



## Investigation of the Moderating Role of the Firm's Growth Opportunities and Profitability on the Value Relevance of Risk Sentiment of Annual Reports with a Dynamic Approach

A. Taftiyan<sup>1\*</sup>, M. Sarayani<sup>2</sup>

1- Assistant Professor, Department of Accounting, Yazd Branch, Islamic Azad University, Yazd, Iran.

2- Ph. D Student, Department of Accounting, Yazd Branch, Islamic Azad University, Yazd, Iran.

(\*- Corresponding Author Email: [taftiyan@iauyazd.ac.ir](mailto:taftiyan@iauyazd.ac.ir))

<https://doi.org/10.22067/mfe.2023.78922.1236>

Received: 2022/09/23	<b>How to cite this article:</b> Taftiyan, A.; & Sarayani, M. (2023). Investigation the Moderating Role of the Firm's Growth Opportunities and Profitability on the Value Relevance of Risk Sentiment of Annual Reports with a Dynamic Approach. <i>Monetary &amp; Financial Economics Journal</i> , 30(1): 261-290. (in Persian with English abstract). <a href="https://doi.org/10.22067/mfe.2023.78922.1236">https://doi.org/10.22067/mfe.2023.78922.1236</a>
Revised: 2023/03/04	
Accepted: 2023/08/29	
Available Online: 2023/08/29	

### 1- INTRODUCTION

An indicator of investors' trading behavior that affects asset prices is investor sentiment. Investor sentiment is known as a degree of investor's optimistic mood in financial markets. Company-specific investor sentiments have a significant impact on the risk of a stock price fall. There are two types of traders, simple noise traders and rational arbitrageurs (informed traders) in the market. When noise traders have high risk sentiment and are



©2022 The author(s). This is an open access article distributed under the terms of the Creative Commons Attribution (CC BY 4.0), which permits unrestricted use, distribution, and reproduction in any medium, as long as the original authors and source are cited. No permission is required from the authors or the publishers.

very optimistic about a stock, they can easily drive its price to a high level. At this point, arbitrageurs should sell the stock short. However, they fear that in the near future noise traders will become even more bullish and push the price even higher, limiting their prime arbitrage position. Under these conditions, arbitrage does not eliminate the effects of noise, because noise creates risk by itself. Stronger investor sentiments lead to the risk of a particular company's stock price falling, and the economic significance of this effect is not insignificant. Stronger investor sentiment leads to more active margin investments in stocks, leading to higher stock price risk. Therefore, the impact of investor sentiment on stock price downside risk is more pronounced for stocks eligible for margin trading. Hence, this research seeks to answer the question of whether the moderating role of the firm's growth opportunities and profitability has an effect on the value relationship of the risk perception of annual reports?

## **2- THEORETICAL FRAMEWORK**

The basic premise of using investors' risk sentiments to predict stock prices, stock market returns, and liquidity is the synergy between stock prices and investors' risk sentiments. However, this synergistic relationship has received less attention in the literature. When the stock price increases, the investor's risk sentiment increases, and when the stock price decreases, the investor's risk sentiment decreases. Therefore, this synergy may reverse or even disappear over a certain period of time. Through a segmented measurement of the synergism between stock price and investor sentiment over the course of a day, we can also find that investor risk sentiment on social media is forward-looking. This provides theoretical support for the use of investor risk sentiment in stock price prediction. External anxiety can significantly affect the synergy between stock prices and investor risk sentiment, but this effect can increase positive or negative synergy. The existence of growth opportunities increases the performance of companies and shareholder wealth, which leads to participation in job creation and economic development, increasing the value of companies and the demand for high-quality innovation, and the improvement in the global market

increases opportunities and competition, which also forces companies to invest and undertake riskier projects to maximize shareholder wealth. If investor risk sentiment does indeed drive asset prices, then analysts' recognition and treatment of risk sentiment may affect the relative profitability of their stock recommendations. For example, an analyst may believe that a particular stock is overvalued based on his private estimate of the company's intrinsic value. However, the analyst may hesitate to issue a sell recommendation if he believes that investor risk sentiment will continue to put upward pressure on asset prices in the short term. Furthermore, if the analyst believes that investors will become even more bullish in the near future, he may actually issue a buy recommendation. If the analyst (1) correctly anticipates an upward (downward) shift in investor sentiment that ultimately causes an increase (decrease) in asset prices and (2) issues a more favorable (unfavorable) recommendation in response, then the analyst's recommendation may be more profitable than his peers.

### **3- METHODOLOGY**

The current research is based on the classification based on the goal, use, and in terms of classification, it was done using the descriptive-correlation method and using the post-event approach. To collect research data and information by document mining method, field method and databases of Tehran Stock Exchange, comprehensive information system of publishers (Kedal) and modern Rahvard software were used. Finally, the data has been prepared using Excel software and then the final analysis has been done using Eviews software. Content analysis method was used to check the level of risk perception from the activity report of the board of directors, the management's interpretive report and the accompanying notes of the financial statements. In order to test the research hypotheses, the dynamic model approach has been used to estimate the models related to the hypotheses.

#### **4- RESULTS & DISCUSSION**

According to the findings of the research, the risk perception of annual reports has a significant effect on the stock price, and also the company's growth opportunity and profitability have a significant effect on the value relationship between the risk perception of annual reports and the stock price. Also, growth opportunity and profitability as moderators affect the relationship between risk perception and stock price. It can be claimed that Tehran Stock Exchange market is more influenced by economic variables. Therefore, it seems necessary to make policies in macro areas to reduce the feeling of economic risk.

#### **5- CONCLUSIONS & SUGGESTIONS**

It can be claimed that Tehran Stock Exchange market is more influenced by economic variables and financial and political variables do not have much effect on this market. Therefore, investors are advised to pay special attention to the effect of risk perception on market returns in financial analysis. In addition, in order to reduce the effect of risk feelings on the economy and especially on the stock market, it seems necessary to make policies in macro areas to reduce the feeling of risk.

**Keywords:** The Value Relevance of Risk Sentiment, Growth Opportunities, Profitability, Static and Dynamic Approach

## بررسی نقش تعدیل گر فرصت رشد و سودآوری شرکت بر ارتباط ارزشی احساس ریسک گزارش های سالانه با رویکرد پویا

اکرم تفتیان<sup>۱</sup>

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

مجید سرایانی

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

<https://doi.org/10.22067/mfe.2023.78922.1236>

نوع مقاله: پژوهشی

### چکیده

مروری بر مطالعات انجام شده در زمینه تأثیر احساس ریسک بر بازار سهام نشان می دهد که مطالعه جامعی برای بررسی تأثیر فرصت رشد و سودآوری شرکت بر ارتباط ارزشی احساس ریسک گزارش های سالانه انجام نشده است؛ بنابراین، هدف این پژوهش بررسی نقش تعدیل گر فرصت رشد و سودآوری شرکت بر ارتباط ارزشی احساس ریسک گزارش های سالانه است. متغیر وابسته پژوهش قیمت سهام، متغیر مستقل احساس ریسک و متغیر تعدیل گر فرصت رشد و سودآوری است. بدین منظور ۱۳۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی سال های ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۹ با روش حذف سیستماتیک انتخاب شدند و به منظور افزایش درجه اطمینان نسبت به نتایج حاصل از آزمون فرضیات، از روش پیشرفته گشتاورهای تعمیم یافته (GMM) استفاده شد. برای اندازه گیری احساس ریسک از روش فراوانی واژگان بهره گرفته شده است. طبق یافته های پژوهش، احساس ریسک گزارش های سالانه بر قیمت سهام تأثیر معناداری دارد و همچنین فرصت رشد و سودآوری شرکت بر ارتباط ارزشی احساس ریسک گزارش های سالانه و قیمت سهام تأثیر معناداری دارند. همچنین، فرصت رشد و سودآوری به عنوان تعدیل گر بر رابطه بین احساس ریسک و قیمت سهام تأثیر می گذارند. می توان ادعا نمود که بازار بورس اوراق بهادار تهران بیشتر تحت تأثیر متغیرهای اقتصادی است؛ بنابراین سیاست گذاری در حوزه های کلان جهت کاهش احساس ریسک اقتصادی لازم به نظر می رسد.

**کلیدواژه ها:** ارتباط ارزشی احساس ریسک، فرصت رشد، سودآوری، رویکرد پویا.

## ۱- مقدمه

شاخصی از رفتار تجاری سرمایه‌گذاران که بر قیمت دارایی‌ها تأثیر می‌گذارد، احساسات سرمایه‌گذار است (Lemmon & Portniaguina, 2006). احساسات سرمایه‌گذار به‌عنوان درجه‌ای از روحیه خوش‌بینانه سرمایه‌گذار در بازارهای مالی شناخته می‌شود (Baker & Wurgler, 2006). (Ryu et al., 2017) در کره، احساسات را از نظر شرکت فردی که دارای قدرت توضیحی برای حرکت قیمت دارایی است، شناسایی کرده‌اند. علاوه بر این، (Fu et al., 2021) نشان می‌دهند احساسات یک شرکت به‌طور مثبت با ریسک سقوط مرتبط است و نقش معامله‌گران پرسروصدا در احساسات بالا در محدود کردن موقعیت آربیتراژورهای منطقی را تأیید می‌کند. به‌طور خاص، ریسکی که در آن آربیتراژ‌قادر به از بین بردن اثرات نویز نباشد، قیمت بیش‌ازحد را تشکیل می‌دهد و در نتیجه منجر به سقوط قیمت سهام می‌شود. احساسات ریسک سرمایه‌گذار به‌عنوان حالتی در نظر گرفته می‌شود که در آن باور سرمایه‌گذاران در مورد ارزش‌گذاری شرکت در آینده از اطلاعات اساسی منحرف می‌شود. مطالعات موجود نشان می‌دهند احساسات ریسک سرمایه‌گذار تأثیر مهمی بر قیمت سهام و فعالیت‌های شرکت‌کنندگان در بازار دارد (Li 2017; Mian & Sankaraguruswamy, 2012). در حضور تغییرات موقتی در احساسات ریسک سرمایه‌گذار، مشخص شد که شرکت‌ها از نظر پرداخت سود سهام (Baker & Wurgler, 2006)، سرمایه‌گذاری شرکتی (Polk & Sapienza, 2008)، پیش‌بینی سود (Bergman & Roychowdhury, 2008) و بازخرید سهام، واکنش استراتژیک نشان می‌دهند. علاوه بر این، (Li & Yang 2017). اهمیت احساسات فردی سهام را برای قیمت سهام نشان می‌دهند. احساسات سرمایه‌گذاران خاص شرکت تأثیر قابل‌توجهی بر ریسک سقوط قیمت سهام دارد. دو نوع معامله‌گران، معامله‌گران نویز ساده و آربیتراژورهای منطقی (معامله‌کنندگان آگاه) در بازار وجود دارد. هنگامی که معامله‌گران نویز احساسات ریسک بالایی دارند و نسبت به یک سهم بسیار خوش‌بین هستند، به‌راحتی می‌توانند قیمت آن را به سطح بالایی برسانند. در این لحظه، آربیتراژورها باید سهام را کوتاه بفرشند. باین‌حال، آن‌ها می‌ترسند که در آینده نزدیک معامله‌گران نویز حتی خوش‌بین‌تر شوند و قیمت را حتی بیشتر افزایش دهند که موقعیت اصلی آربیتراژ آن‌ها را محدود می‌کند. تحت این شرایط، آربیتراژ اثرات نویز را از بین نمی‌برد؛ زیرا نویز به‌خودی‌خود ریسک ایجاد می‌کند (De Long et al., 1990) و اطلاعات آربیتراژورها به‌طور کامل در قیمت‌ها، به‌ویژه اخبار نامطلوب، آشکار نمی‌شود. علاوه بر این، در طول دوره‌های هیجانی بالا، تحلیلگران تمایل دارند پیش‌بینی‌ها و توصیه‌های سود خوش‌بینانه‌ای را منتشر کنند تا اطلاعات منفی شرکت‌هایی که تحت پوشش آن‌ها هستند نتواند به‌موقع برای سرمایه‌گذاران خارجی آشکار شود (Xu et al., 2014). بر

اساس تجزیه و تحلیل بالا، مدیران به احتمال زیاد اخبار بد را در دوره‌های پراساس پنهان می‌کنند. هنگامی که اطلاعات پنهان انباشته شده به نقطه اوج می‌رسد، به یک باره منتشر می‌شود که منجر به سقوط قیمت سهام می‌شود (Hutton, Marcus & Tehranian, 2009). احساسات قوی تر سرمایه‌گذار منجر به ریسک سقوط قیمت سهام خاص شرکت می‌شود و اهمیت اقتصادی این اثر بی‌اهمیت نیست. احساسات سرمایه‌گذار قوی تر باعث سرمایه‌گذاری‌های حاشیه‌ای فعال تر در سهام می‌شود که منجر به ریسک بالاتر قیمت سهام می‌شود؛ بنابراین، تأثیر احساسات سرمایه‌گذار بر ریسک سقوط قیمت سهام برای سهام واجد شرایط برای معاملات مارجین بارزتر است (Aggarwal, 2022). ارتباط ارزشی در مطالعات مختلف به‌عنوان توانایی اطلاعات مالی برای جمع‌آوری و خلاصه کردن ارزش شرکت و ارتباط آماری بین اطلاعات صورت‌های مالی و ارزش‌های بازار سهام تعریف شده است (Pavtar, 2017). مطالعات نتایج متفاوتی را در مورد رابطه بین اطلاعات حسابداری و قیمت سهام ایجاد کرده است. به‌عنوان مثال، (Vijitha & Nimalathasan, 2014) و (Naimah, 2012). (Yahaya, Onyabe & Usman, 2015) دریافتند که اطلاعات حسابداری به‌ویژه سود دارای ارتباط ارزشی است. از سوی دیگر (Uthman & ABDULBAKI, 2014) اذعان کرد که به دلیل گذار از اقتصاد صنعتی به اقتصاد مبتنی بر فناوری پیشرفته، صورت‌های مالی ارتباط خود را از دست داده‌اند. باین‌حال، نظرات یا استنباط‌های متناقضی در مورد جهت تغییر در ارتباط ارزش وجود دارد. مروری بر مطالعات صورت گرفته در خصوص بررسی اثر فرصت رشد و سودآوری شرکت بر ارتباط ارزشی احساس ریسک گزارش‌های سالانه نشان می‌دهد که مطالعه جامعی برای بررسی اثر فرصت رشد و سودآوری شرکت بر ارتباط ارزشی احساس ریسک گزارش‌های سالانه انجام نگرفته است. از طرفی، استفاده از مدل‌های پویا می‌تواند منجر به نتایج تحلیلی قوی‌تری شود؛ بنابراین در این پژوهش از روش پیشرفته گشتاورهای تعمیم‌یافته (GMM) استفاده شده است که با توجه به در نظر گرفتن مقادیر دوره گذشته متغیر وابسته به‌عنوان متغیر مستقل، روابط میان متغیرها را به‌صورت پویا تخمین می‌زند؛ بنابراین بررسی فرضیه‌های پژوهش با استفاده از رویکرد پویا، از ویژگی‌های خاص این پژوهش است؛ بنابراین، این پژوهش به دنبال پاسخ به این سؤال است که آیا نقش تعدیلگر فرصت رشد و سودآوری شرکت بر ارتباط ارزشی احساس ریسک گزارش‌های سالانه تأثیرگذار است؟ پاسخ به این سؤال‌ها می‌تواند به سیاست‌گذاران و سرمایه‌گذاران و سایر عوامل اقتصادی که در معاملات مالی و اقتصادی مشارکت دارند کمک کند. به‌عبارتی دیگر نتایج این پژوهش به سیاست‌گذاران به‌منظور کاهش شوک‌های منفی به کل اقتصاد و به سرمایه‌گذاران برای بهینه کردن ارزش سبد دارایی‌ها و حداقل کردن

ریسک‌ها، کمک خواهد کرد. ساختار این پژوهش مبتنی بر شش بخش است که پس‌از این مقدمه، در بخش دوم ادبیات موضوع و مطالعات انجام‌شده خارجی و داخلی در بخش سوم ساختار و روش‌شناسی پژوهش در بخش چهار مدل پژوهش در بخش پنجم تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه‌ها در بخش شش به نتیجه‌گیری و پیشنهادهای سیاستی اشاره شده است.

## ۲- ادبیات موضوع و پیشینه تحقیق

### ۲-۱- مبانی نظری

فرض اساسی استفاده از احساسات ریسک سرمایه‌گذار برای پیش‌بینی قیمت سهام، بازده بازار سهام و نقدینگی، هم‌افزایی بین قیمت سهام و احساسات ریسک سرمایه‌گذار است. با این حال، این رابطه هم‌افزایی در ادبیات کمتر مورد توجه قرار گرفته است. وقتی قیمت سهام افزایش می‌یابد، احساسات ریسک سرمایه‌گذار افزایش می‌یابد و زمانی که قیمت سهام کاهش می‌یابد، احساسات ریسک سرمایه‌گذار کاهش می‌یابد. با این حال، این هم‌افزایی ممکن است معکوس شود یا حتی در یک دوره زمانی خاص ناپدید شود. از طریق اندازه‌گیری تقسیم‌بندی شده هم‌افزایی بین قیمت سهام و احساسات سرمایه‌گذار در طول یک روز، همچنین می‌توان متوجه شد که احساسات ریسک سرمایه‌گذار در رسانه‌های اجتماعی آینده‌نگر است. این امر پشتیبانی نظری را برای استفاده از احساسات ریسک سرمایه‌گذار در پیش‌بینی قیمت سهام فراهم می‌کند. اضطراب خارجی می‌تواند به‌طور قابل‌توجهی بر هم‌افزایی بین قیمت سهام و احساسات ریسک سرمایه‌گذار تأثیر بگذارد، اما این اثر می‌تواند هم‌افزایی مثبت یا منفی را افزایش دهد (Liu et al., 2022). احساسات سرمایه‌گذار مفهومی گریزان است که تعریف و اندازه‌گیری آن دشوار است. (Merton, 1973) تلاش کرد تا ارتباط بین حرکات قیمت سهام و تغییرات بین زمانی در عوامل وضعیت مربوطه را مطالعه کند تا مدل‌های سنتی قیمت‌گذاری دارایی‌ها را که معمولاً هیچ نقشی برای احساسات ریسک سرمایه‌گذار باقی نمی‌گذارند، زیر سؤال ببرد. دانشگاهیان، شاغلین و تنظیم‌کننده‌ها منابع قابل‌توجهی را صرف استخراج بسیاری از معیارهای احساسات ریسک سرمایه‌گذاران به‌منظور ارزیابی سطوح خوش‌بینی و بدبینی می‌کنند (Aggarwal, 2022). درک احساسات ریسک سرمایه‌گذار برای متخصصان بسیار مهم است زیرا احساسات نشان‌دهنده نگرش یا خلق‌وخوی کلی سرمایه‌گذاران نسبت به یک اوراق بهادار خاص یا بازار به‌عنوان یک کل است. (Dumas, Kurshev & Uppal, 2009)، استدلال کردند که این لحن، خلق‌وخو یا احساس ریسک می‌تواند قیمت‌ها را به‌گونه‌ای هدایت کند که منعکس‌کننده اصول یا تغییرات در مجموعه فرصت‌های سرمایه‌گذاری نباشد. از سوی دیگر، به‌طور کلی، روانشناسی و احساسات ریسک



سرمایه گذار می تواند به سرعت در بازار گسترش یابد و این به نوبه خود بر ریسک گریزی سرمایه گذاران و انتخاب پرتفوی مستقل از چشم انداز جریان نقدی یا اقدامات اساسی تأثیر می گذارد. (Sentana & Wadhvani, 1992)، (Shiller, 2015)، مدل هایی را پیشنهاد کردند که رفتار سرمایه گذاران احساسات محور را به تغییرات قیمت سهام مرتبط می کند. (Baker & Wurgler, 2006) شواهدی را در مورد چگونگی اندازه گیری احساسات سرمایه گذاران و تعیین کمیت اثرات آن بر قیمت سهام ارائه کردند. آن ها همچنین نشان دادند که معیار ایجاد شده آن ها از احساسات سرمایه گذار بر اساس تجزیه و تحلیل مؤلفه اصلی قیمت برای استخراج مؤلفه احساسات ریسک مشترک از شاخص های احساسات، مکانیسمی را نشان می دهد که تقاضای سرمایه گذاران برای دارایی های پر ریسک تحت تأثیر آن قرار می گیرد. فرضیه قابل آزمون از مبانی نظری فوق به شرح زیر است:

#### فرضیه اول: احساس ریسک گزارش های سالانه بر قیمت سهام تأثیر معناداری دارد.

وجود فرصت های رشد، عملکرد شرکت ها و ثروت سهامداران را افزایش می دهد که منجر به مشارکت در ایجاد شغل و توسعه اقتصادی، افزایش ارزش شرکت ها و تقاضای نوآوری با کیفیت بالا می شود و بهبود در بازار جهانی فرصت ها و رقابت را افزایش می دهد که همچنین شرکت ها را مجبور می کند سرمایه گذاری و پروژه های مخاطره آمیزتری برای به حداکثر رساندن ثروت سهامداران انجام دهند (Stangler, 2010; Wright et al., 1995). شرکت هایی با نوآوری های شرکتی گسترده تر، سطوح بالاتری از رفتار ریسک پذیری شرکت دارند. افزایش فرصت های رشد منجر به سود بیشتر سرمایه و بازار خواهد شد. جهانی شدن اقتصادهای جهان فرصت های بیشتری برای رشد برای مدیر فراهم می کند و درعین حال رقابت بین بازیگران صنعت را افزایش می دهد. شواهد اضافی نشان می دهد که شرکت های کوچک تر انگیزه دارند تا فرصت های رشد پر ریسک را به دست آورند، زیرا دسترسی به افزایش سرمایه و همچنین به عنوان گزینه ای از فرصت های رشد آسان تر بود (Fama & French, 2001). مدیران برای افزایش نوسانات سود، استراتژی های ریسک پذیری رشد محور را دنبال می کنند و احساس ریسک بیشتری دارند بنابراین، تضاد نمایندگی بین مدیران و سهامداران به دلیل انعطاف پذیری بیشتر در گزینه های سرمایه گذاری آتی، منجر به تصمیم گیری نامناسب در فرصت های رشد شرکت ها می شود. طبق تئوری ارزش استدلال می شود که ریسک پذیری منبع مهمی از مزیت های رقابتی است (Filzen, McBrayer & Shannon, 2021). ریسک هرگز از کسب و کار حذف نمی شود زیرا فرصت هایی را برای رشد ایجاد می کند؛ بنابراین، سرمایه گذاری پر ریسک باید به جای رها شدن، مدیریت شود. اگرچه ارزش شرکت ها با احساس کردن ریسک ایجاد

می‌شود، انجام این کار بیش از حد می‌تواند برای شرکت‌ها مضر باشد (Abraham & Shrivs, 2014). یکی از عوامل کلیدی که به بحران مالی جهانی در سال ۲۰۰۸ کمک کرد، ریسک‌پذیری بیش از حد بود که عمدتاً ناشی از تصمیمات ضعیف و قضاوت بد بود. علاوه بر این، تئوری آژانس پیشنهاد می‌کند که ناهماهنگی در توزیع انگیزه‌ها برای سهامداران و مدیران برای نظارت بر فعالیت‌های ریسک‌پذیر (Michael & William, 1976) آن‌ها را تشویق می‌کند تا برای کسب سود، احساس ریسک بیش از حد داشته باشند. مطابق با استدلالی فوق‌دومین فرضیه قابل آزمون پژوهش حاضر به شرح زیر است:

#### فرضیه دوم: فرصت رشد شرکت بر ارتباط ارزشی احساس ریسک گزارش‌های سالانه و قیمت سهام تأثیر معناداری دارد.

در ادبیات اقتصاد مالی، محوری‌ترین موضوع در سرمایه‌گذاری در دارایی‌های مالی، مسئله ریسک - سودآوری می‌باشد. در واقع سرمایه‌گذاران در بازارهای مالی به دنبال اتخاذ استراتژی هستند که با کمترین ریسک، بیشترین سودآوری و بازدهی را به دست آورند. نظریه نوین پرتفوی که در سال ۱۹۵۶ توسط مارکوویتز ارائه شد به بررسی رابطه بین سودآوری مورد انتظار و ریسک در قالب خط بازار سرمایه می‌پردازد (Keshavarz & Rezaei, 2022). اگر احساسات ریسک سرمایه‌گذار واقعاً منجر به قیمت دارایی‌ها می‌شود، آنگاه شناخت و رفتار تحلیل‌گران از احساسات ریسک ممکن است بر سودآوری نسبی توصیه‌های سهام آن‌ها تأثیر بگذارد. به‌عنوان مثال، یک تحلیلگر ممکن است بر اساس برآورد خصوصی او از ارزش ذاتی شرکت، معتقد باشد که یک سهم خاص بیش از حد ارزش‌گذاری شده است. با این حال، تحلیلگر ممکن است در صدور توصیه فروش تردید داشته باشد، اگر معتقد باشد که احساسات ریسک سرمایه‌گذار در کوتاه‌مدت به فشار صعودی بر قیمت دارایی‌ها ادامه خواهد داد. علاوه بر این، اگر تحلیلگر معتقد باشد که سرمایه‌گذاران در آینده نزدیک حتی صعودی‌تر خواهند شد، ممکن است در واقع یک توصیه خرید صادر کند. اگر تحلیلگر (۱) به‌درستی یک تغییر صعودی (نزولی) در تمایل سرمایه‌گذاران را پیش‌بینی کند که در نهایت باعث افزایش (کاهش) قیمت دارایی‌ها می‌شود و (۲) در پاسخ توصیه مطلوب‌تری (نامطلوب) صادر می‌کند، آنگاه توصیه تحلیلگر ممکن است سودآورتر از توصیه‌های همسالانش باشد (Bagnoli et al., 2010). پاسخ به احساسات ریسک سرمایه‌گذار می‌تواند منجر به توصیه‌های سودآورتر سهام شود، همچنین می‌تواند به چند دلیل منجر به توصیه‌های سود کمتری برای سهام شود. اولاً، پیش‌بینی احساسات ریسک سرمایه‌گذار احتمالاً پرهزینه است (مثلاً با نیاز به زمان و منابعی که می‌تواند به سمت افزایش دقت پیش‌بینی یا خدمت به مشتریان سازمانی هدایت شود)؛ بنابراین،

اگر تأثیر احساسات ریسک بر قیمت دارایی‌ها به اندازه کافی بزرگ نباشد، تحلیلگران ممکن است در هنگام بررسی احساسات ریسک سرمایه‌گذار، منابع را هدر دهند. دوم، حتی اگر اصول بنیادی شرکت ثابت بماند و یک تحلیلگر بتواند احساسات سرمایه‌گذار آینده را کاملاً پیش‌بینی کند، او باید توصیه‌های مطلوب (نامطلوب) را قبل از دوره‌های صعودی (نزولی) به موقع ارائه کند تا توصیه‌هایش نسبت به هم‌تایانش سودآورتر باشد؛ بنابراین، اگر بازنگری توصیه‌های تحلیل‌گران در مقایسه با تغییرات در احساسات سرمایه‌گذار نادر باشد، سودآوری توصیه‌ها کاهش می‌یابد و تحقیقات قبلی نشان می‌دهد که ارزش سرمایه‌گذاری توصیه‌ها پس از شش ماه کاهش می‌یابد. تئوری کارایی بازار از این استدلال حمایت می‌کند که شرکت‌ها باید بازدهی را برای سرمایه‌گذاران از نظر قرار گرفتن در معرض خطر فراهم کنند. در نتیجه، شرکت‌های سودآور باید بازدهی بالاتری نسبت به شرکت‌های با سود کمتر داشته باشند، زیرا ریسک‌پذیرتر تلقی می‌شوند. (Ke & Yu, 2020). مطابق با استدلالی فوق‌سومین فرضیه قابل آزمون پژوهش حاضر به شرح زیر می‌باشد:

**فرضیه سوم: سودآوری شرکت بر ارتباط ارزشی احساس ریسک گزارش‌های سالانه و قیمت سهام تأثیر معناداری دارد.**

#### ۲-۲- پیشینه تجربی

##### ۲-۲-۱- پیشینه خارجی

در این بخش به ارائه مهم‌ترین مطالعات تجربی انجام‌شده مرتبط با موضوع تحقیق در قالب مطالعات خارجی پرداخته می‌شود.

(Elshandidy & Zeng, 2022) در پژوهشی با عنوان «ارتباط ارزشی افشای مرتبط با ریسک: آیا لحن افشا اهمیت دارد؟»، آن‌ها افشای ریسک و لحن آن در گزارش‌های سالانه انگلستان و تأثیر آن بر قیمت سهام را بررسی کردند. برای این منظور فهرستی از کلمات مربوط به ریسک مثبت و منفی ایجاد نمودند و از طریق شمارش این کلمات در گزارش‌های سالانه شرکت‌ها، لحن (احساس) ریسک مثبت و منفی برای هر شرکت را اندازه‌گیری کردند. نتایج نشان داد که ارتباط ارزشی اطلاعات کل ریسک باقیمت سهام از نظر آماری قابل مشاهده نیست مگر اینکه در لحن آن تمایز قائل شویم. در مجموع، افشای ریسک مثبت (منفی) به‌طور قابل توجهی قیمت سهام را افزایش (کاهش) می‌دهد.

(Mehradi, Badavarnahandi, Zeinali & Baradaran Hassanzadeh, 2021) در پژوهشی تحت 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 می‌دهد که محافظه‌کاری در افشای ریسک، محتوای اطلاعاتی حسابداری را افزایش می‌دهد. همچنین، نتایج نشان می‌دهد که محافظه‌کاری در افشای ریسک به واسطه افزایش شفافیت اطلاعات خاص شرکت، هم‌زمانی بازده سهام را کاهش می‌دهد.

(Myšková & Hájek, 2020) در پژوهشی با عنوان «استخراج احساسات مرتبط با ریسک در گزارش‌های سالانه شرکت‌ها و تأثیر آن بر عملکرد مالی» با استفاده از لیست کلمات خاص (با برچسب ریسک منفی و مثبت) که برای ریسک‌های مالی شرکت ایجاد کردند، اقدام به استخراج احساس ریسک گزارش‌های متنی مدیریت نمودند و ارتباط آن‌ها 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 می‌دهد و نشان می‌دهد احساس ریسک بر عملکرد مالی اثرگذار است.

(Bao & Datta, 2014) در پژوهشی تحت عنوان «کشف و تعیین کمیت انواع ریسک از افشای ریسک متنی» تنوعی از مدل موضوع تخصیص دیریکله پنهان و الگوریتم یادگیری آن را برای کشف و کمی کردن انواع ریسک از افشای ریسک متنی به‌طور هم‌زمان ایجاد کرده‌اند. آن‌ها ارزیابی‌های جامعی را از نظر تناسب آماری مرسوم و تناسب اساسی با توجه به کیفیت اطلاعات کشف‌شده انجام داده‌اند. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که بیش از نیمی از انواع ریسک‌ها که حاوی اطلاعات مفید برای تصمیم‌گیری نبوده‌اند، اثری هم بر استفاده‌کننده اطلاعات نداشته‌اند. به عبارتی، چنانچه افشای ریسک حاوی اطلاعات مفید و قابل‌اتکا نباشد، در تصمیم‌گیری سهامداران نیز وارد نمی‌شود و اثری بر ارزش شرکت ندارد.

## ۲-۲-۲- پیشینه داخلی

در این بخش به ارائه مهم‌ترین مطالعات تجربی انجام‌شده مرتبط با موضوع تحقیق در قالب مطالعات داخلی پرداخته می‌شود.

(Khoshkholg & Talebnia, 2021) 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 به عنوان لغات کلیدی برای ریسک در نظر گرفتند و آن‌ها را از طریق تحلیل محتوا از متن استخراج کرده و تکرار آن‌ها را به عنوان 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.

(Osoolian, Tajvidi & Pazouki, 2021) در پژوهشی به بررسی تعیین تأثیر وجه نقد مازاد بر ارزش شرکت و بررسی منافع نگهداری وجه نقد در ریسک نقد شوندگی سهام شرکت‌های رشدی یا دارای محدودیت مالی پرداخته‌اند. نتایج آزمون‌های پژوهش نشان داد که وجه نقد مازاد، معیار ارزشمندی برای ریسک نقد شوندگی شرکت‌ها به شمار می‌رود و تحت تأثیر فرصت‌های رشد یا محدودیت‌های تأمین مالی، اثر آن تشدید می‌شود.

(Khoshkholg & Vakilifard, 2021) در پژوهش خود به بررسی اثر ابعاد سیاسی و اخلاقی رفتارهای مدیریت بر سطح افشای ریسک در گزارشگری مالی سالانه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته‌اند و برای بررسی ابعاد سیاسی و اخلاقی رفتارهای مدیریت از پنج شاخص (رفتارهای خوش‌بینانه مدیران، رفتار کوتاه‌بینانه مدیران، رفتار نمایندگی مدیر، مدیریت سود و هزینه سیاسی ناشی از رفتار مدیریت) استفاده کرده‌اند. یافته‌های پژوهش نشان داد که در میان ابعاد سیاسی و اخلاقی رفتارهای مدیریتی، رفتارهای خوش‌بینانه مدیران، رفتار نمایندگی مدیر، مدیریت سود و هزینه سیاسی ناشی از رفتار مدیریت با کاهش شفافیت محیط گزارشگری سبب کاهش افشای ریسک در گزارشگری مالی سالانه می‌شود. از سوی دیگر، نتایج مؤید آن است که رفتار کوتاه‌بینانه مدیران اثر معناداری بر سطح افشای ریسک در گزارشگری مالی سالانه ندارد.

(Namazi & Ebrahimi, 2016) به بررسی ویژگی ریسک‌های افشاشده در گزارش‌های سالانه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته و عوامل مؤثر بر میزان افشای اطلاعات مربوط به ریسک مورد بررسی قرار دادند. یافته‌های پژوهش نشان داد که شرکت‌ها به طور معناداری به ارائه اطلاعات گذشته‌نگر در مقایسه با آینده‌نگر، کیفی در مقایسه با کمی و افشای منابع ریسک در مقایسه با مدیریت ریسک گرایش دارند. همچنین در بررسی عوامل مؤثر بر میزان افشای ریسک، نتایج بیانگر ارتباط مثبت و معنادار بین اندازه شرکت و اهرم مالی با میزان افشای ریسک و رابطه منفی و معناداری بین سطح ریسک بازار شرکت با افشای ریسک بوده است.

بر اساس بررسی‌های به‌عمل‌آمده پیرامون جمع‌بندی پیشینه‌های پژوهش، مشخص می‌شود از دیرباز، بررسی متغیرهای ریسک، افشای ریسک و مدیریت ریسک در بورس از مباحث جدال‌انگیز میان پژوهشگران بوده است؛ زیرا نظرات متفاوتی در این زمینه‌ها وجود دارد؛ بنابراین مطالعه در این زمینه، اهمیت ویژه‌ای دارد. از طرفی تاکنون مطالعه‌ای در ارتباط با اثر فرصت رشد و سودآوری شرکت بر ارتباط ارزشی احساس ریسک گزارش‌های سالانه با رویکرد پویا انجام نشده است؛ به‌خصوص اینکه به‌کارگیری مدل‌های پویا با توجه به نقاط قوت‌هایی همانند حذف تورش‌های موجود در رگرسیون‌های مقطعی است که نتیجه آن تخمین‌های دقیق‌تر، با کارایی بالاتر و هم‌خطی کمتر در GMM پنل دیتای پویا خواهد بود. به‌عنوان نوآوری تحقیق می‌توان بیان کرد؛ لذا در این پژوهش برآنیم اثر فوق را بررسی کرده و میزان احساس ریسک گزارش‌های سالانه را برآورد نماییم.

### ۳- روش‌شناسی

پژوهش حاضر بر اساس طبقه‌بندی بر مبنای هدف، کاربری است و از لحاظ طبقه‌بندی برحسب روش از نوع توصیفی-همبستگی و با استفاده از رویکرد پس‌رویدادی، 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. درنهایت داده‌ها با استفاده از نرم‌افزار اکسل آماده و سپس با استفاده از نرم‌افزار ایویوز تجزیه و تحلیل نهایی انجام گرفته 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 آرانوو باند 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 (Kaffashpour, Moradi, Mousavi & Marandi, 2018; Yazdi, Taftiyan & Moeinadin, 2021). به کار بردن روش

GMM پنل 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 پنل دیتای پویا خواهد بود (Garayi Nejad, Dakhi Maal & Ostad Ramadan, 2013). 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 پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۷ تا سال ۱۳۹۹ (دوره ۱۳ ساله) است. نمونه مورد مطالعه این پژوهش، متشکل از کلیه شرکت‌های موجود در جامعه آماری است که حائز معیارهای جدول ۱ 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 ۲۹ 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 مورد نظر، سهام آن‌ها به طور فعال در بورس معامله نشده است.
	(۴۵)	شرکت‌هایی که اطلاعات آن‌ها برای به دست آوردن برخی متغیرهای پژوهش کافی نبوده است.
۱۳۰		کل نمونه آماری قابل آزمون در نظر گرفتن پیش فرض‌ها

#### ۴- مدل پژوهش

یکی از حوزه‌های مهم تحقیقات حسابداری که در کانون توجه محققان داخلی و خارجی قرار دارد، بررسی محتوای اطلاعاتی داده‌های حسابداری است. هدف این نوع تحقیقات، بررسی این موضوع است که آیا نوع خاصی از داده‌های حسابداری مانند سود حسابداری، اطلاعاتی به مجموعه اطلاعات در دسترس سرمایه‌گذاران می‌افزاید و آن‌ها را در جهت تصمیم‌گیری بهتر رهنمون می‌کند؟ این حوزه از تحقیقات با مطالعات (Ball & Brown, 1968) آغاز شد و پس از آن، رابط متغیرهای حسابداری با ارزش بازار سهام شرکت برای تحلیل کارایی اطلاعاتی داده‌های حسابداری بررسی شد. مدل در حالت کلی به شکل رابط ۱ تعریف می‌شود.

$$P = \beta_0 + \sum_{i=1}^n B_i x_i + \varepsilon \quad \text{رابطه ۱}$$

در این مدل، قیمت سهام شرکت (P) برحسب داده‌های مختلف حسابداری (X) توضیح داده می‌شود. تحقیقات در حوزه محتوای ارزشی اطلاعات حسابداری نشان می‌دهد، محققان برای ارزیابی سطح آگاهی بخشی اطلاعات حسابداری، از مدل (Ohlson, 1995) استفاده می‌کنند. در مطالعات حوزه محتوای ارزشی اطلاعات حسابداری، پژوهشگران مدل (Ohlson, 1995) را به‌طور گسترده‌ای به‌کار برده‌اند (رابطه ۲).

$$P_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 EPS_{i,t} + \beta_2 BVS_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (\text{رابطه ۲})$$

که در آن P قیمت سهام چهار ماه بعد از پایان سال مالی (به‌منظور کسب اطمینان از اینکه قیمت‌ها، اطلاعات حسابداری افشاشده گزارش‌های سالان شرکت‌ها را منعکس کرده‌اند)؛ EPS سود هر سهم در پایان سال مالی شرکت و BVS ارزش دفتری هر سهم در پایان سال مالی شرکت است. این مدل برای ارزیابی سودمندی اطلاعات حسابداری در تعیین ارزش قیمت‌های سهام با کار برده می‌شود و نشان می‌دهد چگونه ارزش بازار شرکت به هر دو متغیر ارزش دفتری و سود حسابداری وابسته است. به‌منظور سنجش اثرگذاری متغیر احساس ریسک به کمک مدل (Ohlson, 1995) با افزودن متغیر احساس ریسک و برخی متغیرهای کنترلی مبتنی بر پژوهش (Alfaraih & Alanezi, 2011)، مدل‌های یادشده بسط داده شده‌اند. روش GMM تخمین زنده قدرتمندی است که برخلاف روش حداکثر راست نمایی نیاز به اطلاعات دقیق توزیع جملات ندارد که این روش مبتنی بر این فرض است که جملات اخلاص در معاملات با مجموعه متغیرهای ابزاری 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 به‌صورت وقفه در سمت راست مدل ظاهر می‌شود دیگر برآورد OLS سازگار نخواهد بود (Hemati Asiabarki et al., 2015).

جدول (۲): مدل‌های پژوهش

مدل	رویکرد	فرضیه
$P_{it} = \beta_0 + \beta_1 P_{it-1} + \beta_2 BVPS_{i,t} + \beta_3 EPS_{i,t} + \beta_4 RS_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$	پویا	فرضیه ۱
$P_{it} = \beta_0 + \beta_1 P_{it-1} + \beta_2 BVPS_{i,t} + \beta_3 EPS_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$	پویا	
$P_{it} = \beta_0 + \beta_1 P_{it-1} + \beta_2 BVPS_{i,t} + \beta_3 EPS_{i,t} + \beta_4 Growth_{i,t} + \beta_5 BVPS^* Growth_{i,t} + \beta_6 EPS^* Growth_{i,t} + \beta_7 RS_{i,t} + \beta_8 RS^* Growth_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$	پویا	فرضیه ۲



$P_{it} = \beta_0 + \beta_1 P_{it-1} + \beta_2 BVPS_{i,t} + \beta_3 EPS_{i,t} + \beta_4 Growth_{i,t} + \beta_5 BVPS^* Growth_{i,t} + \beta_6 EPS^* Growth_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$	پویا	
$P_{it} = \beta_0 + \beta_1 P_{it-1} + \beta_2 BVPS_{i,t} + \beta_3 EPS_{i,t} + \beta_4 ROA_{i,t} + \beta_5 BVPS^* ROA_{i,t} + \beta_6 EPS^* ROA_{i,t} + \beta_7 RS_{i,t} + \beta_8 RS^* ROA_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$	پویا	فرضیه ۳
$P_{it} = \beta_0 + \beta_1 P_{it-1} + \beta_2 BVPS_{i,t} + \beta_3 EPS_{i,t} + \beta_4 ROA_{i,t} + \beta_5 BVPS^* ROA_{i,t} + \beta_6 EPS^* ROA_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$	پویا	

در جدول فوق RS: احساس ریسک، P: قیمت سهام، BVPS: ارزش دفتری هر سهم، EPS: سود هر سهم، Growth: فرصت رشد شرکت، ROA: سودآوری می‌باشند.

#### ۱-۴- تعریف عملیاتی متغیرها

**احساس ریسک (RS):** از آنجایی که پژوهش حاضر بر ارائه الگویی برای محاسبه احساسات ریسک در حوزه مالی شرکت‌های بهابازار متمرکز شده است، فهرستی از کلمات خاصی برای هر نوع ریسک مالی شرکت ایجاد شده است. برای تهیه این فهرست ابتدا فایل‌های گزارش فعالیت هیئت‌مدیره، صورت‌های مالی و یادداشت‌های توضیحی از پایگاه کدال بارگیری شده‌اند. سپس فایل‌هایی که قابلیت تبدیل به ورد را داشته‌اند از طریق نرم‌افزار پارس‌پی‌دی‌اف تبدیل به فایل ورد (فایل مبتنی قابل پردازش) شده‌اند، سپس نام شرکت‌ها، جداول و شکل‌ها بر اساس ادبیات نظری و شواهد تجربی Li (۲۰۰۶) اعتقاد بر آن بوده 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 گردیده است. برای تهیه فهرست اولیه از کلمات، از فرهنگ لغت ریسک مالی استفاده شده است و در مرحله بعد، کلمات را 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 کرده و هر کلمه را با برچسب‌های مثبت، منفی، عدم قطعیت، فرصت، مالی، سیستماتیک، تغییر، دعاوی حقوقی، مالیات و حقوقی و نظارت نسبت دهند. 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 مورد بررسی تهیه گردیده است. بعد از مشخص شدن تعداد کلمات مثبت و منفی و عدم قطعیت، فرصت، مالی، سیستماتیک، تغیر، دعاوی حقوقی، مالیات و حقوقی و نظارت هر گزارش، احساس ریسک طی رابطه زیر محاسبه شده است:

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

قیمت سهام (P): برابر است با قیمت هر سهم عادی شرکت  $i$  در پایان سال  $t$ ، سود هر سهم (EPS): سود پیش‌بینی شده هر سهم شرکت  $i$  برای سال مالی  $t$ ، ارزش دفتری هر سهم (BVPS): ارزش دفتری هر سهم عادی شرکت  $i$  در پایان سال مالی  $t$ ، در پایان سال سودآوری (ROA): نسبت سود خالص بر کل دارایی‌های شرکت  $i$  در پایان سال مالی  $t$ ، فرصت رشد (Growth): نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری دارایی‌های شرکت.

## ۵- نتایج

### ۵-۱- تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه‌ها

در این بخش ابتدا یافته‌های مربوط به آمار توصیفی و نتایج برخی از آزمون‌های پیش‌فرض رگرسیون ارائه شده و در ادامه یافته‌های مربوط به فرضیه‌ها بیان می‌شود.

#### ۵-۱-۱- نتایج آمار توصیفی

اصلی‌ترین شاخص مرکزی، میانگین است که نشان‌دهنده نقطه تعادل و مرکز ثقل توزیع است و شاخص خوبی برای نشان دادن مرکزیت داده‌هاست. برای مثال مقدار میانگین برای متغیر احساس ریسک برابر با ۰/۰۸۱ می‌باشد که نشان می‌دهد بیشتر داده‌ها حول این نقطه تمرکز یافته‌اند. میانه یکی دیگر از شاخص‌های مرکزی می‌باشد که وضعیت جامعه را نشان می‌دهد. همان‌طور که در جدول ۳ مشاهده می‌شود میانه این متغیر ۰/۰۷۷ می‌باشد که نشان می‌دهد که نیمی از داده‌ها کمتر از این مقدار و نیمی دیگر بیشتر از این مقدار هستند. به‌طور کلی پارامترهای پراکندگی، معیاری برای تعیین میزان پراکندگی یا یکدیگر یا میزان پراکندگی آن‌ها نسبت به میانگین است. از مهم‌ترین پارامترهای پراکندگی، انحراف معیار است. در بین متغیرها احساس ریسک دارای کمترین و متغیر قیمت سهام بیشترین میزان پراکندگی را دارا می‌باشند؛ که نشان می‌دهد این دو متغیر به ترتیب کمترین و بیشترین میزان تغییرات را دارا می‌باشند.

جدول (۳): نتایج آمار توصیفی

نام متغیر	میانگین	میانه	انحراف معیار	مینیمم	ماکسیمم
ارزش دفتری هر سهم (BVPS)	۲۱۷۸/۶	۱۷۷۸/۱	۱۷۸۸/۴	-۶۹۷۳/۰	۱۴۴۹۴/۹
سود هر سهم (EPS)	۰/۳۵۵	۰/۱۲۱	۰/۶۴۷	-۱/۳۶۳	۴/۵۱۵
فرصت رشد شرکت (GROWTH)	۰/۵۶۱	۰/۴۸۱	۰/۵۹۲	-۶/۵۶۰	۴/۳۴۹
قیمت سهام (P)	۵۷۱۱/۳	۳۲۸۳/۰	۶۶۶۶/۰	۲۰۹/۰	۶۴۵۱۶/۰
سودآوری (ROA)	۰/۱۰۱	۰/۰۸۸	۰/۱۳۷	-۱/۰۶۳	۰/۶۲۷
احساس ریسک (RS)	۰/۰۸۱	۰/۰۷۷	۰/۰۴۶	۰/۰۰۷	۰/۸۳۰

قبل از برآورد مدل رگرسیون بر روی داده‌ها، لازم است مانایی تک‌تک متغیرها بررسی شود چون در صورتی که متغیرها ناماننا باشند، باعث بروز مشکل رگرسیون کاذب می‌شود. در این تحقیق برای بررسی مانایی متغیرها برای داده‌های ترکیبی، از آزمون لوین-لین چوی<sup>۱</sup> استفاده می‌شود. فرض صفر در این آزمون وجود ریشه واحد یا به‌طور معادل، عدم مانایی متغیرها می‌باشد که اگر مقدار سطح معنی‌داری کمتر از ۰/۰۵ باشد فرض صفر رد می‌شود و متغیرها ماننا هستند. خلاصه نتایج این آزمون در جدول ۴ ارائه شده است. با توجه به جدول ۴ مقدار سطح معنی‌داری آزمون لوین-لین چوی برای همه متغیرها کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد، در نتیجه فرض صفر رد می‌شود و متغیرها (ماننا) هستند.

جدول (۴): نتایج آزمون ایستایی لوین، لین و چوی

نام متغیر	آماره	احتمال
ارزش دفتری هر سهم (BVPS)	-۱۸/۲۶	۰/۰۰
سود هر سهم (EPS)	-۱۴/۷۶	۰/۰۰
فرصت رشد شرکت (GROWTH)	-۲۲/۹۲	۰/۰۰
قیمت سهام (P)	-۱۷/۶۲	۰/۰۰

<sup>1</sup> Levin, Lin & Chu

۰/۰۰	-۱۸/۹۱	سودآوری (ROA)
۰/۰۰	-۷۴/۲۴	احساس ریسک (RS)

## ۲-۱-۵- نتایج آزمون فرضیه‌ها

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

از آزمون  $L$  هانسن جهت اعتبار ابزارها استفاده می‌شود. فرضیه صفر برای این آزمون این است که ابزارها معتبر هستند. همان‌طور که در جداول مشاهده می‌شود در همه مدل‌های سه فرضیه، مقدار سطح معنی‌داری آزمون  $L$  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 در همه مدل‌ها نشان می‌دهد مقدار سطح معنی‌داری آماره آزمون همبستگی سریالی مرتبه دوم بیشتر از ۰/۰۵ می‌باشد، در نتیجه فرض صفر پذیرفته می‌شود که نشان می‌دهد همبستگی سریالی مرتبه دوم در جملات خطا وجود ندارد.

## فرضیه اصلی (۱) احساس ریسک گزارش‌های سالانه بر قیمت سهام تأثیر معناداری دارد.

جهت آزمون فرضیه اول از روش GMM استفاده شده است؛ که در مدل دوم متغیر احساس ریسک به مدل قیمت‌گذاری سهام (گوردون) اضافه می‌شود.

یافته‌های جدول ۵ نشان می‌دهد متغیر احساس ریسک تأثیر مثبت و معناداری بر قیمت سهام می‌گذارد. در نتیجه فرضیه اول پذیرفته می‌شود و بین احساس ریسک گزارش‌های سالانه و قیمت سهام رابطه معناداری وجود دارد. همچنین متغیر قیمت سهام با یک تأخیر در هر دو مدل قیمت‌گذاری سهام و بسط مدل قیمت‌گذاری سهام مثبت و معنی‌دار می‌باشد که این نتیجه نشان از پویایی متغیر قیمت سهام در طی زمان است، به طوری که قیمت سهام در دوره جاری به دوره بعد نیز افزایش می‌یابد. همچنین با توجه به ضریب متغیر احساس ریسک که مثبت می‌باشد، نتیجه می‌شود با افزایش احساس ریسک، قیمت سهام افزایش می‌یابد.

## جدول (۵): نتایج فرضیه اصلی ۱

$P_{it} = \beta_0 + \beta_1 P_{it-1} + \beta_2 BVPS_{i,t} + \beta_3 EPS_{i,t} + \beta_4 RS_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$				$P_{it} = \beta_0 + \beta_1 P_{it-1} + \beta_2 BVPS_{i,t} + \beta_3 EPS_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$			
روش GMM							
متغیرهای مدل	ضریب متغیر	خطای استاندارد	آماره $t$	سطح معناداری	ضریب متغیر	خطای استاندارد	آماره $t$
سطح معنادار							

ی								
۰/۰۲۳	۲/۲۸۱	۰/۰۱۶	۰/۰۳۶	۰/۰۰۰	۴/۰۲۷	۰/۰۱۷	۰/۰۶۷	$\beta_0$
۰/۰۰۰	۱۳/۳۵۲	۰/۰۲۲	۰/۲۹۷	۰/۰۰۰	۱۳/۳۷۲	۰/۰۲۲	۰/۲۹۹	Pit-1
۰/۰۰۰	-۶/۹۷۵	۰/۰۰۶	-۰/۰۴۵	۰/۰۰۰	-۶/۷۱۵	۰/۰۰۶	-۰/۰۴۴	EPS
۰/۰۰۰	۱۸/۲۲۳	۰/۰۸۵	۱/۵۵۵	۰/۰۰۰	۱۹/۵۴۸	۰/۰۸۲	۱/۵۹۴	BVPS
۰/۰۰۰	۴/۴۲۹	۰/۰۹۹	۰/۴۴۰	-	-	-	-	RS
نتیجه		معناداری	آماره		نتیجه	معناداری	آماره	آزمون تشخیص
اعتبار ابزارها		۰/۳۳	۱۵/۷۴		اعتبار ابزارها	۰/۳۳	۱۵/۶۹	آماره J
همبستگی سریالی در جملات خطا وجود ندارد		۰/۰۰۰	-۵/۸۲		همبستگی	۰/۰۰۰	-۵/۳۳	AR(1)
		۰/۲۰	-۱/۱۲		ی سریالی در جملات خطا وجود ندارد	۰/۲۱	-۱.۱۰	AR(2)

فرضیه اصلی (۲) فرصت رشد شرکت بر ارتباط ارزشی احساس ریسک گزارش‌های سالانه و قیمت سهام تأثیر معناداری دارد.

جهت آزمون فرضیه دوم از دو مدل استفاده شده است؛ که در مدل دوم متغیر احساس ریسک و اثر متقابل آن با فرصت رشد، به مدل اضافه می‌شود. هر دو مدل با روش GMM برازش داده می‌شوند. یافته‌های جدول ۶ نشان می‌دهد متغیر اثر متقابل احساس ریسک و فرصت رشد شرکت تأثیر منفی و معناداری بر قیمت سهام می‌گذارد. در نتیجه فرضیه دوم پذیرفته می‌شود و فرصت رشد شرکت بر ارتباط ارزشی احساس ریسک گزارش‌های سالانه و قیمت سهام تأثیر معناداری دارد. همچنین متغیر قیمت سهام با یک تأخیر در هر دو مدل قیمت‌گذاری سهام و بسط مدل قیمت‌گذاری سهام مثبت و معنی‌دار می‌باشد که این نتیجه نشان از پویایی متغیر قیمت سهام در طی زمان است، به طوری که قیمت سهام در دوره جاری به دوره بعد نیز افزایش می‌یابد. همچنین با توجه به ضریب متغیر اثر متقابل فرصت رشد شرکت و احساس ریسک که منفی می‌باشد، نتیجه می‌شود فرصت رشد شرکت بر ارتباط ارزشی احساس ریسک گزارش‌های سالانه و قیمت سهام تأثیر منفی دارد.

جدول (۶): نتایج فرضیه ۲

$P_{it} = \beta_0 + \beta_1 P_{it-1} + \beta_2 BVPS_{i,t} + \beta_3 EPS_{i,t} + \beta_4 Growth_{i,t} + \beta_5 BVPS^* Growth_{i,t} + \beta_6 EPS^* Growth_{i,t} + \beta_7 RS_{i,t} + \beta_8 RS^* Growth_{i,t} + \epsilon_{i,t}$				$P_{it} = \beta_0 + \beta_1 P_{it-1} + \beta_2 BVPS_{i,t} + \beta_3 EPS_{i,t} + \beta_4 Growth_{i,t} + \beta_5 BVPS^* Growth_{i,t} + \beta_6 EPS^* Growth_{i,t} + \epsilon_{i,t}$			
روش GMM							
متغیرهای مدل	ضریب متغیر	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری	ضریب متغیر	خطای استاندارد	آماره t
$\beta_0$	۰/۰۶۲	۰/۰۲۱	۲/۸۸۳	۰/۰۰۴	۰/۰۰۷	۰/۰۲۷	۰/۲۶۹
$P_{it-1}$	۰/۲۸۹	۰/۰۲	۱۳/۳۶۴	۰/۰۰۰	۰/۲۸۷	۰/۰۲۴	۱۱/۹۲۳
EPS	-۰/۰۵۵	۰/۰۰۸	-۷/۱۸۶	۰/۰۰۰	-۰/۰۵۴	۰/۰۱۱	-۱۴/۷۱۴
BVPS	۱/۸۷۶	۰/۱۰۵	۱۷/۹۳۲	۰/۰۰۰	۱/۸۴۸	۰/۱۳۰	۱۴/۲۶۳
Growth	۰/۰۲۱	۰/۰۲۲	۰/۹۵۱	۰/۳۴۲	۰/۰۶۱	۰/۰۳۲	۱/۸۸۴
EPS* Growth	۰/۰۱۹	۰/۰۰۷	۲/۸۶۱	۰/۰۰۴	۰/۰۱۵	۰/۰۱۲	۱/۲۸۰
BVPS* Growth	-۰/۰۵۰۸	۰/۰۸۷	-۵/۸۶۶۱	۰/۰۰۰	-۰/۰۵۲۶	۰/۱۵۱	-۳/۴۸۱
RS	-	-	-	-	-	۰/۱۰۹	۶/۲۹۷
RS* Growth	-	-	-	-	-	۰/۱۴۴	-۲/۸۴۶
آزمون تشخیص	آماره	معناداری	نتیجه	آماره	معناداری	نتیجه	
آماره J	۱۴/۱۲	۰/۳۵	اعتبار ابزارها	۱۵/۰۱	۰/۳۲	اعتبار ابزارها	
AR(1)	-۱۶/۳۷	۰/۰۰	همبستگی سریالی در جملات خطا وجود ندارد	-۱۵/۶۸	۰/۰۰	همبستگی سریالی در جملات خطا وجود ندارد	
AR(2)	-۱/۲۹	۰/۱۸		-۱/۳۳	۰/۱۸		

فرضیه اصلی (۳) سودآوری شرکت بر ارتباط ارزشی احساس ریسک گزارش‌های سالانه و قیمت سهام تأثیر معناداری دارد.

جهت آزمون فرضیه سوم از دو مدل استفاده شده است؛ که در مدل دوم متغیر احساس ریسک و اثر متقابل آن با سودآوری، به مدل اضافه می‌شود. هر دو مدل با روش GMM برازش داده می‌شوند.

یافته‌های جدول ۷ نشان می‌دهد متغیر اثر متقابل احساس ریسک و سودآوری شرکت تأثیر منفی و معناداری بر قیمت سهام می‌گذارد. در نتیجه فرضیه سوم پذیرفته می‌شود و سودآوری شرکت بر ارتباط ارزشی احساس ریسک گزارش‌های سالانه و قیمت سهام تأثیر معناداری دارد. همچنین متغیر قیمت سهام با

یک تأخیر در هر دو مدل قیمت گذاری سهام و بسط مدل قیمت گذاری سهام مثبت و معنی دار می باشد که این نتیجه نشان از پویایی متغیر قیمت سهام در طی زمان است، به طوری که قیمت سهام در دوره جاری به دوره بعد نیز افزایش می یابد. همچنین با توجه به ضریب متغیر اثر متقابل سودآوری شرکت و احساس ریسک که منفی می باشد، نتیجه می شود سودآوری شرکت بر ارتباط ارزشی احساس ریسک گزارش های سالانه و قیمت سهام تأثیر منفی دارد.

جدول (۷): نتایج فرضیه ۳

$P_{it} = \beta_0 + \beta_1 P_{it-1} + \beta_2 BVPS_{i,t} + \beta_3 EPS_{i,t} + \beta_4 ROA_{i,t} + \beta_5 BVPS^* ROA_{i,t} + \beta_6 EPS^* ROA_{i,t} + \beta_7 RS_{i,t} + \beta_8 RS^* ROA_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$		$P_{it} = \beta_0 + \beta_1 P_{it-1} + \beta_2 BVPS_{i,t} + \beta_3 EPS_{i,t} + \beta_4 ROA_{i,t} + \beta_5 BVPS^* ROA_{i,t} + \beta_6 EPS^* ROA_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$						
<b>روش GMM</b>								
متغیرهای مدل	ضریب متغیر	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری	ضریب متغیر	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری
$\beta_0$	۰/۱۱۸	۰/۱۴	۸/۷۲۷	۰/۰۰۰	۰/۰۵۰	۰/۱۴	۳/۵۲۷	۰/۰۰۰
$P_{it-1}$	۰/۲۳۸	۰/۱۷	۱۳/۷۰۵	۰/۰۰۰	۰/۲۲۸	۰/۱۷	۱۳/۲۷۵	۰/۰۰۰
EPS	-۰/۰۳۷	۰/۰۰۳	-۱۰/۶۵۲	۰/۰۰۰	-۰/۰۳۵	۰/۰۰۳	-۱۰/۸۸۲	۰/۰۰۰
BVPS	۱/۰۳۰	۰/۰۸۲	۱۲/۶۱۲	۰/۰۰۰	۰/۹۸۶	۰/۰۷۸	۱۲/۵۵۸	۰/۰۰۰
ROA	-۰/۲۲۱	۰/۰۹۸	-۲/۲۴۶	۰/۰۲۵	۰/۰۶۴	۰/۱۲۰	۰/۵۳۹	۰/۵۹۰
EPS* ROA	-۰/۱۵۷	۰/۰۷۰	-۲/۲۳۱	۰/۰۲۶	-۰/۱۵۸	۰/۰۶۵	-۲/۴۳۳	۰/۰۱۵
BVPS* ROA	۳/۵۴۰	۰/۳۴۴	۱۰/۲۸۹	۰/۰۰۰	۳/۴۹۴	۰/۳۰۴	۵۰۱۱۱	۰/۰۰۰
RS	-	-	-	-	۰/۸۸۷	۰/۰۷۳	۱۲/۱۷۷	۰/۰۰۰
RS* ROA	-	-	-	-	-۲/۷۶۳	۰/۷۳۷	-۳/۷۴۶	۰/۰۰۰
آزمون تشخیص	آماره	معناداری	نتیجه	آماره	معناداری	نتیجه	آماره	نتیجه
آماره ل	۱۶/۲۶	۰/۳۰	اعتبار ابزارها	۱۶/۰۱	۰/۳۱	اعتبار ابزارها	۱۶/۲۶	اعتبار ابزارها
AR(1)	-۱۵/۹۸	۰/۰۰	همبستگی سریالی در	-۱۵/۰۴	۰/۰۰	همبستگی سریالی در	۰/۰۰	همبستگی سریالی در
AR(2)	-۱/۵۹	۰/۱۶	جملات خطا وجود ندارد	-۱/۴۸	۰/۱۷	جملات خطا وجود ندارد	۰/۱۷	جملات خطا وجود ندارد

## ۶- بحث و نتیجه

در ایران، طی سه دهه اخیر شاهد ریسک‌های زیادی در سطح کلان جامعه در سطوح مختلف هستیم. افزایش احساس ریسک در تمامی سطوح اقتصادی، مالی و سیاسی بر سطح فعالیت و کارایی بازارها اثرگذار است. مروری بر مطالعات صورت گرفته در خصوص بررسی تأثیر ریسک و افشای ریسک بر بازار بورس نشان می‌دهد مطالعه جامعی برای بررسی اثر فرصت رشد و سودآوری شرکت بر ارتباط ارزشی احساس ریسک گزارش‌های سالانه انجام نگرفته است؛ بنابراین این پژوهش به دنبال پاسخ به این سؤال است که آیا نقش تعدیلگر فرصت رشد و سودآوری شرکت بر ارتباط ارزشی احساس ریسک گزارش‌های سالانه تأثیر دارند؟ در این پژوهش با توجه به اثر متغیرهای فرصت رشد و سودآوری بر ارزش شرکت، مدل ارزش شرکت با استفاده از متغیر قیمت سهام بررسی شد. نتایج این مرحله، یافته‌های آزمون مدل اولسون را تأیید کرد. در این راستا سه فرضیه اصلی با رویکرد پویا مورد آزمون قرار گرفتند. فرضیه اول به بررسی اثر احساس ریسک بر قیمت سهام در گزارش‌های سالانه اختصاص دارد. نتایج نشان می‌دهد احساس ریسک گزارش‌های سالانه بر قیمت سهام تأثیر معناداری دارد که با نتایج پژوهش‌های (Miihkinen, 2013; Khoshkholg & Talebnia, 2021) همسو است. در فرضیه دوم، اثر بین فرصت رشد شرکت بر ارتباط ارزشی احساس ریسک گزارش‌های سالانه و قیمت سهام آزمون شده است. نتایج نشان می‌دهد فرصت رشد شرکت بر ارتباط ارزشی احساس ریسک گزارش‌های سالانه و قیمت سهام تأثیر معناداری دارد. در نتیجه فرضیه دوم پذیرفته شده است و نتایج این فرضیه با نتایج پژوهش‌های (Stangler, 1995; Wright et al., 2010) همسو می‌باید. در فرضیه سوم، اثر بین سودآوری شرکت بر ارتباط ارزشی احساس ریسک گزارش‌های سالانه و قیمت سهام آزمون شده است و نتایج نشان می‌دهد سودآوری شرکت بر ارتباط ارزشی احساس ریسک گزارش‌های سالانه و قیمت سهام تأثیر معناداری دارد. نتایج این مطالعه در راستای نتایج (Ke & Yu, 2020) نشان می‌دهد که نقش تعدیلگر متغیر سودآوری باعث تأثیرگذاری احساس ریسک بر قیمت سهام می‌شود. همچنین در مطالعه بنابراین می‌توان ادعا نمود که بازار بورس اوراق بهادار تهران بیشتر تحت تأثیر متغیرهای اقتصادی است و متغیرهای مالی و سیاسی اثر چندانی بر این بازار ندارد؛ بنابراین به سرمایه‌گذاران توصیه می‌شود در تحلیل‌های مالی به اثر احساس ریسک بر بازده بازار توجه ویژه‌ای نمایند. علاوه بر این برای کاهش اثر احساسات ریسک بر اقتصاد و به‌طور ویژه بر بازار بورس، سیاست‌گذاری در حوزه‌های کلان جهت کاهش احساس ریسک لازم به نظر می‌رسد.



## ۱-۶- پیشنهادهای حاصل از نتایج پژوهش

- با توجه به رابطه بین متغیر احساس ریسک گزارش‌ها سالانه و قیمت سهام، به کارگزاران و مشاوران مالی فعال در بورس اوراق بهادار توصیه می‌شود، علاوه بر متغیرهای اقتصادی و حسابداری تأثیرگذار بر نوسانات قیمت سهام، به ویژگی‌های رفتاری سرمایه‌گذاران نیز توجه شود.
- با توجه به تأثیر احساسات ریسک سرمایه‌گذاران بر قیمت سهام، سرمایه‌گذاران باید هنگامی که در بازار اخبار هیجانی و احساساتی زودگذر وجود دارد، با دقت بیشتری به خرید و فروش سهام مبادرت ورزند.

## ۲-۶- پیشنهادهایی برای پژوهش‌های آتی

- از آنجایی که پژوهش در حوزه احساس ریسک گزارش‌های سالانه در ایران انجام نشده است، به پژوهشگران آتی پیشنهاد می‌شود:
- 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.
  - به بررسی ارتباط بین کیفیت حاکمیت شرکتی درونی و بیرونی و احساس ریسک گزارش‌های سالانه با استفاده از مدل پویا پرداخته شود.
  - پیامد اقتصادی احساس ریسک در گزارش‌های سالانه بررسی شود.

## References

- Abraham, S., & Shrivies, P. J. (2014). Improving the relevance of risk factor disclosure in corporate annual reports. *The British accounting review*, 46(1), 91-107.
- Aggarwal, D. (2022). Defining and measuring market sentiments: A review of the literature. *Qualitative Research in Financial Markets*, 14(2), 270-288.
- Ahmed, Y., & Elshandidy, T. (2016). The effect of bidder conservatism on M&A decisions: Text-based evidence from US 10-K filings. *International Review of Financial Analysis*, 46, 176-190.

Bagnoli, M.; Clement, M.; Crawley, M., & Watts, S. (2010). The relative profitability of analysts' stock recommendations: What role does investor sentiment play. Available at: <http://www.ssrn.com>. (In persian)

Baker, M., & Wurgler, J. (2006). Investor sentiment and the cross-section of stock returns. *The Journal of Finance*, 61(4), 1645-1680.

Bao, Y., & Datta, A. (2014). Simultaneously discovering and quantifying risk types from textual risk disclosures. *Management Science*, 60(6), 1371-1391.

Bergman, N. K., & Roychowdhury, S. (2008). Investor sentiment and corporate disclosure. *Journal of Accounting Research*, 46(5), 1057-1083.

De Long, J. B.; Shleifer, A.; Summers, L. H., & Waldmann, R. J. (1990). Noise trader risk in financial markets. *Journal of political Economy*, 98(4), 703-738.

Dumas, B.; Kurshev, A., & Uppal, R. (2009). Equilibrium portfolio strategies in the presence of sentiment risk and excess volatility. *The Journal of Finance*, 64(2), 579-629.

Fama, E., & French, K. R. (2001). Newly listed firms: Fundamentals, survival rates. and returns, Working paper, University of Chicago.

Filzen, J.; McBrayer, G., & Shannon, K. (2021). Risk factor disclosures: do managers and markets speak the same language?. Available at SSRN 2863414.

Fu, J.; Wu, X.; Liu, Y., & Chen, R. (2021). Firm-specific investor sentiment and stock price crash risk. *Finance Research Letters*, 38, 101442.

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)

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)

Hutton, A. P.; Marcus, A. J., & Tehranian, H. (2009). Opaque financial reports, R2, and crash risk. *Journal of financial Economics*, 94(1), 67-86.

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)

Ke, B., & Yu, Y. (2020). Why don't analysts use their earnings forecasts in generating stock recommendations?. *China Accounting and Finance Review*.

Keshavarz, H., & Rezaei, M. (2022). The Effect of Economic, Financial and Political Risk on the Risk and Return of Tehran Stock Exchange. *Monetary & Financial Economics*, 28(22), 127-152. (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)

Lemmon, M., & Portniaguina, E. (2006). Consumer confidence and asset prices: Some empirical evidence. *The Review of Financial Studies*, 19(4), 1499-1529.

Li, J. (2017). Investor sentiment, heterogeneous agents and asset pricing model. *The North American Journal of Economics and Finance*, 42, 504-512.

Li, J., & Yang, C. (2017). The cross-section and time-series effects of individual stock sentiment on stock prices. *Applied Economics*, 49(47), 4806-4815.

Liu, Q.; Lee, W. S.; Huang, M., & Wu, Q. (2022). Synergy between stock prices and investor sentiment in social media. *Borsa Istanbul review*.

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)

Merton, R. C. (1973). An intertemporal capital asset pricing model. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 867-887.

Mian, G. M., & Sankaraguruswamy, S. (2012). Investor sentiment and stock market response to earnings news. *The Accounting Review*, 87(4), 1357-1384.

Michael, C. J., & William, H. M. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3(4), 305-360.

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)

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.

Naimah, Z. (2012). Bias in accounting and the value relevance of accounting information. *Procedia Economics and Finance*, 2, 145-156.

Namazi, M., & Ebrahimi, M. M. (2016). Studying the Disclosure of Risk and Influential Factors on This Disclosure. (In persian)

Osoolian, M.; Tajvidi, E., & Pazouki, Y. (2021). Investigating Excess Cash, Firm Value and Stock Liquidity Risk in Firms with Growth Opportunities or Financial Constraints. *Accounting and Auditing Review*, 28(2), 248-273. (In Persian)

Pavtar, A. A. (2017). A Comparative analysis of the effect of IFRS adoption on value relevance of accounting information in an emerging economy: A focus on listed deposit money banks in Nigeria. *International Journal of Banking and Finance Research*, 3(2), 76-99.

Polk, C., & Sapienza, P. (2008). The stock market and corporate investment: A test of catering theory. *The Review of Financial Studies*, 22(1), 187-217.

Ryu, D.; Kim, H., & Yang, H. (2017). Investor sentiment, trading behavior and stock returns. *Applied Economics Letters*, 24(12), 826-830.

Sentana, E., & Wadhvani, S. (1992). Feedback traders and stock return autocorrelations: evidence from a century of daily data. *The Economic Journal*, 102(411), 415-425.

Shiller, R. J. (2015). Irrational exuberance. In Irrational exuberance. Princeton university press.

Stangler, D. (2010). High-growth firms and the future of the American economy. Available at SSRN 1568246.

Uthman, A. B., & Abdul-Baki, Z. (2014). The value-relevance of Accounting Information in Nigeria: Analysts' perception in the IFRS regime. *The Journal of Accounting and Management*, 4.(۱)

Vijitha, P., & Nimalathasan, B. (2014). Value relevance of accounting information and share price: A study of listed manufacturing companies in Sri Lanka. *Merit Research Journal of Business and Management*, 2(1), 1-6.

Wright, P.; Ferris, S. P.; Hiller, J. S., & Kroll, M. (1995). Competitiveness through management of diversity: Effects on stock price valuation. *Academy of Management Journal*, 38(1), 272-287.

Xu, N.; Li, X.; Yuan, Q., & Chan, K. C. (2014). Excess perks and stock price crash risk: Evidence from China. *Journal of Corporate Finance*, 25, 419-434.

Yahaya, O. A.; Onyabe, J. M., & Usman, S. O. (2015). International financial reporting standards' adoption and value relevance of accounting information of listed deposit money banks in Nigeria. *Journal of economics and sustainable development*, 6(12), 85-94.