتشره و ارزش دفتری شرکت برابر ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام است.
	اندازه هیئت‌مدیره	این متغیر براساس تعداد اعضای هیئت‌مدیره محاسبه می‌شود.
	استقلال هیئت‌مدیره	این معیار برحسب درصد اعضای غیرموظف هیئت‌مدیره حاصل می‌شود که از نسبت اعضای غیرموظف (مستقل) هیئت‌مدیره به کل اعضای هیئت‌مدیره به دست می‌آید.
	ثبات مدیرعامل	تغییر مدیرعامل شرکت در ۳ سال گذشته، یک و در غیر این صورت، صفر
حسابرسی	تعداد جلسات هیئت‌مدیره	این متغیر برحسب تعداد جلسات هیئت‌مدیره در طی سال محاسبه می‌شود.
	کیفیت حسابرسی	اندازه یا بزرگی مؤسسه حسابرسی معیار کیفیت حسابرسی است. به این ترتیب که اگر حسابرس شرکت، سازمان حسابرسی باشد، عدد یک و در غیر این صورت، عدد صفر لحاظ می‌شود.
ویژگی ساختاری شرکت	اظهاریت حسابرسی	متغیر کیفی است که برای اظهار عدد یک، اظهار نظر مشروط عدد ۵ و برای سایر موارد عدد صفر در نظر گرفته شده است.
	اهرم مالی	از نسبت بدهی که از تقسیم ارزش دفتری جمع بدهی‌ها بر جمع دارایی‌ها به دست می‌آید.
	اندازه شرکت	این متغیر برحسب لگاریتم طبیعی ارزش بازار سهام شرکت در پایان سال محاسبه شده است.
ساختار مالکیت	محافظة کاری	این متغیر از طریق شاخص گیولی و هان به صورت زیر اندازه‌گیری می‌شود: $MACO_i, t = (-1/3) * \sum [(OPT + DEPR_t - CFO_t) / TA]$ که در آن OP : سود عملیاتی، $DEPR$: هزینه استهلاک دارایی‌های ثابت مشهود و نامشهود، CFO : جریان نقدی حاصل از عملیات و TA : مجموع دارایی‌ها.
	مالکیت نهادی	برابر درصد سهام نگهداری شده توسط اشخاص حقوقی (خصوصی) از کل سهام سرمایه است. اشخاص حقوقی شامل شرکت‌های بیمه، مؤسسه‌های مالی و بانک‌ها و سایر مؤسسات خصوصی است.
	مالکیت مدیریتی	این متغیر به صورت مجموع درصد سهام هریک از اعضای هیئت‌مدیره در شرکت محاسبه می‌شود که برابر است با:

متغیر اصلی	متغیرهای مشاهده‌پذیر	نحوه محاسبه
		$\text{مالکیت مدیریتی} = \frac{\text{تعداد سهام هیئت مدیره}}{\text{تعداد سهام منتشره}}$
هزینه سرمایه		<p>هزینه سرمایه شرکت در کل، میانگین موزون هزینه‌های اجزای تشکیل‌دهنده سرمایه است که در آن، ضرایب استفاده‌شده برای هر جزء، میزان هر جزء نسبت به کل سرمایه استفاده‌شده در شرکت است. برای محاسبه میانگین موزون نرخ هزینه سرمایه، از رابطه زیر استفاده شده است:</p> $K_0 = (W_d \times K_d) + (W_p \times K_p) + (W_s \times K_s) + (W_e \times K_e)$ <p>در رابطه بالا:</p> <p>K_0: میانگین موزون هزینه سرمایه / K_p: نرخ هزینه سرمایه سهام ممتاز / W_d: درصد مشارکت بدهی در کل سرمایه / W_p: درصد مشارکت سهام ممتاز در کل سرمایه / W_s: درصد مشارکت سهام عادی در کل سرمایه / W_e: درصد مشارکت سود انباشته در کل سرمایه است.</p>
عدم تقارن اطلاعاتی		<p>برای سنجش عدم تقارن اطلاعاتی از الگوی ارائه‌شده هوانگ و استول استفاده شده است. آنها عدم تقارن اطلاعاتی را از طریق الگوی درصد اثر قیمت زیر به دست آورده‌اند:</p> $\text{درصد اثر قیمت} = \frac{2 \times \text{Dit} \times (\text{Vit} - \text{Mid it})}{\text{Mid it} \times 100}$ <p>که در آن Vit، سنجش ارزش اقتصادی ذاتی دارایی است که از طریق میانگین قیمت‌های روز قبل از اعلام سود، روز اعلام سود و روز بعد از اعلام سود به دست آمده است؛ Mid it، میانگین قیمت‌های معامله‌شده در دو هفته قبل از اعلام سود است که از طریق جمع قیمت‌های معامله‌شده در پایان هر روز تقسیم بر تعداد روزهای معامله‌شده به دست آمده است؛ و Dit متغیر تعدیل‌کننده است که اگر قیمت پایین‌تر از قیمت میانی باشد ۱- و در غیر این صورت، برابر با ۱ است.</p>
ویژگی‌های کلان اقتصادی	نرخ بهره	برابر است با نرخ بهره رسمی که بانک مرکزی اعلام می‌کند.
	نرخ ارز	به‌عنوان معیار ارزش برابری پول ملی یک کشور در برابر کشورهای دیگر (نرخ برابری دلار به ریال) که بانک مرکزی اعلام می‌کند، محاسبه می‌شود.
	تولید ناخالص داخلی	یکی از مقیاس‌های اندازه‌گیری در اقتصاد است. تولید ناخالص داخلی دربرگیرنده ارزش مجموع کالاها و خدماتی است که طی یک دوره معین، معمولاً یک سال، در یک کشور تولید می‌شود. در این تعریف منظور از کالاها و خدمات نهایی، کالا و خدماتی است که در انتهای زنجیر تولید قرار گرفته‌اند و برای تولید و خدمات دیگر خریداری نمی‌شوند. این شاخص با استفاده از درصد تغییرات یک سال به سال قبل محاسبه شده است.

یافته‌ها

تجزیه و تحلیل و آزمون فرضیه‌ها

پس از تبیین مدل مفهومی پژوهش و گردآوری داده‌ها، مهم‌ترین مرحله مدل‌سازی معادلات ساختاری، اعتبارسنجی مدل اندازه‌گیری است. در این بخش، ابتدا آمار توصیفی، سپس روایی و پایایی مدل و در نهایت برازش مدل ساختاری ارائه می‌شود. پژوهشگر به دنبال جواب به این پرسش است که آیا میان علل و پیامدها احساس ریسک در

گزارش‌های سالانه رابطه‌ای وجود دارد یا خیر؛

بنابراین، در این مرحله از تحلیل‌های آماری انتظار بر این است که برآزش داده‌ها به مدل مفهومی پژوهش بر اساس معیارهای علمی پذیرفتنی باشد.

آمار توصیفی

با توجه به نگاره ذیل، آمار توصیفی کلیه متغیرهای پژوهش از نظر شاخص‌های آماری به شرح نگاره (۲) زیر است.

نگاره ۲. آمار توصیفی متغیرها

نام متغیر	نماد متغیر	میانگین	میانه	انحراف معیار	حداقل	حداکثر
احساس ریسک	RS	۰/۰۸۰	۰/۰۷۸	۰/۰۴۳	۰/۰۰۷	۰/۸۳۰
اندازه شرکت	SIZE	۱۴/۳۹۰	۱۳/۹۹۲	۲/۱۷۵	۹/۹۵۰	۲۵/۲۲۵
اهرم مالی	LEV	۰/۵۵۳	۰/۵۷۰	۰/۲۰۱	۰/۰۱۵	۱/۰۰۳
محافظه کاری	MACO	۰/۲۰۴	۰/۱۸۰	۰/۲۱۲	-۰/۶۵۶	۰/۹۹۹
سودآوری	PROFIT	۰/۲۹۰	۰/۲۵۸	۰/۲۹۱	-۰/۹۷۲	۰/۹۵۹
نقدینگی	LIQ	۰/۰۷۵	۰/۰۳۶	۰/۱۱۷	۰/۰۰۰	۰/۹۴۹
سود تقسیمی	DIV	۰/۰۴۲	۰/۰۱۰	۰/۰۷۳	۰/۰۰۰	۰/۴۲۳
فرصت‌های رشد	MB	۰/۶۰۲	۰/۴۸۷	۰/۴۲۸	۰/۰۱۱	۳/۰۰۸
استقلال هیئت‌مدیره	outdirect	۰/۶۶۱	۰/۶۰۰	۰/۱۵۴	۰/۰۰۰	۱/۰۰۰
اندازه هیئت‌مدیره	size direct	۵/۰۴۶	۵/۰۰۰	۰/۲۹۰	۴/۰۰۰	۱۰/۰۰۰
ثبات مدیرعامل	CEO Change	۵/۳۵۱	۳/۰۰۰	۲/۹۷۷	۰/۰۰۰	۱۰/۰۰۰
تعداد جلسات هیئت‌مدیره	board meetings	۱۴/۰۷۶	۱۲/۰۰۰	۴/۳۹۵	۴/۰۰۰	۴۸/۰۰۰
درصد مالکیت نهادی	INST	۰/۵۷۵	۰/۵۹۸	۰/۱۴۲	۰/۰۷۷	۰/۹۴۵
عدم تقارن اطلاعاتی	SPREAD	۵/۶۴۳	۵/۹۰۴	۱/۴۷۱	۰/۰۹۹	۸/۲۸۰
هزینه سرمایه	WACC	۰/۱۰۱	۰/۱۱۸	۰/۳۰۸	-۰/۷۸۲	۰/۸۹۶

منبع: یافته‌های پژوهش

میانگین اندازه شرکت‌های نمونه که از طریق لگاریتم ارزش بازار شرکت اندازه‌گیری شدند، برابر با ۱۴/۳۹۰ بوده و متوسط سودآوری آنها معادل ۰/۲۹۰ است. علاوه بر این، متوسط نقدینگی شرکت‌های نمونه برابر با ۰/۰۷۵ بود که نشان می‌دهد دارایی‌های جاری شرکت‌ها به‌طور میانگین ۰/۰۷ برابر بدهی‌های جاری آنها است. در نهایت، فرصت رشد شرکت نیز برابر با ۰/۶۰۲ بوده و حاکی از این است که شرکت‌های نمونه به‌طور میانگین سالانه ۶۰/۲ درصد فرصت رشد در درآمد فروش را تجربه کرده‌اند.

برای متغیرهای مجازی، نگاره آمار توصیفی، به گونه‌ای که در نگاره بالا آمده است، مفهومی نخواهد داشت و در نگاره ۳ اطلاعات توصیفی این متغیرها آمده است.

با توجه به نزدیکی میانه و میانگین در بیشتر متغیرها و سایر آماره‌های به‌دست‌آمده از متغیرهای مختلف، کلیه متغیرها از توزیع مناسبی برخوردارند که بیان‌کننده تقارن نسبی داده‌ها است. میانگین تعداد جلسات هیئت‌مدیره شرکت‌های نمونه‌ای برابر با ۱۴/۰۷۶ بوده و میانه آن ۱۲ است؛ از این رو، تعداد جلسات شرکت‌های نمونه دارای جلسات هیئت‌مدیره، در سال ۱۲ جلسه است. درصد استقلال هیئت‌مدیره نیز ۰/۶۶۱ بوده و بیان‌کننده این است که به‌طور متوسط در ساختار هیئت‌مدیره شرکت‌های نمونه ۰/۶۰۰ درصد از اعضای هیئت‌مدیره غیرموظف (مستقل) هستند. در خصوص ویژگی‌های شرکت نیز میانگین اهرم مالی ۰/۵۵۳ بوده و مؤید آن است که شرکت‌های نمونه به‌طور متوسط ۰/۵۵۳ درصد از منابع مالی خود را از طریق بدهی‌های بلندمدت تأمین کرده‌اند. همچنین،

نگاره ۳. آمار توصیفی متغیرهای مجازی

نام متغیر	نماد متغیر	تعداد عدد یک	تعداد عدد صفر	جمع مشاهدات
کیفیت حسابرسی	audit	۴۷۴	۱۲۱۶	۱۶۹۰
اظهار نظر حسابرس	opinion	۱۳۸۷	۳۰۳	۱۶۹۰
درصد مالکیت مدیریتی	SO	۳۷۶	۱۳۱۴	۱۶۹۰
نوع حسابرس	ATYPE	۵۵۲	۱۱۳۸	۱۶۹۰

منبع: یافته های پژوهش

متغیرها از مقدار ۰/۷۰ بیشتر باشد، پایایی متغیر مناسب است. پایایی متغیرهای پژوهش در نگاره زیر آمده است.

همچنین، برای بررسی روایی از معیار میانگین واریانس استخراجی استفاده شده که نشان دهنده میانگین واریانس به اشتراک گذاشته شده بین هر سازه با شاخص های خود است. به بیان ساده تر، AVE میزان همبستگی یک سازه با شاخص های خود را نشان می دهد که هرچه این همبستگی بیشتر باشد، برازش نیز بیشتر است. فورنل و لارکر (۱۹۸۱) مقدار بحرانی را عدد ۰/۵ معرفی کرده اند.

نتایج نشان دادند برای متغیر کیفیت حسابرسی، تعداد مواردی که کد یک گرفته، ۴۷۴ مشاهده (سال - شرکت) و تعداد مواردی که کد صفر گرفته، ۱۲۱۶ مشاهده است.

روایی و پایایی مدل

در روش PLS پایایی تک تک متغیرهای پنهان موجود در مدل پژوهش محاسبه می شود. برای بررسی پایایی متغیرهای پنهان پژوهش از شاخص آلفای کرونباخ استفاده می شود. شاخص آلفای کرونباخ به متغیرهای مربوطه به اندازه گیری یک سازه وزن یکسانی می دهد. چنانچه میزان پایایی

نگاره ۳. روایی و پایایی متغیرهای پژوهش

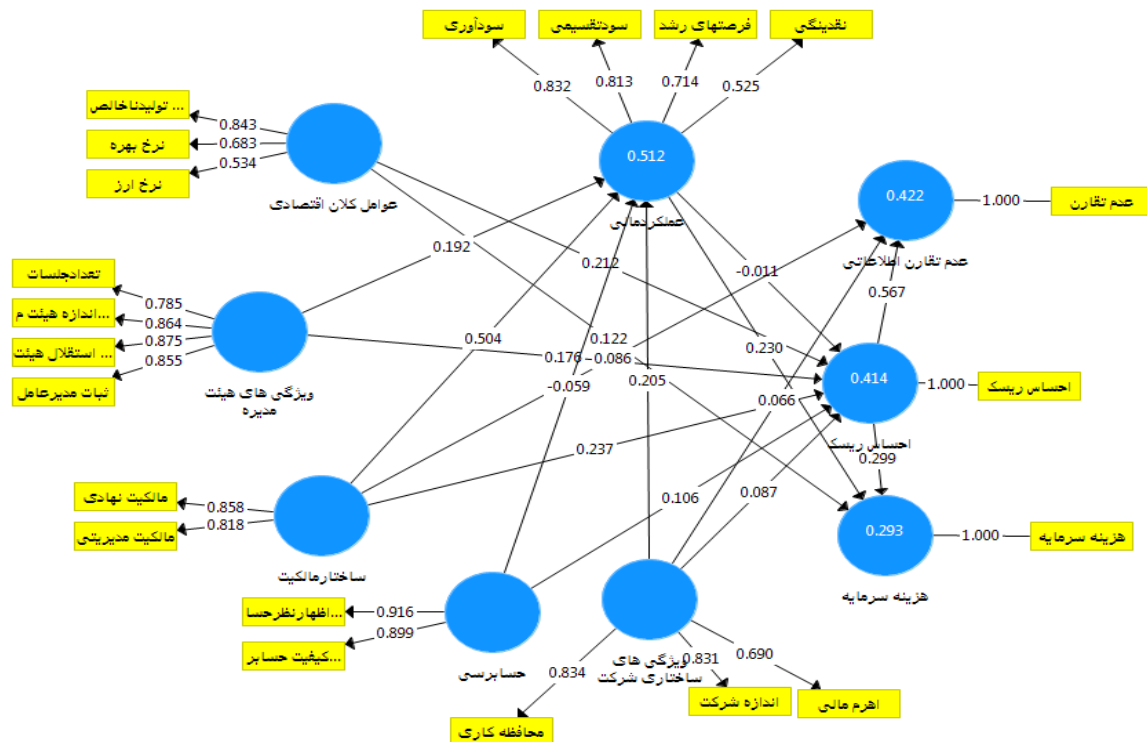
نام متغیر	آلفای کرونباخ	مقدار AVE
احساس ریسک	۱/۰۰۰	۱/۰۰۰
حسابرسی	۰/۷۸۷	۰/۸۲۴
ساختار مالکیت	۰/۷۰۱	۰/۶۲۶
عدم تقارن اطلاعاتی	۱/۰۰۰	۱/۰۰۰
عملکرد مالی	۰/۷۰۰	۰/۵۳۴
عوامل کلان اقتصادی	۰/۷۷۲	۰/۶۸۶
هزینه سرمایه	۱/۰۰۰	۱/۰۰۰
ویژگی های ساختاری شرکت	۰/۷۰۲	۰/۶۲۱
ویژگی های هیئت مدیره	۰/۸۶۷	۰/۷۱۵

منبع: یافته های پژوهش

اطلاعات نگاره (۳) نشان می دهد مقدار AVE برای همه متغیرها بالای ۰/۵ است و در مجموع، روایی همگرایی خوب برای تمام متغیرهای مرتبه اول حاصل شده است.

همان طور که مشاهده می شود، مقدار آلفای کرونباخ برای همه متغیرها از مقدار ۰/۷ بیشتر است که نشان از پایایی خوب متغیرهای پژوهش و مناسب بودن مدل ها دارد.

بررسی بار عاملی مدل پژوهش
 با استفاده از روش تحلیل عاملی، قابلیت
 اندازه‌گیری متغیرهای پژوهش با متغیرها سنجش
 می‌شود. شکل ۲ نشان‌دهنده مدل با ضرایب بارهای
 عاملی است.



با استفاده از روش تحلیل عاملی تأییدی، روایی سازه‌های به‌کاررفته در مدل مدنظر ارزیابی می‌شود.

نگاره ۴. بار عاملی متغیرهای مدل

سازه	زیر سازه	بار عاملی	آماره t
عملکرد مالی	حسابرسی	۰/۹۱۶	۵۸/۳۸۱
	کیفیت حسابرسی	۰/۸۹۹	۴۳/۵۷۴
	سودآوری	۰/۸۳۲	۳۷/۰۷۶
	نقدینگی	۰/۵۲۵	۷/۰۷۸
	سود تقسیمی	۰/۸۱۳	۲۷/۳۹۶
ویژگی‌های ساختاری شرکت	فرصت‌های رشد	۰/۷۱۴	۱۶/۸۱۶
	محافظة کاری	۰/۸۳۴	۲۳/۴۰۱
	اندازه شرکت	۰/۸۳۱	۲۵/۰۴۶
	اهرم مالی	۰/۶۹۰	۸/۷۹۳
ویژگی‌های هیئت مدیره	تعداد جلسات هیئت مدیره	۰/۷۸۵	۱۷/۸۹۶
	استقلال هیئت مدیره	۰/۸۷۵	۴۹/۲۸۸
	اندازه هیئت مدیره	۰/۸۶۴	۳۴/۷۵۹
	ثبات مدیرعامل	۰/۸۵۵	۳۶/۰۹۶

آماره t	بار عاملی	زیر سازه	سازه
۲۲/۲۷۲	۰/۸۴۳	تولید ناخالص داخلی	ویژگی های کلان اقتصادی
۹/۴۷۸	۰/۶۸۳	نرخ بهره	
۵/۴۶۲	۰/۵۳۴	نرخ ارز	
۳۴/۰۱۳	۰/۸۵۸	درصد مالکیت نهادی	ساختار مالکیت
۲۱/۱۵۹	۰/۸۱۸	درصد مالکیت مدیریتی	
-	۱	احساس ریسک	احساس ریسک
-	۱	عدم تقارن اطلاعاتی	عدم تقارن اطلاعاتی
-	۱	هزینه سرمایه	هزینه سرمایه

منبع: یافته های پژوهش

زیرسازه ها بیشتر از مقدار ۱/۹۶ است، در نتیجه، مدل اندازه گیری مناسب است و زیرسازه های متغیرها پذیرفتنی هستند.

همان طور که در نگاره (۴) مشاهده می شود، مقادیر بار عاملی و آماره t برای هر یک از زیر سازه ها ارائه شده است. مقادیر آماره t برای همه

برازش مدل ساختاری

نگاره ۵. برآورد ضرایب مدل

وجود رابطه	سطح معناداری	آماره t	ضریب اثر	رابطه بین متغیرها
تأثیر مثبت دارد	۰/۰۰۰	۷/۱۳۷	۰/۵۶۷	احساس ریسک -> عدم تقارن اطلاعاتی
تأثیر مثبت دارد	۰/۰۰۰	۳/۵۶۶	۰/۲۹۹	احساس ریسک -> هزینه سرمایه
تأثیر ندارد	۰/۱۷۴	۱/۳۶۰	۰/۱۰۶	حسابرسی -> احساس ریسک
تأثیر ندارد	۰/۳۹۸	۰/۸۴۶	-۰/۰۵۹	حسابرسی -> عملکرد مالی
تأثیر مثبت دارد	۰/۰۱۶	۲/۴۱۳	۰/۲۳۷	ساختار مالکیت -> احساس ریسک
تأثیر ندارد	۰/۲۳۹	۱/۱۷۹	۰/۰۸۶	ساختار مالکیت -> عدم تقارن اطلاعاتی
تأثیر مثبت دارد	۰/۰۰۰	۷/۱۰۱	۰/۵۰۴	ساختار مالکیت -> عملکرد مالی
تأثیر ندارد	۰/۸۹۴	۰/۱۳۴	-۰/۰۱۱	عملکرد مالی -> احساس ریسک
تأثیر مثبت دارد	۰/۰۱۲	۲/۵۲۴	۰/۲۳۰	عملکرد مالی -> هزینه سرمایه
تأثیر مثبت دارد	۰/۰۲۶	۲/۲۲۶	۰/۲۱۲	عوامل کلان اقتصادی -> احساس ریسک
تأثیر ندارد	۰/۱۹۹	۱/۲۸۷	۰/۱۲۲	عوامل کلان اقتصادی -> هزینه سرمایه
تأثیر ندارد	۰/۲۸۳	۱/۰۷۵	۰/۰۸۷	ویژگی های ساختاری شرکت -> احساس ریسک
تأثیر ندارد	۰/۳۵۴	۰/۹۲۸	۰/۰۶۶	ویژگی های ساختاری شرکت -> عدم تقارن اطلاعاتی
تأثیر مثبت دارد	۰/۰۰۱	۳/۴۵۱	۰/۲۰۵	ویژگی های ساختاری شرکت -> عملکرد مالی
تأثیر مثبت دارد	۰/۰۳۳	۲/۱۴۴	۰/۱۷۶	ویژگی های هیئت مدیره -> احساس ریسک
تأثیر مثبت دارد	۰/۰۰۶	۲/۷۵۸	۰/۱۹۲	ویژگی های هیئت مدیره -> عملکرد مالی

منبع: یافته های پژوهش

ندارد و فرضیه سیزدهم رد می‌شود. همچنین، متغیرهای ویژگی‌های ساختاری شرکت و ساختار مالکیت بر عدم تقارن اطلاعاتی تأثیر معناداری ندارند؛ در نتیجه، فرضیه‌های دهم و پانزدهم پژوهش رد می‌شود. از بین متغیرهای تأثیرگذار بر عملکرد مالی سه متغیر ویژگی‌های هیئت‌مدیره، ویژگی‌های ساختاری شرکت و ساختار مالکیت تأثیر مثبت و معناداری بر عملکرد مالی دارند که با توجه به ضریب مسیر آن به‌ازای یک واحد تغییر متغیرها عملکرد مالی به ترتیب به میزان ۰/۱۹۲، ۰/۲۰۵ و ۰/۵۰۴ واحد تغییر می‌کند و افزایش می‌یابد؛ در نتیجه، فرضیه‌های یازدهم و دوازدهم و شانزدهم، تأیید و با توجه به اینکه متغیر حسابرسی تأثیری بر عملکرد مالی ندارد، فرضیه نهم پژوهش رد می‌شود.

شاخص‌های برازش کلی مدل (نیکویی برازش مدل)

شاخص‌های $SRMR^1$ ، $RMS\ Theta^2$ و GOF^3 برای سنجش برازش کلی مدل استفاده شد. مقدار کمتر از ۰/۰۸ برای $SRMR$ و مقدار کمتر از ۰/۱۲ برای $RMS\ Theta$ نشان‌دهنده برازش مناسب مدل هستند. همچنین، سه مقدار ۰، ۰/۲۵ و ۰/۳۶ را به‌عنوان مقادیر ضعیف، متوسط و قوی برای GOF معرفی کرده‌اند. چنانچه مشاهده می‌شود شاخص‌های $SRMR$ ، $RMS\ Theta$ و GOF تأیید شده‌اند؛ در نتیجه، برازش مدل پذیرفتنی است.

همان‌طور که در نگاره (۵) مشاهده می‌شود، احساس ریسک تأثیر مثبت و معناداری بر هزینه سرمایه و عدم تقارن اطلاعاتی دارد که با توجه به ضریب مسیرها، به‌ازای یک واحد تغییر در احساس ریسک، هزینه سرمایه به میزان ۰/۲۹۹ واحد و عدم تقارن اطلاعاتی به میزان ۰/۵۶۷ تغییر می‌کند و افزایش می‌یابد؛ در نتیجه، فرضیه‌های هفتم و هشتم پژوهش تأیید می‌شوند. همچنین، متغیرهای ساختار مالکیت، عوامل کلان اقتصادی و ویژگی‌های هیئت‌مدیره بر احساس ریسک تأثیر مثبت و معناداری دارند که با توجه به ضریب مسیرها، به‌ازای یک واحد تغییر این متغیرها احساس ریسک به ترتیب به میزان ۰/۲۳۷، ۰/۲۱۲ و ۰/۱۷۶ واحد تغییر می‌کند و افزایش می‌یابد؛ در نتیجه، فرضیه‌های دوم، چهارم و ششم پژوهش تأیید می‌شوند. متغیرهایی که بر احساس ریسک تأثیری ندارند، عبارت‌اند از: حسابرسی، عملکرد مالی و ویژگی‌های ساختاری شرکت، یعنی به‌ازای یک واحد تغییر این متغیرها احساس ریسک هیچ تغییری نمی‌کند؛ در نتیجه، فرضیه‌های اول، سوم و پنجم پژوهش رد می‌شوند. همچنین، یافته‌ها نشان می‌دهند از بین متغیرهای تأثیرگذار بر متغیر هزینه سرمایه عملکرد تأثیر مثبت و معناداری بر هزینه سرمایه دارد که با توجه به ضریب مسیر آن به‌ازای یک واحد تغییر عملکرد مالی هزینه سرمایه به میزان ۰/۲۳۰ واحد تغییر می‌کند و افزایش می‌یابد؛ در نتیجه، فرضیه چهاردهم پژوهش تأیید می‌شود؛ اما متغیر عوامل کلان اقتصادی تأثیری بر هزینه سرمایه

¹ Square Root Mean Residual

² Root Mean Squared Theta

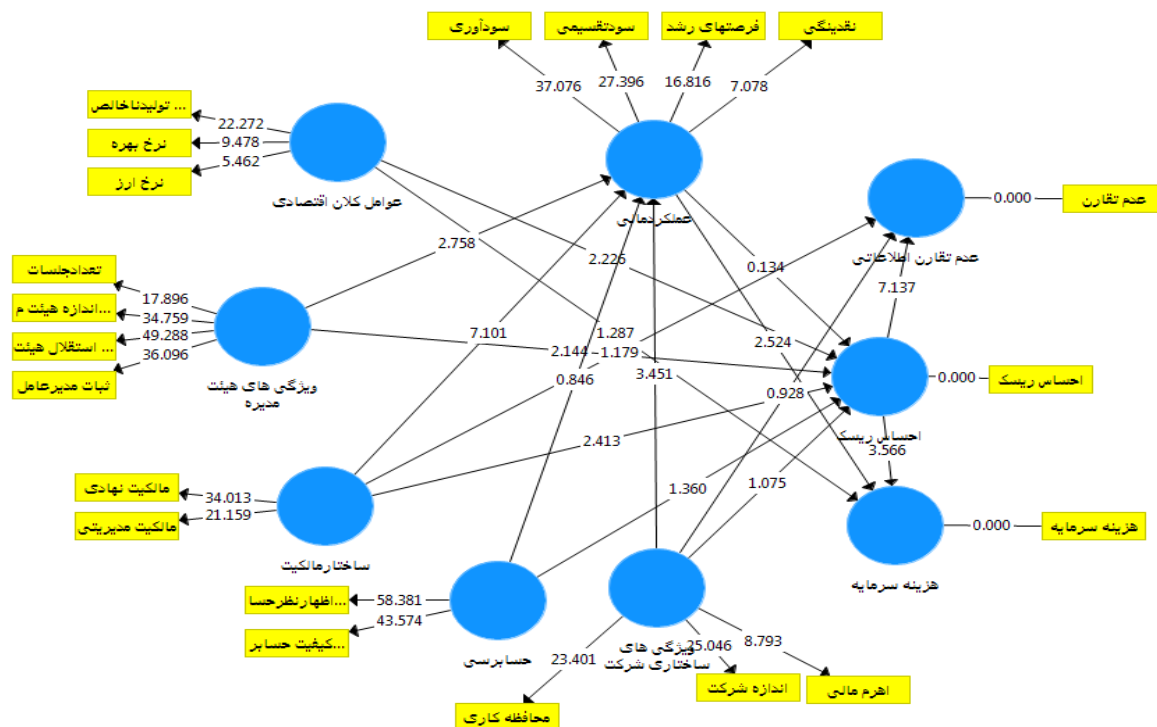
³ Goodness Of Fit

نگاره ۶. شاخص های برازش کلی مدل

شاخص برازش	مقدار به دست آمده	آستانه قابل قبول	نتیجه
SRMR	۰/۰۷۳	کمتر از ۰/۰۸	تائید
RMS Theta	۰/۱۱۵	کمتر از ۰/۱۲	تائید
GOF	۰/۴۷۹	بالاتر از ۰/۳۶	تائید

منبع: یافته های پژوهش

نمودار در حالت اعداد معناداری t



نتیجه گیری

تهیه و ارائه احساس ریسک از سوی واحد تجاری پیامدهای مؤثری از جمله کاهش هزینه های تأمین سرمایه، عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه نمایندگی را خواهد داشت. هدف از این پژوهش، بررسی عوامل و پیامدهای تعیین کننده احساس ریسک در گزارش های سالانه بود. برای این پژوهش شانزده فرضیه طراحی شد و الگوی پژوهش نیز با استفاده از روش الگوسازی معادلات ساختاری ارزیابی شد تا شانزده فرضیه پژوهش آزمون شوند. نتایج آزمون های الگو حاکی از

تأیید پایایی و روایی الگوی پژوهش بود و به طور کلی اعتبار برازش الگو بسیار خوب بود و قدرت پیش بینی الگو در سطح بسیار بالا ارزیابی شد. ضمناً با استفاده از مقادیر بارهای عاملی روابط بین متغیرهای الگو نیز بررسی شد. نتایج نشان دادند احساس ریسک تأثیر مثبت و معناداری بر هزینه سرمایه و عدم تقارن اطلاعاتی دارد؛ بنابراین، فرضیه های هفتم و هشتم تأیید شدند. نتایج پژوهش های قبلی در این مورد متفاوت بود؛ به طور مثال، نتایج پژوهش های الشمری (۲۰۱۴) و نتیم و همکاران (۲۰۱۳) مشابه نتایج این پژوهش بود (AI-

افزایش احساس ریسک شرکت‌ها می‌شوند. نتایج خوش خلق و طالب‌نیا (۱۴۰۰) نیز تأثیر اندازه هیئت‌مدیره و ثبات مدیرعامل و تعداد جلسات هیئت‌مدیره بر ریسک را گزارش کرده که مطابق با پژوهش حاضر است. براساس نتایج حاصل از تحلیل داده‌ها ساختار مالکیت و عوامل کلان اقتصادی تأثیر مثبت و معناداری بر احساس ریسک دارند؛ یعنی هرچه نرخ بهره و نرخ ارز، درصد مالکیت نهادی و مدیریتی افزایش یابد، احساس ریسک نیز افزایش می‌یابد و تأثیر می‌پذیرد که باعث تأیید فرضیه‌های چهارم و پنجم پژوهش شده که این نتایج با یافته‌های زیرک و لوهیچی (۲۰۱۷) و خوش خلق و طالب‌نیا (۱۴۰۰) همسو است (Zreik & Louhichi, 2017).

پیشنهاد‌های کاربردی

این مطالعه می‌تواند برای قانون‌گذارها با توجه به سطوح افشای ریسک فعلی و اطلاع‌رسانی به آنها از تأثیر آن بر ارزش شرکت‌ها مفید باشد. براساس 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 کنند تا سطح شناخت سرمایه‌گذاران نسبت به تصمیم‌گیری‌های مالی و جذابیت بازار سرمایه تقویت شود. همچنین، با توجه به یافته‌های پژوهش، به تدوین‌کنندگان استانداردهای حسابداری پیشنهاد می‌شود با در نظر گرفتن ویژگی‌های مهم و تأثیرگذاری مانند اهرم مالی، فرصت‌های رشد و مالکیت نهادی، احساس ریسک را به‌گونه‌ای تنظیم کنند که منجر به کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین

اما کمپل (Shammari, 2014; Ntim et al., 2013) و همکاران (۲۰۱۴) تأثیر احساس ریسک بر عدم تقارن اطلاعاتی را غیر معنادار نشان داده‌اند (Campbell et al., 2014). اثر متغیرهای حسابرسی، عملکرد مالی و ویژگی‌های ساختاری بر احساس ریسک غیر معنادار است؛ یعنی عواملی مانند اظهارنظر یا کیفیت حسابرسی، سودآوری، نقدینگی، اندازه شرکت، محافظه‌کاری، اهرم مالی به‌ازای یک واحد تغییر این متغیرها در شرکت احساس ریسک هیچ تأثیری نمی‌پذیرد و تغییر پیدا نمی‌کند. براساس تئوری علامت‌دهی، شرکت‌های بزرگ بیشتر از شرکت‌های کوچک‌تر به منابع مالی خارجی متکی‌اند. این باعث می‌شود آنها انگیزه بیشتری برای افشای ریسک داشته باشند تا اطمینان حاصل شود سیگنال مثبتی به سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان آنها داده می‌شود و آنها شرکت را قادر به مدیریت ریسک می‌دانند. نتایج این مطالعه تئوری علامت‌دهی را تأیید می‌کند؛ زیرا شواهدی از افشای اطلاعات مرتبط با ریسک بیشتر در شرکت‌های بزرگ‌تر در مقایسه با شرکت‌های کوچک‌تر پیدا کرده است؛ بنابراین، فرضیه‌های اول، دوم و سوم پژوهش رد می‌شوند. این نتیجه‌گیری مشابه نتیجه پژوهش غزالی (۲۰۰۸) بود. هرچند الشمری (۲۰۱۴) نشان داد هرچه اندازه شرکت بزرگ‌تر باشد، احساس ریسک نیز بیشتر است (Ghazali, 2008; Al-Shammari, 2014). همچنین، نتایج پژوهش نشان می‌دهند ویژگی‌های هیئت‌مدیره بر احساس ریسک تأثیر مثبت و معناداری دارد و بدین صورت که عواملی مانند استقلال هیئت‌مدیره، اندازه هیئت‌مدیره و ثبات مدیرعامل و تعداد جلسات هیئت‌مدیره باعث

زیرا بسیاری از شرکت‌ها با مشکل ریسک قانونی ناشی از مسائل مالیاتی مواجه‌اند.

پیشنهاد برای پژوهش‌های آتی

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. همچنین، پژوهشگران می‌توانند پیامد اقتصادی احساس ریسک در گزارش‌های سالانه را با استفاده از مدل‌های ایستا و پویا بررسی کنند. 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 است.

محدودیت‌ها

عدم افشای ریسک شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار به صورت گزارش مستقل برای جمع‌آوری داده‌ها مهم‌ترین محدودیت پژوهش حاضر به‌شمار می‌آید. در این پژوهش به دلیل اینکه هنوز در ایران بستر مناسبی برای استخراج اطلاعات ریسک وجود ندارد، اندازه‌گیری متغیر احساس ریسک با محدودیت مواجه شده است؛ به این صورت که برای استخراج اطلاعات کل گزارش‌ها تفسیری، گزارش فعالیت هیئت‌مدیره و صورت‌های مالی و یادداشت‌های همراه صورت‌های مالی

مدیران و سرمایه‌گذاران شود تا بدین وسیله کیفیت اطلاعات افشاشده افزایش پیدا کند. به مدیران شرکت‌ها نیز پیشنهاد می‌شود اخبار منفی ریسک را به موقع و بدون تأخیر در گزارش‌های مالی نشان دهند و در افشای اخبار خوب ریسک نیز استاندارد بالاتری از تأییدپذیری را به کار گیرند تا بدین ترتیب تقاضای احتمالی سرمایه‌گذاران برای اعمال محافظه‌کاری در احساس ریسک به منظور کاهش عدم تقارن اطلاعاتی برآورده شود. برای سرمایه‌گذاران هم پیشنهاد می‌شود با مطالعه و مدنظر قرار دادن افشاهای متنی در گزارش‌های مالی، سهام شرکت‌هایی را خریداری کنند که ریسک‌های آن به صورت محافظه‌کارانه افشا شده باشد. این پژوهش بیان می‌کند اطلاعات مربوط به ریسک هرچند محدود، در یادداشت‌های صورت‌های مالی و گزارش فعالیت هیئت‌مدیره ارائه می‌شود و با استفاده از آن می‌توانند بخشی از ریسک مترتب بر سرمایه‌گذاری‌های خود را تعیین کنند و در نهایت پرتفوی مناسب‌تری را شکل دهند. همچنین، به مدیران شرکت‌ها میزان ارائه اطلاعات مربوط به ریسک را نشان می‌دهد تا آنها نیز دست‌کم با هدف ایجاد شهرت و تصویر مناسب، اقدام به افشای اطلاعاتی مشابه با بقیه شرکت‌ها کنند.

در نهایت، سازمان بورس اوراق بهادار و همچنین، حساب‌برسان در بررسی گزارش‌ها می‌توانند با هدف افزایش قابلیت مقایسه، شرکت‌ها را ملزم به ارائه شکل مشابهی در خصوص افشای ریسک کنند. افزون بر این، به خط‌مشی‌گذاران حوزه مالیات پیشنهاد می‌شود در تدوین بخشنامه‌ها مالیاتی و دستورالعمل‌های مربوط صراحت داشته باشند؛

شرکت‌های نمونه به صورت جداگانه بررسی شدند. در رتبه‌بندی سطح احساس ریسک در شرکت‌های آمریکایی، وجود انجمن تحقیقات مدیریت سرمایه‌گذاری فدراسیون تحلیلگران مالی و سیستم برآورد کارگزاران نهادی، انجام تحقیقات در این زمینه را تسهیل می‌کند. همچنین، انتخاب واژه‌های ریسک براساس پژوهش‌های Myšková & Hájek (2020)، Li (2006) و Abraham & Cox (2007) انجام پذیرفت؛ اما چون برای تأیید این واژه‌ها در نمونه مدنظر از نظر تحلیلگران استفاده شد، این امر می‌تواند بر نتایج پژوهش تأثیر بگذارد؛ 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 نشدند و با توجه به پژوهش معتبر صورت گرفته در این زمینه، پژوهش حاضر همچنان از روایی داخلی و خارجی مناسبی برخوردار است.

منابع

- حمیدیان، محسن، حسینی و لشکلائی، سیده مهسا و علیرضا عباسی. (۱۳۹۹). رابطه ساختار سرمایه و مالکیت مدیریتی با عملکرد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، *فصلنامه مطالعات حسابداری و حسابرسی*، ۹(۳۳)، ۷۵-۹۲.
- خوش خلق، 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.
- خوش خلق، ایرج و حمیدرضا وکیلی‌فرد. (۱۴۰۰). تبیین اثر سیاسی و اخلاقی رفتارهای مدیریت بر سطح افشای ریسک در گزارشگری مالی سالانه در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق تهران، *فصلنامه دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت*، ۱۰(۳۸)، ۳۰۱-۳۱۴.
- خیام‌پور، اکبر، خریدار، سینا، رضایی، فرزین و محمدرضا وطن‌پرست. (۱۳۹۹). ارزیابی سودمندی در تصمیم افشای اطلاعات مؤلفه‌های ریسک، *فصلنامه مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار*، ۱۱(۴۲)، ۴۱۹-۴۴۵.
- رحمانی، علی و نازنین بشیری منش. (۱۳۹۶). محرک‌های افشای اختیاری در بازار سرمایه ایران، *فصلنامه مطالعات تجربی حسابداری مالی*، ۱۴(۵۶)، ۱-۳۲.
- رضایی، نادر و رضا منصوریان. (۱۳۹۸). بررسی تأثیر عوامل کلان اقتصادی بر نسبت مطالبات معوق (مطالعه موردی بانک‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار ایران)، *مجله اقتصاد و بانکداری اسلامی*، ۸(۲۸)، ۱۸۵-۲۰۲.
- ستایش، محمدحسین، غفاری، محمدجواد و ناصر رستم‌زاده. (۱۳۹۲). بررسی تأثیر عدم تقارن اطلاعاتی بر هزینه سرمایه، *فصلنامه پژوهش‌های تجربی حسابداری*، ۲(۴)، ۱۲۵-۱۴۶.
- مهرادی، رامین، بادآور نهندی، یونس، زینالی، مهدی و رسول برادران حسن‌زاده. (۱۴۰۰). تأثیر محافظه‌کاری در افشای ریسک بر محتوای اطلاعاتی اطلاعات حسابداری و هم‌زمانی بازده

- Cheng, E. C., & Courtenay, S. M. (2006). Board composition, regulatory regime and voluntary disclosure. *The international journal of accounting*, 41(3), 262-289.
- Dhaoui, A., & Bourouis, S. (2022). The Asymmetric Response of Equity Markets to Sentiment Risk: A New Asset Pricing Model. In *Financial Market Dynamics after COVID 19* (pp. 37-55). Springer, Cham.
- Dobler, M. (2008). Incentives for risk reporting—A discretionary disclosure and cheap talk approach. *The International Journal of Accounting*, 43(2), 184-206.
- Donnelly, R., & Mulcahy, M. (2008). Board structure, ownership, and voluntary disclosure in Ireland. *Corporate Governance: An International Review*, 16(5), 416-429.
- Firth, M. (1979). The impact of size, stock market listing and auditors on voluntary disclosure in corporate annual reports. *Accounting and Business Research*, 9(36), 273-280.
- Ghazali, N. A. M. (2008). Voluntary disclosure in Malaysian corporate annual reports: views of stakeholders. *Social Responsibility Journal*.
- Givoly, D., & Hayn, C. (2000). The changing time-series properties of earnings, cash flows and accruals: Has financial reporting become more conservative?. *Journal of accounting and economics*, 29(3), 287-320.
- Hamidian, M., Hosseini Veleshkolaiy, S. M., & Abbasi, A. (2020). Relation Capital Structure and Managerial Ownership with Firm Performance In the Tehran Stock Exchanges Listed Companies. *Accounting and Auditing Studies*, 9(33), 75-92. (In persian)
- Hassan, M. K. (2009). UAE corporations-specific characteristics and level of risk disclosure. *Managerial Auditing Journal*. 24 (7): 668–687.
- Healy, P. M., & Palepu, K. G. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of accounting and economics*, 31(1-3), 405-440.
- Huang, R. D., & Stoll, H. R. (1996). Dealer versus auction markets: A paired comparison of execution costs on

سهام، فصلنامه پژوهش‌های حسابداری مالی، ۱۳(۲)، ۳۳-۵۶.

یعقوب‌نژاد، احمد و علی ذبیحی. (۱۳۹۰). بررسی رابطه بین کیفیت افشا و نقد شونددگی سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، ۴(۱۰)، ۲۱۷-۲۳۵.

References

- Abdallah, A. A. N., & Hassan, M. K. (2013). The effects of corporation/country characteristics and the level of corporate governance on corporate risk disclosure: The case of the Gulf Cooperative Council (GCC) countries. *Country Characteristics and the Level of Corporate Governance on Corporate Risk Disclosure: The Case of the Gulf Cooperative Council (GCC) Countries* (May 3, 2013).
- Abdallah, A. A. N., Hassan, M. K., & McClelland, P. L. (2015). Islamic financial institutions, corporate governance, and corporate risk disclosure in Gulf Cooperation Council countries. *Journal of Multinational Financial Management*, 31, 63-82.
- 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.
- Al-Shammari, B. (2014). Kuwait corporate characteristics and level of risk disclosure: a content analysis approach. *Journal of Contemporary Issues in Business Research*, 3(3), 128-153.
- Beretta, S., & Bozzolan, S. (2004). A framework for the analysis of firm risk communication. *The International Journal of Accounting*, 39(3), 265-288.
- Bowman, E. H. (1984). Content analysis of annual reports for corporate strategy and risk. *Interfaces*, 14(1), 61-71.
- Campbell, J. L., Chen, H., Dhaliwal, D. S., Lu, H. M., & Steele, L. B. (2014). The information content of mandatory risk factor disclosures in corporate filings. *Review of Accounting Studies*, 19(1), 396-455.

- 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.
- Mehradi, R., Badavarnahandi, Y., Zeinali, M., & Baradaran Hassanzadeh, R. (2021). Impact of Conservatism in Risk Disclosure on the Information Content of Accounting Information and Stock Return Synchronicity. *Journal of Financial Accounting Research*, 13(2), 33-56. (In persian)
- Miihkinen, A. (2012). What drives quality of firm risk disclosure?: the impact of a national disclosure standard and reporting incentives under IFRS. *The International Journal of Accounting*, 47(4), 437-468.
- Muzahem, A. (2011). An empirical analysis on the practice and determinants of risk disclosure in an emerging capital market: the case of United Arab Emirates (Doctoral dissertation, University of Portsmouth).
- 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.
- Ntim, C. G., Lindop, S., & Thomas, D. A. (2013). Corporate governance and risk reporting in South Africa: A study of corporate risk disclosures in the pre-and post-2007/2008 global financial crisis periods. *International Review of Financial Analysis*, 30, 363-383.
- Paraboni, A. L., Righi, M. B., Vieira, K. M., & Silveira, V. G. D. (2018). The relationship between sentiment and risk in financial markets. *BAR-Brazilian Administration Review*, 15.
- Rahmani, A., & Bashirimanesh, N. (2017). Determinants of Voluntary Disclosure in Iran Capital Marke. *Empirical Studies in Financial Accounting*, 14(56), 1-32. (In persian)
- Ryan, S. G. (2012). Risk reporting quality: Implications of academic research for financial reporting policy. *Accounting and business research*, 42(3), 295-324.
- Setayesh, M. H., Ghaffari, M. J., & Rostam Zade, N. (2013). Investigating the impact of information asymmetry on cost of NASDAQ and the NYSE. *Journal of Financial economics*, 41(3), 313-357.
- Isiaka, Abiodun. (2018). Three Essays on Risk Factor Disclosures. *PhD Theses*. State University of New York at Buffalo
- Khan, M. Y. (2016). *Corporate governance and cost of capital: Evidence from Pakistani listed firms* (Doctoral dissertation, University of Glasgow).
- Khayampour, A., Kheradyar, S., Rezaei, F., & Vatanparast, M. (2020). Decision Usefulness evaluation of risk factor discloser. (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)
- Khurana, I. K., Pereira, R., & Martin, X. (2006). Firm growth and disclosure: An empirical analysis. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 41(2), 357-380.
- 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. and Shrivess, P. (2000). Risk management and reporting risk in the UK. *Journal of Risk*, 3(1), 115-129.
- Linsley, P. M., & Shrivess, P. J. (2005). Examining risk reporting in UK public companies. *The Journal of Risk Finance*.
- Lopes, P. T., & Rodrigues, L. L. (2007). Accounting for financial instruments: An analysis of the determinants of disclosure in the Portuguese stock exchange. *The International Journal of Accounting*, 42(1), 25-56.

5. In *6th Financial Reporting and Business Communication Congress Cardiff Business School, Cardiff, July* (pp. 3-4).
- YAGHOBNEZHAD, A., & ZABIHI, A. (2011). The Relationship between Disclosure Quality and Stock Liquidity in listed Companies on Tehran Stock Exchange. (In persian)
- Zreik, O., & Louhichi, W. (2017). Risk sentiment and firms' liquidity in the French market. *Research in International Business and Finance*, 39, 809-823.
- capital. *Empirical Research in Accounting*, 3(2), 125-146. (In persian)
- Watson, D., & Head, T. (1998). *Corporate Finance Principles and Practice*. London: Financial Times Management.
- Watts, R. L., & Zimmerman, J. L. (1983). Agency problems, auditing, and the theory of the firm: Some evidence. *The journal of law and Economics*, 26(3), 613-633.
- Woods, M., & Reber, B. (2003, July). A comparison of UK and German reporting practice in respect of disclosure post GAS

