



فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری  
دوره ۱۳ / شماره ۴ (پیاپی ۵۲) / زمستان ۱۴۰۳  
صفحه ۹۸۳ تا ۱۰۰۹

## تدوین الگوی احساس ریسک سرمایه‌گذاران در گزارش‌های سالانه با رویکرد پدیدارشناسی و تحلیل مضمون آتراید-استیرلینگ

محمود نیکو پرور یزدی

دانشجوی دکتری، گروه حسابداری، واحد یزد، دانشگاه آزاد اسلامی، یزد، ایران.  
Email: Mahmood\_npy@yahoo.com

اکرم تفتیان

دانشیار، گروه حسابداری، واحد یزد، دانشگاه آزاد اسلامی، یزد، ایران. (نویسنده مسئول)  
Email: Taftiyan@iauyazd.ac.ir

حمید خواجه محمودآبادی

استادیار، گروه مدیریت مالی، واحد یزد، دانشگاه آزاد اسلامی، یزد، ایران.  
Email: khajeh.h@gmail.com

مهدی ناظمی اردکانی

استادیار، گروه حسابداری، دانشکده مدیریت، اقتصاد و حسابداری، دانشگاه یزد، یزد، ایران.  
Email: Nazemi@yazd.ac.ir

تاریخ دریافت: ۱۴۰۲/۰۵/۳۱ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۲/۰۷/۱۵

### چکیده

تصمیم‌های مالی، پیچیده و دارای ریسک بوده، لذا سرمایه‌گذاران تمایل دارند از مخاطراتی که سرمایه‌گذاری آن‌ها را تهدید می‌کند، آگاه باشند. گزارشات سالانه شرکت‌ها و اطلاعات موجود در صورتهای مالی، می‌تواند محرک احساس ریسک سرمایه‌گذاران باشد. این احساس، بر برآورد ریسک و تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران اثر می‌گذارد. لذا هدف این پژوهش، فهم پدیدارشناسانه از احساس ریسک سرمایه‌گذاران بر اساس گزارش‌های سالانه شرکت‌ها و استخراج الگوی احساس ریسک آن‌ها می‌باشد. برای این منظور از روش تحقیق کیفی پدیدارشناسی و تحلیل مضمون آتراید-استیرلینگ استفاده شد. برای جمع‌آوری داده‌ها با ۱۷ نفر از خبرگان در این حوزه مصاحبه شده و بر اساس مصاحبه‌های عمیق انجام‌شده، یافته‌های تحقیق در سه محور کلی (مفاهیم): ۱- لحن افشاء کیفی (۲ بعد، ۴ مؤلفه و ۸ شاخص) ۲- منابع ریسک (۴ بعد، ۳۵ مؤلفه و ۶۹ شاخص) و ۳- حاکمیت شرکتی (۳ بعد، ۶ مؤلفه و ۱۲ شاخص) سازمان‌دهی شدند. الگوی پیشنهادی، چارچوبی منسجم در زمینه احساس ریسک سرمایه‌گذاران فراهم نموده و گامی نو در راستای گسترش ادبیات این حوزه و راهنمایی مؤثر برای سرمایه‌گذاران و پژوهش‌های آتی خواهد بود.

واژه‌های کلیدی: احساس ریسک، گزارش‌های سالانه، پدیدارشناسی، تحلیل مضمون.

## ۱- مقدمه

سرمایه‌گذاران در تصمیم‌گیری برای سرمایه‌گذاری، به میزان ریسک توجه زیادی دارند. اطلاعات ریسک از هر دو جنبه ارزش‌گذاری و ارزیابی مباشرت دارای اهمیت هستند (دبلر و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۱۱ و میهکنن<sup>۲</sup>، ۲۰۱۳). شناخت عواملی که بر ریسک سرمایه‌گذاری تأثیر می‌گذارد، دارای اهمیت است تا از این طریق سرمایه‌گذاران بتوانند با در نظر گرفتن این عوامل و میزان تأثیر آن‌ها، در ارتباط با سرمایه‌گذاری خود برنامه‌ریزی کنند و به یک ریسک و بازده مطلوب در سرمایه‌گذاری دست یابند (سجادی و همکاران، ۱۳۸۸). بنابراین، سرمایه‌گذاران نیاز به دریافت اطلاعات برای درک مشخصات ریسک شرکت دارند (لنسلی و شریوز<sup>۳</sup>، ۲۰۰۶) و درک ریسک توسط سرمایه‌گذاران جهت سرمایه‌گذاری بهینه و ادامه یافتن پایداری و توسعه بیشتر بازار سهام حیاتی است (کمالی اردکانی و رجبی قیری، ۱۳۹۴). گزارش‌های سالانه یک عنصر مهم در فرآیند افشای ریسک و به دنبال آن احساس ریسک سرمایه‌گذار به شمار می‌رود؛ زیرا این گزارش‌های گسترده‌ترین منبع اطلاعات مورد استفاده سرمایه‌گذاران برای ارزیابی ریسک‌هایی است که شرکت‌ها با آن مواجه می‌شوند (لیم و تان<sup>۴</sup>، ۲۰۰۷).

بررسی یافته‌های مقالات داخلی و خارجی نشان می‌دهد، حالات و احساسات سرمایه‌گذاران در زمان تصمیم‌گیری برای خرید و فروش سهام بر منطق تصمیم‌گیری آن‌ها تأثیر بسزایی دارد (بشیری منش، ۱۳۹۵). (لی<sup>۵</sup>، ۲۰۰۶) استدلال می‌کند که افزایش احساس ریسک منجر به کاهش درآمد آتی می‌شود. هرچه قدر احساس ریسک سرمایه‌گذاران بیشتر باشد، ریسک‌گریزی، بیشتر و بازدهی، کمتر می‌شود و بر عکس هرچه قدر احساس ریسک سرمایه‌گذاران کمتر باشد، ریسک‌گریزی، کمتر و بازدهی بیشتر می‌شود (ناطق گلستان، ۱۳۹۶). در طول نیم قرن گذشته، مطالعات متعددی به توصیف، توضیح و پیش‌بینی اشکال مختلف ریسک تجاری و سازمانی اختصاص داده شده است (هوسکینسون و همکاران<sup>۶</sup>، ۲۰۱۷). با این حال، ادبیات ریسک هنوز تحکیم نشده است. یکی از دلایل این عدم تحکیم این است که تصمیم‌گیری‌های مربوط به احساس ریسک به ندرت در ادبیات مالی مورد توجه قرار گرفته است. سرمایه‌گذارانی که علاقه‌مند به شناسایی ریسک شرکت‌ها هستند اغلب از مدل‌هایی استفاده می‌کنند که عاری از ویژگی‌های تصمیم‌گیرنده فردی و احساس ریسک سرمایه‌گذار هستند و از تمام اطلاعات گزارش‌های مالی استفاده نمی‌کنند. از طرفی ریسک‌های افشاشده در صورت‌های مالی نیز ممکن است سطح ریسک شرکت را به درستی نمایندگی نکنند یا مدیران از مدیریت لحن نوشتار با انگیزه‌های راهبردی و برای پوشش عملکرد آتی ضعیف شرکت استفاده کنند (محسنی و رهنمای رودپشتی، ۱۳۹۸؛ هانگ و همکاران<sup>۷</sup>، ۲۰۱۴) و این موارد ممکن است موجب تشخیص نادرست ریسک شرکت‌ها گردد. از آنجایی که فاصله گرفتن احساس ریسک سرمایه‌گذار با ریسک واقعی شرکت موجب کاسته شدن کارایی بازاری می‌گردد (هیلسن و ماری<sup>۸</sup>، ۲۰۱۷)، این امر

<sup>1</sup> Dobler & et al

<sup>2</sup> Miihkinen

<sup>3</sup> Linsley & Shrivies

<sup>4</sup> Lim & Tan

<sup>5</sup> Lee

<sup>6</sup> Hoskisson & et al

<sup>7</sup> Hong & et al

<sup>8</sup> Hillson & Murray

شکافی در ادبیات مالی رفتاری ایجاد کرده است. بنابراین انجام پژوهشی در زمینه احساس ریسک سرمایه گذاران از روی گزارش‌های سالانه ضروری به نظر می‌رسد. تا به امروز هیچ مدل استاندارد شده و مدونی از احساس ریسک در سطح تصمیم‌گیرنده در ادبیات پدیدار نشده است. هدف از این پژوهش، فهم پدیدارشناسانه تجربه زیسته خبرگان از احساس ریسک آن‌ها بر اساس گزارش‌های سالانه شرکت‌ها است. برای این منظور از روش تحقیق کیفی پدیدارشناسی و تحلیل مضمون آتراید-استیرلینگ استفاده شده است. الگوی پیشنهادی این پژوهش نخستین چارچوب منسجم در زمینه احساس ریسک سرمایه‌گذاران از روی گزارش‌های سالانه شرکت‌ها است. سهم پژوهش حاضر ارائه یک مدل چند سطحی است که می‌تواند به سرمایه‌گذاران کمک کند تا ریسک شرکت‌ها را از روی گزارش‌های سالانه آن‌ها استخراج کنند و با تشخیص صحیح ریسک، احساس ریسک خود را به درستی مدیریت کنند و نهایتاً با تصمیم‌گیری بهینه، بازده قابل قبول کسب نمایند. همچنین این الگو گامی عملی پیش‌روی پژوهش‌گران قرار می‌دهد تا با مطالعات مربوط به احساس ریسک و سنجش آن، ادبیات این حوزه را گسترش دهند. بر این اساس سؤالات پژوهش شامل موارد زیر است.

### سؤالات پژوهش

الگوی مناسب احساس ریسک سرمایه گذاران از روی گزارش‌های سالانه چیست؟

و سه پرسش زیر در خصوص سؤال اصلی پژوهش

- ۱) مهم‌ترین مفاهیم احساس ریسک سرمایه‌گذاران، در گزارش‌های سالانه، بر اساس تجربه زیسته آن‌ها کدامند؟
- ۲) ابعاد تشکیل‌دهنده احساس ریسک سرمایه‌گذاران در گزارش‌های سالانه در ایران کدامند؟
- ۳) مؤلفه‌ها و شاخص‌های تشکیل‌دهنده هر یک از ابعاد احساس ریسک سرمایه‌گذاران در گزارشات سالانه در ایران کدامند؟

## ۲- ادبیات موضوعی و پیشینه تحقیق

### ۱-۲- ریسک

زندگی امروز در حالی ادامه می‌یابد که سایه‌افکنی شرایط عدم اطمینان بر کلیه امور به علل مختلف، فرایند تصمیم‌گیری را به کلی متحول ساخته است، به طوری که واکنش نسبت به ریسک از تسلیم در برابر سرنوشت و تقدیر، به ارزیابی ریسک<sup>۱</sup>، مدیریت ریسک<sup>۲</sup> و تسلط بر ریسک<sup>۳</sup> پیشرفت کرده است و نگاه‌ها نسبت به ریسک از یک حالت خطرناک که باید از آن اجتناب نمود به یک رفتار محاسبه‌شده تغییر یافته و ریسک را به عنوان ملازم و فرصتی برای کسب سود معرفی می‌کند (برن استین<sup>۴</sup>، ۱۹۹۶).

<sup>1</sup> Assessing Risk

<sup>2</sup> Managing Risk

<sup>3</sup> Mastering Risk

<sup>4</sup> Bernstein

در جوامع مختلف، تعاریف متعددی از ریسک و مفهوم آن ارائه شده است. ریسک به گونه سنتی به عنوان احتمال خطر، زیان، صدمه یا سایر پی‌آمدهای نامساعد تعریف می‌شود. نچل<sup>۱</sup> (۲۰۰۲) ریسک را به عنوان احتمال اینکه نتایج تصمیم کمتر از انتظار باشد، تعریف کرد. فدراسیون بین‌المللی حسابداران<sup>۲</sup> (۱۹۹۹) ریسک را به عنوان رویداد بالقوه آتی تعریف می‌کند که می‌تواند دستیابی سازمان به هدف‌های راهبردی، عملیاتی و مالی را تحت تأثیر قرار دهد. گزارش فدراسیون بین‌المللی حسابداران تمرکز ریسک را از مفهوم منفی، به تفسیری مثبت تغییر داد و بیان می‌کند که مدیریت ریسک بخشی از فرآیند ایجاد ارزش پایدار برای سهامداران است. به گونه‌ای مشابه، انجمن حسابداران خبره انگلستان و ولز<sup>۳</sup> (۱۹۹۹) نیز ریسک را به عنوان هر رویدادی که ممکن است عملکرد شرکت‌ها را تحت تأثیر قرار دهد، تعریف کرده و بیان می‌کند که ریسک تنها شامل جنبه‌های منفی نیست. بنابراین، در نظر گرفتن هر دو جنبه ریسک شامل منفی و مثبت (فرصت) در تصمیم‌های مختلف و گزارشگری اهمیت دارد.

## ۲-۲-۱- احساس و ادراک ریسک

احساس ریسک عبارت است از چگونگی تعبیر و تفسیر اطلاعات راجع به ریسک توسط سرمایه‌گذاران. مفهوم احساس و ادراک ریسک، یکی از مفاهیمی است که در پژوهش‌های بررسی رفتار افراد مورد توجه قرار گرفته است. از آنجایی که مشارکت در بازار سهام یک تصمیم مهم اقتصادی است و نوسانات شاخص بورس اوراق بهادار تلاطم ذهنی بسیاری را در اذهان دست‌اندرکاران بازار سرمایه ایجاد کرده است (آلمنبرگ و دربر<sup>۴</sup>، ۲۰۱۵)، در چند دهه گذشته محققان رفتار سرمایه‌گذاران تلاش کرده‌اند تا دلایل سرمایه‌گذاری مردم به روش‌های مختلف را درک کنند. در نظریه تصمیم‌گیری کلاسیک، ریسک اغلب ناشی از تغییر در توزیع نتایج ممکن، تغییر در احتمالات و ارزش‌های ذهنی می‌باشد. یافته‌ها حاکی از آن است که سرمایه‌گذاران همیشه به طور منطقی و قابل پیش‌بینی، همان‌گونه که توسط مدل‌های رایج نشان داده شده‌اند، رفتار نمی‌کنند. ادبیات نشان می‌دهد که ویژگی‌های فردی سرمایه‌گذاران؛ ادراک آن‌ها از ریسک و تمایل آن‌ها به پذیرش ریسک را تحت تأثیر قرار می‌دهد (مایفیلد و همکاران<sup>۵</sup>، ۲۰۰۸). بر اساس نظریه‌های روانشناسی، انسان‌ها تمایل به نگهداری حوادث خاصی در ذهن خود به صورت تصورات دارند و این تصورات ذهنی در بعضی از مواقع اثرات بیشتری از خود حوادث بر رفتار افراد دارند (گرینبلات و هان<sup>۶</sup>، ۲۰۰۵). احساسات، حالات سرمایه‌گذاران و سایر عوامل، بر ادراک اثر می‌گذارند و به همین علت بر تصمیمات سرمایه‌گذاران نیز مؤثر می‌باشند. احساس ریسک سرمایه‌گذاران، قضاوت ذهنی سرمایه‌گذاران از ریسک است که ممکن است بیشتر و یا کمتر از ریسک واقعی برآورد گردد. این ریسک ذهنی یا ادراک شده تحت تأثیر عوامل اقتصادی و غیراقتصادی متعددی قرار گرفته و هر زمان این عوامل حضور پررنگ‌تری داشته باشند، ریسک احساس شده فاصله بیشتری از ریسک واقعی خواهد داشت که منجر به اتخاذ تصمیمات متفاوت از سوی سرمایه‌گذاران

<sup>1</sup> Knechel

<sup>2</sup> International Federation of Accountants

<sup>3</sup> Institute of Chartered Accountants in England and Wales

<sup>4</sup> Almenberg, & Dreber

<sup>5</sup> Mayfield & et al

<sup>6</sup> Grinblatt & Han

می‌گردد (رهنمای رودپشتی و همکاران، ۱۳۹۴). ادراک ریسک عبارت است از چگونگی تعبیر و تفسیر اطلاعات راجع به ریسک توسط سرمایه‌گذاران. ریسک کل (ریسک ادراک‌شده)، در یک رویکرد، متشکل از دو عنصر ریسک عینی<sup>۱</sup> و ریسک ذهنی<sup>۲</sup> است که می‌تواند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران را تحت تأثیر قرار دهد (یزدی پور<sup>۳</sup>، ۲۰۱۰؛ کاپلانسکی و لوی<sup>۴</sup>، ۲۰۰۹).

مرور مطالعات نشان می‌دهد که عوامل گوناگونی در احساس ریسک سرمایه‌گذاران و تصمیمات آنان دخیل هستند. در جدول ۱ به پژوهش‌های مختلفی که ادراک و احساس ریسک و تصمیمات سرمایه‌گذاران را مورد بررسی قرار داده‌اند، اشاره شده است:

جدول ۱: خلاصه مطالعات تجربی انجام‌گرفته در داخل و خارج کشور

محقق یا محققان	دوره زمانی	موضوع تحقیق	روش و تکنیک	یافته‌های تحقیق
تفتیان و کاکایی سبزه‌خانی	۱۴۰۲	عوامل و پیامدهای تعیین‌کننده احساس ریسک در گزارش‌های سالانه	رویکرد الگوسازی معادلات ساختاری	احساس ریسک تأثیر مثبت و معناداری بر هزینه سرمایه و نیز بر عدم تقارن اطلاعاتی دارد. متغیرهای ساختار مالکیت، ویژگی‌های کلان اقتصادی و ویژگی‌های هیئت‌مدیره بر احساس ریسک تأثیر مثبت و معناداری دارند.
اشعری، خدابخش و خمایی	۱۴۰۱	بررسی تأثیر ویژگی‌های شخصیتی و هوش هیجانی بر ریسک‌پذیری سرمایه گذاران	مدل کمی و روش پژوهش از نوع همبستگی	بین هوش هیجانی و ادراک ریسک و هوش هیجانی و تمایل به ریسک رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. همچنین ارتباط مثبت و معنادار ویژگی‌های شخصیتی و ادراک ریسک و تمایل به ریسک مورد تأیید قرار گرفت.
لیبب زاده و همکاران	۱۴۰۱	ارزیابی تأثیر سطوح مختلف افشای ریسک شرکت بر ادراک سرمایه گذاران	تحلیل اقلیدسی بر اساس متن‌کاوی	نتایج پژوهش در بخش کیفی از وجود دو مقوله اصلی به عنوان سطوح تفکیک گزارشگری ریسک شرکت‌های بازار سرمایه حکایت دارد. نتایج در بخش کمی نشان داد، میانگین ادراک سرمایه گذاران در همگرایی افشاء ریسک نسبت به واگرایی در افشاء ریسک بیشتر است.

<sup>1</sup> Objective Risk

<sup>2</sup> Subjective Risk

<sup>3</sup> Yazdipour

<sup>4</sup> Kaplanski & Levy

محقق یا محققان	دوره زمانی	موضوع تحقیق	روش و تکنیک	یافته‌های تحقیق
تفتیان، نور محمدی و منصوری محمدآبادی	۱۴۰۱	اثرآیین‌نامه گزارش تفسیری مدیریت بر رابطه احساس ریسک در گزارش‌های سالانه و ارزش بازار شرکت	رگرسیون دومرحله‌ای و سیستم معادلات همزمان	نتایج برآورد بیانگر وجود رابطه دوطرفه بین احساس ریسک گزارش‌های سالانه و نسبت کیوتوبین در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است.
تفتیان، منصوری محمدآبادی و عبدالهی اسدآبادی	۱۴۰۱	پیامد اقتصادی احساس ریسک در گزارش‌های سالانه	مدل پویا و گشتاورهای تعمیم یافته	بین معیار ارزش بازار شرکت (کیوتوبین) و معیار اقتصادی ارزش شرکت (ارزش‌افزوده بازار) درحالت پویا با احساس ریسک گزارش‌های سالانه رابطه مثبت وجود دارد ولی بین معیار حسابداری ارزش شرکت (نرخ بازده دارایی‌ها) و احساس ریسک گزارش‌های سالانه رابطه معناداری وجود ندارد.
ناطق و زینبی	۱۴۰۰	تأثیر ویژگی‌های شخصیتی بر ادراک ریسک سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار؛ تحلیل نقش میانجی تمایل به ریسک	روش مدل‌یابی معادلات ساختاری	تنها ویژگی‌های برون‌گرایی و گشودگی شخصیتی افراد از طریق تمایل به ریسک آنان بر ادراک ریسک این افراد تأثیر دارد و ویژگی‌های روان رنجوری، وظیفه‌شناسی و سازگاری افراد از طریق تمایل به ریسک آنان بر ادراک ریسک این افراد تأثیر ندارد.
جعفری و همکاران	۱۳۹۹	بررسی نقش عوامل روانشناختی و عملکردی بر تمایل به سرمایه‌گذاری در بازار سهام با نقش میانجی رضایت سرمایه گذار و ریسک ادراک شده سرمایه‌گذاران	مدل یابی معادلات ساختاری و تحلیل مسیر	ریسک ادراک شده و رضایت سرمایه گذاران نقش واسطه‌ای در رابطه بین عوامل روانشناختی و عملکردی بر تمایل به سرمایه‌گذاری در بازار سهام، دارند.
ناطق گلستان، دامغانی و صباحی	۱۳۹۸	تأثیر ریسک ادراک شده توسط سرمایه‌گذاران بر مدیریت سبد سهام (مطالعه موردی: سرمایه گذاران فعال کارگزاری های بورس مشهد)	روش معادلات ساختاری (تحلیل مسیر)	ریسک ادراک شده به صورت مستقیم و مؤلفه‌های مؤثر بر ریسک ادراک شده به صورت غیرمستقیم بر مدیریت سبد سهام تأثیرگذار می‌باشد.

محقق یا محققان	دوره زمانی	موضوع تحقیق	روش و تکنیک	یافته‌های تحقیق
جلیوند و رستمی نوروزآبادی	۱۳۹۷	تعاملات سواد مالی، احساسات سرمایه گذاران، ادراک ریسک و تمایل به سرمایه گذاری: شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران	مدل معادلات ساختاری و تحلیل عاملی تأییدی مرتبه اول و دوم	شواهدی در مورد تأثیر سواد مالی بر روی ادراک ریسک سرمایه گذاران در ایران مشاهده نشد. از سوی دیگر، سواد مالی، ادراک ریسک و احساسات به صورت جمعی و به طور قابل توجهی بر تصمیم‌های سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر می‌گذارد.
پوتری و دیگ دووایسو <sup>۱</sup>	۲۰۲۳	سرمایه گذاری در سهام با توجه به سواد مالی، رفتار مالی و ادراک ریسک	تحلیل توصیفی و تحلیل رگرسیون خطی چندگانه	متغیرهای سواد مالی و رفتار مالی تأثیر مثبت و معناداری بر علاقه سرمایه‌گذاری دارند، درحالی‌که درک ریسک تأثیر معنا داری بر علاقه سرمایه‌گذاری در دانشجویان برنامه‌های تحصیلی مدیریت، دانشکده اقتصاد و بازرگانی، دانشگاه ملی ندارد.
جداو، چوگیول و کاسار <sup>۲</sup>	۲۰۲۳	ترجیحات سرمایه گذاری و درک ریسک سرمایه گذاران فردی	تحلیل توصیفی و تحلیل رگرسیون خطی چندگانه،	بین تحصیلات، دانش، ظرفیت ریسک پذیری و بازده حاصل از سرمایه گذاری افراد همبستگی مثبت وجود دارد.
دائویی و بوروئیس <sup>۳</sup>	۲۰۲۲	واکنش نامتقارن بازارهای سهام به احساس ریسک: یک مدل جدید قیمت گذاری دارایی	رویکرد خود رگرسیون غیرخطی (NARDL)	احساسات سرمایه‌گذار نقش محوری در بازار سهام دارد. همچنین، احساسات سرمایه‌گذار به عنوان یک ریسک سیستماتیک عمل می‌کند که ممکن است توسط بازار سهام قیمت گذاری شود و سرمایه‌گذاران با احساسات کم (بدبینی) به طور کلی بیش‌تر از بالا (خوش بینی، اعتماد به نفس بیش از حد) بیشترند و احتمال موفقیت آن‌ها بسیار بیشتر است.
ماکا و همکاران <sup>۴</sup>	۲۰۲۰	عوامل تعیین کننده دقت در افشای اطلاعات در	تحلیل محتوا و رگرسیون خطی	شرکت‌ها اطلاعاتی پیرامون ریسک با درجه دقت و صحت مختلف بسته به

<sup>1</sup> Putri & Digdowiseiso

<sup>2</sup> Jadhav, Chogule & Kasar

<sup>3</sup> Dhaoui & Bourouis

<sup>4</sup> Maka & et al

محقق یا محققان	دوره زمانی	موضوع تحقیق	روش و تکنیک	یافته‌های تحقیق
		مورد ریسک در صورت های مالی شرکت‌های فهرست شده لهستان		فاکتورهای خاص نظیر اندازه شرکت، تعداد برآوردهای مدیریت و حسابرسان صورت های مالی افشا می کنند.
سعاری و همکاران <sup>۱</sup>	۲۰۲۰	ارتباط بین اثربخشی کمیته حسابرسی و سطح افشای ریسک شرکت	رگرسیون خطی و روش حداقل مربعات جزئی	اندازه کمیته حسابرسی در کمک به افشای ریسک اهمیت دارد؛ یک نتیجه غیرمنتظره نیز در این مطالعه یافت شد که یک رابطه معکوس بین استقلال کمیته حسابرسی و افشای ریسک وجود دارد.
آینیا و لوفتی <sup>۲</sup>	۲۰۱۹	تأثیر ادراک ریسک، تحمل ریسک، بیش اعتمادی و زیان‌گریزی نسبت به تصمیم‌گیری در مورد سرمایه‌گذاری	رگرسیون چندمتغیره و روش حداقل مربعات جزئی	ادراک ریسک تأثیر منفی و معنادار بر تصمیم سرمایه‌گذاری دارد و تحمل ریسک و بیش اعتمادی تأثیر مثبت و معنادار بر تصمیم سرمایه‌گذاری دارد؛ در حالی که زیان‌گریزی هیچ تأثیری بر تصمیم سرمایه‌گذاری ندارد.
ادمولا و همکاران <sup>۳</sup>	۲۰۱۹	اثر تعدیلگری ادراک ریسک بر دانش مالی، سواد مالی و تصمیم سرمایه‌گذاری	رگرسیون چندمتغیره و روش حداقل مربعات جزئی	بین دانش مالی، ادراک ریسک و تصمیمات سرمایه‌گذاری تأثیر مثبت و معنادار وجود دارد؛ در حالی که بین سواد مالی و تصمیمات سرمایه‌گذاری تأثیر مثبت مشاهده شده اما این تأثیر معنادار نبوده است. با این حال، ادراک ریسک، اثر سواد مالی و دانش مالی را بر تصمیمات سرمایه‌گذاری تعدیل می‌کند.

مأخذ: بررسی‌های تحقیق

به‌عنوان یک جمع‌بندی از مطالعات داخلی و خارجی انجام شده، لازم است به چند نکته اشاره شود: (۱) در این مطالعات بسته به نمونه تحت مطالعه نتایج متفاوت و گاه متناقضی را گزارش کرده‌اند؛ بنابراین، بررسی تأثیر اطلاعات موجود در گزارش‌های سالانه بر احساس ریسک سرمایه‌گذار به طور کامل، لازم و ضروری است.

<sup>1</sup> Saari & et al

<sup>2</sup> Ainia & Lutfi

<sup>3</sup> Ademola & et al

۲) با توجه به اینکه در مطالعات انجام شده برای اندازه‌گیری احساس ریسک سرمایه‌گذار فقط از طریق سنجش لحن متن با استفاده از دیکشنری لغات این کار صورت گرفته، همانطور که در مقدمه تبیین گردید این روش‌ها به صورت ناقص احساس ریسک را اندازه‌گیری می‌نمایند و دارای معایبی می‌باشند لذا برای کمک به پوشش این خلاء، در این پژوهش با استفاده از تجربه زیسته خبرگان بر اساس رهیافت پدیدارشناسی و تحلیل مضمون آتراید-استیرلینگ به تدوین الگوی احساس ریسک سرمایه‌گذاران نسبت به گزارش‌های مالی سالانه شرکت‌ها اقدام گردید.

### ۳- روش‌شناسی پژوهش

روش انجام پژوهش حاضر بر اساس مدل پیاز پژوهش دانایی‌فرد و همکاران (۱۳۸۳) بوده که مبتنی بر پارادایم تفسیری می‌باشد و به لحاظ جهت‌گیری، از یک سو بنیادی بوده، زیرا به دنبال یافتن مؤلفه‌های مؤثر در احساس ریسک سرمایه‌گذار در گزارش‌های سالانه است و از سوی دیگر کاربردی است، زیرا به صورت کاربردی با به‌کارگیری این مؤلفه‌ها می‌توان میزان احساس ریسک سرمایه‌گذار را مورد ارزیابی قرار داد. این پژوهش از نظر هدف توصیفی است زیرا به شناسایی مؤلفه‌های مؤثر بر احساس ریسک سرمایه‌گذار در گزارش‌های سالانه می‌پردازد که به صورت تک مقطعی انجام می‌پذیرد. محیط پژوهش، میدانی و استراتژی آن پدیدارشناسی از نوع تفسیری می‌باشد، زیرا به توصیف صرف نمی‌پردازد و نتایج مصاحبه‌ها را نیز تفسیر می‌کند. شیوه‌ی گردآوری داده‌ها از طریق مصاحبه نیمه ساختاریافته و نیمه عمیق و شیوه تحلیل داده‌ها با استفاده از کدگذاری باز، محوری و انتخابی (گزینشی) و با نرم افزاران مکس کیو دا<sup>۱</sup> انجام گرفته است.

روش پژوهش پدیدارشناسی به دنبال فهم و آشکار ساختن معنا، ساختار و ماهیت تجربیات زیست شده یک فرد یا مجموعه‌ای از افراد از پدیده مدنظر است. از این‌رو از میان رویکردهای متعدد تحقیق کیفی، برای بررسی و شناسایی عوامل مؤثر بر احساس ریسک سرمایه‌گذاران در گزارش‌های سالانه، بر اساس تجارب خبرگان تحقیق، این روش برگزیده شد.

جامعه پژوهش حاضر خبرگان مالی در چند استان کشور (تهران، اصفهان، تبریز، شیراز، یزد، مشهد، همدان، سمنان، کرمان، گیلان) است که مصاحبه با آن‌ها صورت گرفت. در یک تحقیق پدیدار شناسی یک تعداد از قبل تعیین شده برای اندازه نمونه وجود ندارد، بلکه زمانی که توصیفات شرکت‌کنندگان به حد اشباع می‌رسد تعداد شرکت‌کنندگان نیز کامل می‌شود، به این ترتیب که هرگاه محقق به این نتیجه برسد که پاسخ‌های داده‌شده و یا مصاحبه‌های انجام‌شده با افراد مطلع به اندازه‌ای به همدیگر شباهت دارند که منجر به تکراری شدن پاسخ‌ها و یا مصاحبه‌ها شده و داده‌های جدیدی در آن‌ها وجود ندارد، تعداد مصاحبه‌ها را کافی دانسته و دست از مصاحبه می‌کشد (دانایی‌فرد و همکاران، ۱۳۸۳). در مطالعه حاضر نیز مصاحبه با ۱۷ خبره برای فهم عوامل مؤثر بر احساس ریسک سرمایه‌گذار تا اشباع نظری داده‌ها انجام گرفت. لیست ویژگی‌های جمعیت‌شناسی خبرگان در جدول (۲) ارائه شده است.

<sup>۱</sup> MQD

جدول ۲: ویژگی‌های خبرگان

معیار اصلی	جنسیت		رشته تحصیلی		تجربه کاری		سمت	
	مرد	زن	حسابداری	مدیریت مالی	بین ۱۰ تا ۱۵ سال	بیش از ۱۵ سال	مدیر صندوق سرمایه‌گذاری	سب‌گردان
تعداد	۱۲	۵	۱۰	۷	۶	۱۱	۶	۴

برای تحلیل پدیدارشناسی داده‌ها از تحلیل مضمون استفاده شده است. اکثر محققان کیفی معتقدند که تحلیل مضمون روش بسیار مفیدی برای کسب ساختار معنا در مجموعه‌ای از داده‌ها است. تحلیل مضمون علاوه بر کاربرد گسترده در دیگر روش‌های کیفی در پدیدارشناسی نیز کاربرد دارد که بر روی تجربه ذهنی انسان‌ها تأکید می‌کند. فرایند تحلیل مضمون که طبق روش پیشنهادی آتراید-استیرلینگ<sup>۱</sup> (۲۰۰۱) است، در پنج مرحله مقدمه و آماده‌سازی، شناسایی و کدگذاری مفاهیم پایه، کدگذاری مضامین سازمان دهنده، شناسایی و کدگذاری مضامین فراگیر و اعتبار سنجی انجام می‌شود.

روش هفت مرحله‌ای کولایزی<sup>۲</sup> (۱۹۸۷) مورد استفاده در این پژوهش، در شکل (۱) نشان داده شده است.



شکل (۱): روش تجزیه و تحلیل داده‌های پدیدارشناسی با روش کولایزی

<sup>1</sup> Attride-Stirling

<sup>2</sup> Colaizzi

#### ۴- اجرای مدل

جهت شناسایی عوامل مؤثر بر احساس ریسک سرمایه‌گذار در گزارش‌های سالانه شرکت‌ها از روش کیفی پدیدارشناسی استفاده شد که شامل مراحل زیر است.

**گام اول:** پس از انجام هر مصاحبه، تمام مطالبی که مصاحبه‌شوندگان بیان کردند، به صورت متن در فایل ورد وارد شدند.

**گام دوم:** در این مرحله جملات و عبارات معنادار از هر متن مصاحبه استخراج شده و در فایل جداگانه ای ثبت و بر اساس شماره‌ی مصاحبه و شماره‌ی پاراگراف کدگذاری شدند. نمونه ای از این موارد در جدول ذیل ارائه گردیده است.

جدول ۳: نمونه‌هایی از عبارات معنادار

عبارات معنادار
شرکت‌هایی که مواد اولیه یا تجهیزات وارداتی دارند و یا صادرات دارند نوسانات نرخ ارز، موجب ایجاد ریسک در آن‌ها می‌شود. عواملی که روی رشد و افت EPS اثرگذار هستند موجب احساس ریسک می‌شوند.
کاهش گردش داراییها، داراییهای ثابت و سرمایه در گردش نشان دهنده عدم استفاده بهینه از منابع شرکت و کسب بازدهی ضعیف از آنهاست.
وجود ساختار انحصاری و رقابتی باعث بروز رفتارهای مبتنی بر انحصار و رقابت می‌شود و این رفتارهای متفاوت منجر به عملکرد اقتصادی (سودآوری و بازده) متفاوت می‌شود.
چنانچه به علت تحریم‌های بین‌المللی یا قوانین داخلی تامین مواد اولیه و تجهیزات شرکت با محدودیت و دشواری روبرو گردد، احساس ریسک می‌شود.
افزایش نسبت زیان انباشته به سرمایه خطر ورشکستگی را بالا می‌برد.

**گام سوم:** معنای عبارات‌های معنادار استخراج و فرموله شده و هر یک از معانی در یک دسته قرار گرفتند. همه عبارات‌ها و معانی آن‌ها برای ایجاد اطمینان از صحیح بودن فرآیند و سازگار بودن معانی بارها بررسی شدند. جدول زیر نمونه‌هایی از چگونگی استخراج معانی از عبارات معنادار را نشان داده است.

جدول ۴: نمونه‌هایی از فرایند ایجاد معانی فرموله شده از عبارات‌های معنادار

عبارات معنادار	معانی فرموله شده (مصادیق)
شرکت‌هایی که مواد اولیه یا تجهیزات وارداتی دارند و یا صادرات دارند نوسانات نرخ ارز، موجب ایجاد ریسک در آن‌ها می‌شود.	بررسی وابستگی درآمدها و هزینه‌های شرکت به نرخ ارز
عواملی که روی رشد و افت EPS اثرگذار هستند موجب احساس ریسک می‌شوند.	تجزیه و تحلیل نسبت‌های مالی سودآوری

معانی فرموله شده (مصادیق)	عبارات معنادار
تجزیه و تحلیل نسبت‌های فعالیت	کاهش گردش دارایی‌ها، دارایی‌های ثابت و سرمایه در گردش نشان دهنده عدم استفاده بهینه از منابع شرکت و کسب بازدهی ضعیف از آن‌هاست.
بررسی رقابتی یا انحصاری بودن آن صنعت	وجود ساختار انحصاری و رقابتی باعث بروز رفتارهای مبتنی بر انحصار و رقابت می‌شود و این رفتارهای متفاوت منجر به سودآوری و بازده متفاوت می‌شود.
محدودیت در دسترسی به منابع و مواد اولیه	چنانچه به علت تحریم‌های بین‌المللی یا قوانین داخلی تأمین مواد اولیه و تجهیزات شرکت با محدودیت و دشواری روبرو گردد، احساس ریسک می‌شود.
بررسی چرخه عمر شرکت	افزایش نسبت زیان انباشته به سرمایه خطر ورشکستگی را بالا می‌برد.

**گام چهارم:** معانی شناسایی شده مرتبط به هم در قالب خوشه‌هایی از تم‌ها (مقوله‌ها) دسته‌بندی شد. جهت دسته‌بندی کردن مفاهیم از روش تحلیل مضمون مصاحبه‌ها و اسناد مورد بررسی و موارد مرتبط با سؤالات و نظرات پژوهش مورد تفکیک قرار گرفتند داده‌های به دست آمده کدگذاری گردیده و در سه گروه مضامین پایه، سازمان دهنده و فراگیر جای گرفتند. ارتباط بین مضامین در شکل شماره (۲) نمایش داده شده است.



شکل (۲): فرآیند تحلیل داده‌ها با استفاده از روش تحلیل مضمون

از سوی دیگر بین مفاهیم، ابعاد و مؤلفه‌ها نیز رابطه زیر برقرار است (خاکی، ۱۳۹۴).



شکل (۳): رابطه بین مفاهیم، ابعاد و مؤلفه‌ها

بر این اساس و با توجه به تکرارپذیری هریک از مفاهیم در مستندات و مصاحبه‌های انجام گرفته، کدگذاری داده‌ها انجام شد. خلاصه عملیات انجام گرفته در مورد مضامین فراگیر در جدول شماره (۴) ارائه شد و با توجه به طولانی

بودن سایر موارد از ارائه در مقاله خودداری گردید. با توجه به مصاحبه‌های عمیق صورت گرفته، ۸۹ شاخص استخراج شد که از میان شاخص‌های استخراج شده، ۳۹ تم پایه و ۹ تم سازنده و ۳ تم فراگیر استخراج شد.

جدول ۵: نتایج حاصل از استخراج مضامین سه گانه پژوهش

تم فراگیر (مفاهیم)	تم سازنده (ابعاد)	تم پایه (مؤلفه ها)	شاخص	
لحن اقبال تحقیر (لحن متین)	لحن منفی ریسک	محتوای منفی و مبهم کلمات و جملات در متون گزارش‌ها سالانه	بررسی (تکرار) کلمات و عبارات دارای پیامد منفی (درب‌گیرنده ریسک) در گزارش‌های کیفی	
			بررسی (تکرار) کلمات و عبارات دارای پیامد مبهم (درب‌گیرنده ریسک) در گزارش‌های کیفی	
		تعهدات و محدودیت‌های ذکر شده در متون گزارش‌های سالانه	بررسی (تکرار) کلمات و عبارات حاوی تعهدات (درب‌گیرنده ریسک) در گزارش‌های کیفی	
	لحن مثبت ریسک	محتوای مثبت کلمات و جملات حاوی ریسک در متون گزارش‌های سالانه	بررسی (تکرار) کلمات و عبارات مثبت (درب‌گیرنده ریسک) در گزارش‌های کیفی	
			بررسی (تکرار) کلمات و عبارات حاوی فرصت و پتانسیل (درب‌گیرنده ریسک) در گزارش‌های کیفی	
		محتوای قوی کلمات و جملات حاوی ریسک در متون گزارش‌های سالانه	بررسی (تکرار) کلمات و عبارات دارای محتوای قوی (درب‌گیرنده ریسک) در گزارش‌های کیفی	
منابع ریسک	ریسک نرخ ارز	ریسک وابستگی درآمدها و هزینه‌های شرکت به نرخ ارز	بررسی وابستگی درآمدها و هزینه‌های شرکت به نرخ ارز	
			بررسی منابع و مصارف ارزی و محاسبه تراز ارزی	
			کسب اطلاعات درمورد چگونگی مدیریت نوسان نرخ ارز توسط شرکت	
	ریسک نقدینگی	تجزیه و تحلیل نسبت‌های مالی نقدینگی	بررسی جریان‌های وجوه نقد در صورت جریان وجوه نقد	
			تجزیه و تحلیل نسبت‌های پوششی و اهرمی	
	ریسک اعتباری	بررسی سیاست‌های تأمین مالی و اعتباری شرکت	بررسی اعتباری شرکت	
			بررسی احتمال وجود بدهی‌های احتمالی و تعهدات آتی	
			بررسی روند و نوسان قیمت سهام	
	ریسک‌های مالی	ریسک قیمت سهام	بررسی ارزندگی سهام	بررسی ارزندگی سهام
				تجزیه و تحلیل نسبت‌های مالی کلیدی برای وضعیت (ثبات) مالی
ریسک ساختار ترازنامه (وضعیت مالی)		بررسی تغییرات دارایی‌ها، بدهی‌ها و حقوق صاحبان سهام (پس از حذف آثار تورم)	تجزیه و تحلیل نسبت‌های مالی سودآوری	
			تجزیه و تحلیل نسبت‌های مالی سودآوری	

شاخص	تم پایه (مؤلفه ها)	تم سازنده (ابعاد)	تم فراگیر (مفاهیم)
بررسی روند درآمدها و هزینه‌های عملیاتی (پس از حذف اثر تورم)	ریسک ساختار درآمد، بازده و سودآوری		
جستجوی استراتژی‌های شرکت برای مقابله با آثار تورمی	تورم		
استفاده از نسبت‌های مالی تعدیل شده بر اساس آثار تورم			
کسب اطلاعات در مورد رتبه نقد شوندگی سهام	قابلیت نقدشوندگی سهام		
بررسی درصد سهام شناور آزاد	پیچیدگی گزارش‌های شرکت		
صورت‌های مالی تلفیقی با دارا بودن چند شرکت فرعی			
گزارشگری بر مبنای قسمت‌های مختلف			
عدم شناسایی، ارزیابی و اولویت‌بندی ریسک‌های مالی	استراتژی‌های کاهش ریسک‌های مالی		
عدم ارائه برنامه جهت اداره، کنترل و اصلاح ریسک‌های مالی			
عدم ارائه برنامه جهت ایجاد ارزش پایدار برای سهامداران			
محدودیت در دسترسی به منابع و مواد اولیه	ریسک تأمین منابع و مواد اولیه	ریسک‌های عملیاتی	
کمبود منابع مربوط به مواد اولیه	ریسک رضایت مشتری (ریسک اقبال مشتریان به محصولات جایگزین)		
فرسایش برند و بدنامی (کاهش ظرفیت، کیفیت محصولات و خدمات پس از فروش)			
ظهور محصولات جایگزین به‌صرفه‌تر در بازار (تهدید بالقوه محصولات جایگزین)			
بررسی اطلاعات طرح‌های توسعه و برنامه‌های آینده شرکت در نظر گرفتن ریسک چرخه عمر شرکت	ریسک فرصت‌های رشد		
تفکیک بازده ناشی از عملکرد شرکت و بازده ناشی از ریسک سیستماتیک	ریسک کارایی و عملکرد		
تجزیه و تحلیل نسبت‌های فعالیت			
داشتن مشتریان انحصاری و خاص (وابستگی فروش به مشتریان اندک و خاص) و قدرت چانه‌زنی خریداران	ریسک مسائل مربوط به انحصارها (انحصار مشتری یا تأمین‌کننده)		
داشتن تأمین‌کنندگان انحصاری و خاص (وابستگی تأمین مواد اولیه به فروشنده‌گان اندک و خاص) و قدرت چانه‌زنی آن‌ها	ریسک توسعه تولید و محصول		
توقف عملیات یا کاهش ظرفیت تولید			
بررسی مشکلات و موانع موجود در طرح‌های توسعه	ریسک مسائل مربوط به کارکنان		
در دسترس نبودن منابع انسانی موردنیاز			
وجود مشکلات در ارتباط با دانش فنی، مهارت و توانایی کارکنان			
انباشته شدن تعهدات بازنشستگی	ریسک سلامت، ایمنی و محیط‌زیست (HSE)		
وجود خطرات فیزیکی و شیمیایی تهدیدکننده سلامتی در محیط کار			
وجود خطرات بالقوه ایمنی مرتبط با خطاهای انسانی و ماشینی در فرایند کار			

تم فراگیر (مفاهیم)	تم سازنده (ابعاد)	تم پایه (مؤلفه ها)	شاخص		
ریسک‌های راهبردی و محیطی	حسابرس داخلی و کنترل‌های داخلی و سیستم‌های اطلاعات	امکان مواجهه با جرائم زیست‌محیطی به‌واسطه افزایش آثار مخرب عملیات شرکت بر روی محیط‌زیست	نظر حسابرس مستقل در مورد اثربخشی کنترل داخلی حاوی ضعف در کنترل‌های داخلی		
			کسب اطلاعات در مورد ریسک پردازش و فناوری اطلاعات		
	ریسک توانمندی	کسب اطلاعات در مورد جایگاه شرکت در صنعت	در نظر گرفتن اندازه شرکت	محاسبه شاخص قدرت رقابت شرکت	
			استراتژی‌های کاهش ریسک‌های عملیاتی	عدم شناسایی، ارزیابی و اولویت‌بندی ریسک‌های عملیاتی	
	ریسک‌های راهبردی	ریسک صنعت	بررسی رقابتی یا انحصاری بودن آن صنعت	بررسی حجم سرمایه‌گذاری‌های انجام‌گرفته و در حال انجام در آن صنعت	
				بررسی نحوه قیمت‌گذاری محصولات آن صنعت توسط دولت یا مکانیسم عرضه و تقاضا	
		ریسک قیمت کالا	بررسی تغییر و تحولات فناوری و فناوری در آن صنعت	بررسی چرخه عمر صنعت	بررسی ریسک افزایش قیمت نهاده‌های تولیدی
				بررسی ریسک کاهش قیمت محصولات	بررسی تأثیر تحریم‌های بین‌المللی بر تأمین منابع، تجهیزات و فعالیت‌های شرکت
		ریسک مربوط به عوامل بین‌المللی و یا تغییر مقررات داخلی و خارجی	بررسی تغییر تعرفه‌ها یا قیمت‌ها در سطوح داخلی یا بین‌المللی با تأثیر قابل ملاحظه بر فعالیت‌های شرکت	کاهش تقاضای بازار به دلایل غیرمنتظره مانند کرونا	نواوری رقبا و به‌روزرسانی فناوری و فناوری
				ریسک شرایط رقابتی غیرمنتظره	تنوع بالای محصولات رقبا یا کاهش نرخ فروش آن‌ها
مالیات		تأثیر منفی قوانین مالیاتی بر سودآوری شرکت	وجود پرونده‌های باز مالیاتی و بدهی احتمالی مربوط به آن‌ها	عدم شناسایی، ارزیابی و اولویت‌بندی ریسک‌های راهبردی	
			استراتژی‌های کاهش ریسک‌های راهبردی	عدم ارائه برنامه جهت اداره، کنترل و اصلاح ریسک‌های راهبردی	
ریسک‌های درستی		ریسک تقلب	بررسی نسبت تعدیلات سنواتی به فروش	در نظر گرفتن ریسک دسترسی به اطلاعات و صحت و درستی اطلاعات	
				بررسی اظهارنظر غیرمقبول حسابرس مستقل	وجود ابهام بااهمیت یا اساسی در گزارش حسابرسی

شاخص	تم پایه (مؤلفه ها)	تم سازنده (ابعاد)	تم فراگیر (مفاهیم)
افشا ناقص یا عدم افشا برخی اطلاعات	عدم تقارن اطلاعات (سطح پایین افشا)		
کسب اطلاعات مربوط به ساختار هیئت‌مدیره	اندازه و قدرت هیئت‌مدیره	ساختار مدیریتی	حاکمیت شرکتی
افشای اطلاعاتی در مورد احتمال تغییر مدیرعامل، اعضای هیئت‌مدیره یا مدیران میانی			
بررسی موظف و غیرموظف بودن اعضای هیئت‌مدیره	استقلال هیئت‌مدیره	ساختار مالکیتی	
بررسی دوگانگی وظیفه مدیرعامل			
کسب اطلاعات در مورد مالکیت بزرگ‌ترین سهامداران عمده شرکت	تمرکز مالکیت	ساختار نهادی	
بررسی ساختار مالکیت			
بررسی درصد سهام نگهداری شده توسط اشخاص حقوقی از کل سهام	سهامداران نهادی	کیفیت حسابرسی	
بررسی درصد مالکیت دولتی			
بررسی اطلاعات مربوط به حسابرس و تخصص حسابرس در آن صنعت	کیفیت، کفایت و به‌موقع بودن افشای اطلاعات	کیفیت	
بررسی اندازه شرکت حسابرسی			
نحوه ارائه یادداشت‌های توضیحی (یادداشت‌های ریسکی)	کیفیت، کفایت و به‌موقع بودن افشای اطلاعات	کیفیت	
کسب اطلاعات در مورد رتبه کیفیت افشاء اطلاعات			

**گام پنجم:** در این مرحله همه ی مؤلفه ها به صورت توصیف جامعی از پدیده ی مورد نظر ترکیب شدند و توصیف جامعی از احساس ریسک سرمایه‌گذار در گزارش‌های سالانه به دست آمد .

**گام ششم:** پس از پالایش هسته‌ها و ساختاربندی آن‌ها توصیفات زائد و اشتباه حذف شد و برخی از عبارات که توصیف کلی را ضعیف می‌کردند، از مجموعه حذف شدند.

**گام هفتم:** کولایزی به اعتبار نهایی که با مراجعه به هر یک از افراد مطلع صورت می‌گیرد، اشاره می‌کند و مهم ترین معیار ارزیابی یافته های تحقیق پدیدارشناختی را از طریق اعتباریابی توصیف های جامع از پدیده مورد مطالعه از سوی خود مشارکت کننده می داند(خلیلی مقدم و همکاران، ۱۳۹۷). بنابراین اعتبارسنجی با رجوع مجدد به مصاحبه شوندگان(خبرگان) و نشان دادن یافته های پژوهش انجام شد. صحت‌وسقم نتایج تأیید و تغییرات لازم اعمال گردید.

##### ۵- نتیجه‌گیری و تحلیل نتایج

هدف پژوهش حاضر فهم پدیدارشناسانه تجربه زیسته خبرگان از احساس ریسک آن‌ها بر اساس گزارش‌های سالانه شرکت‌ها و تدوین الگوی احساس ریسک سرمایه‌گذاران در گزارش‌های سالانه است. احساسات سرمایه‌گذار به عنوان جزیی مهم از عوامل مؤثر بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری می‌تواند عمل کند؛ به صورتی که می‌تواند استراتژی-های سرمایه‌گذاری را تحت تأثیر قرار دهد و سرمایه‌گذاری، کاملاً محافظه کارانه یا با تحمل ریسک همراه باشد. از

سوی دیگر گزارش‌های سالانه صادر شده 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. لذا با توجه به شرایط ناپایدار اقتصادی کشور و وجود ریسک‌های متعددی که سرمایه‌گذاران با آن مواجه هستند و همچنین با در نظر گرفتن این‌که اطلاعات مربوط به ریسک، نقش مهمی در فرایند تصمیم‌گیری درست ایفا می‌کنند ضرورت دارد تا الگویی همه جانبه برای احساس ریسک سرمایه‌گذاران تدوین شود؛ اما بررسی‌های انجام شده، نشان می‌دهد که در این زمینه مطالعه‌ی جامعی صورت نگرفته و 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؛ مانند لاکرن و مک‌دونالد<sup>۱</sup> (۲۰۱۲)، زریک و لوهیچی<sup>۲</sup> (۲۰۱۴). با این حال، روش‌های مبتنی بر فرهنگ لغت اغلب در پیش‌بینی دقیق احساس و لحن متون مالی موفق نیستند (کریشنامورثی<sup>۳</sup>، ۲۰۱۸). لذا در این پژوهش باهدف ارتقا درک احساس ریسک سرمایه‌گذاران و معرفی یک رویکرد جدید برای تجزیه و تحلیل احساس ریسک سرمایه‌گذاران از روی گزارش‌های سالانه، از تمام اطلاعات صورت‌های مالی یعنی هم از اعداد گزارش شده عمومی و هم متون گزارش‌ها برای استخراج الگوی احساس ریسک سرمایه‌گذاران استفاده شده است. بر اساس روش تحقیق کیفی پدیدارشناسی و تحلیل مضمون آتراید-استیرلینگ، این الگو در سه محور کلی (تم فراگیر) سازماندهی شد: ۱- محور لحن افشاء کیفی شامل: ۲ بعد، ۴ مؤلفه و ۸ شاخص ۲- محور منابع ریسک شامل: ۴ بعد، ۳۵ مؤلفه و ۶۹ شاخص و ۳- محور حاکمیت شرکتی شامل: ۳ بعد، ۶ مؤلفه و ۱۲ شاخص که ضرورت دارد سرمایه‌گذاران، کارگزاران بورس و حتی مدیران شرکت‌ها از این محورها و ابعاد و مؤلفه‌ها مطلع باشند و نسبت به بکارگیری آن‌ها اهتمام ورزند.

اولین مفهوم شناسایی شده بر اساس نظر خبرگان لحن افشاء کیفی (لحن منفی و مثبت ریسکی) است که شامل مؤلفه‌های: ۱- محتوای منفی و مبهم کلمات و جملات (منفی مانند: ناهنجاری، تقلب، بحران، معوق، ورشکستگی، توقف، بدنامی، انحلال و ... و مبهم مانند: بلا تکلیف، نامعلوم، احتمالی، احتیاط، مشکوک، مجهول و ...)، ۲- تعهدات و محدودیت‌های ذکر شده در متون (تعهدات مانند: الزام قانونی، ابطال، محکوم شدن، غیرقانونی، جبران خسارت و ... محدودیت‌ها مانند: متعهد، تسلیم، توقیف، ممنوع کردن، مسدود کردن، تحریم و ...)، ۳- محتوای مثبت کلمات و جملات حاوی ریسک (مانند: توانایی، فراوانی، پیشرفت، بیمه کردن، کارایی، نوآوری و ...) و ۴- محتوای قوی کلمات و جملات حاوی ریسک (مانند: همیشه، بهترین، قطعا، بالاترین، پایین ترین، بی نظیر و ...) در متون گزارش‌های سالانه است و منظور، هر جمله‌ای است که بتواند استفاده کننده گزارش‌های مالی را در مورد فرصت‌ها و چشم‌اندازهای شرکت، هر نوع مخاطره، آسیب و تهدیدی که قبلاً بر شرکت تأثیر گذاشته و یا ممکن است تأثیر بگذارد و همچنین مدیریت هر نوع فرصت، چشم‌انداز، مخاطره، آسیب و تهدید آگاه و مطلع سازد. این

<sup>1</sup> Loughran & McDonald

<sup>2</sup> Zreik.o & Loughichi

<sup>3</sup> krishnamoorthy

نتیجه با پژوهش‌هایی چون توسط آبراهام و کاکس<sup>۱</sup> (۲۰۰۷)، لاخران و مک‌دونالد (۲۰۱۲)، زیریک و لوهیچی (۲۰۱۴)، محسنی و رهنمای رودپشتی (۱۳۹۸) همسو می‌باشد.

منابع ریسک، یکی دیگر از مفاهیم شناسایی شده در این پژوهش می‌باشد که ابعاد زیر را در بر می‌گیرد:

۱- ریسک‌های مالی با ده مؤلفه (ریسک نرخ ارز، ریسک نقدینگی، ریسک اعتباری، ریسک قیمت سهام، ریسک وضعیت مالی، ریسک ساختار درآمد، بازده و سودآوری، تورم، قابلیت نقدشوندگی سهام، ریسک پیچیدگی گزارش‌های و استراتژی‌های کاهش ریسک‌های مالی) که نشان‌دهنده پذیرش مخاطره در امور مالی است. این نوع ریسک ناشی از به کارگیری بدهی است. هرچه میزان بدهی بیشتر باشد، ریسک مالی افزایش می‌یابد. باوجود تعریف‌ها و دسته‌بندی‌های جامع، استانداردها و الزامات گزارشگری ریسک بیشتر بر افشای ریسک مالی متمرکز هستند (برای نمونه گزارشگری مالی شماره ۴۸ و استانداردهای بین‌المللی حسابداری<sup>۲</sup> شماره ۳۲ و ۳۹ و استاندارد بین‌المللی گزارشگری مالی<sup>۳</sup> شماره ۷). لازم به ذکر است که ریسک‌های مالی با صورت‌های مالی مرتبط بوده و بر دارایی‌ها و بدهی‌های پولی و جریان نقد و سود شرکت اثر دارند و در مقابل ریسک‌های غیرمالی به گونه مستقیم با دارایی‌ها و بدهی‌ها مرتبط نیستند، اما بر جریان نقد آتی در بلندمدت اثر دارند. نتیجه به‌دست آمده با مطالعات انجام شده توسط رهنمای رودپشتی و همکاران (۱۳۹۴)، رحمانی و بشیری‌منش (۱۳۹۵)، نمازی و ابراهیمی میند (۱۳۹۵)، نیکومرام و سعیدی (۱۳۸۸)، لوگران و مک‌دونالد<sup>۴</sup> (۲۰۱۱) و حسن<sup>۵</sup> (۲۰۰۹) همسو می‌باشد.

۲- ریسک‌های عملیاتی با یازده مؤلفه (ریسک-تأمین منابع و مواد اولیه، ریسک رضایت مشتری، ریسک فرصت‌های رشد، ریسک کارایی و عملکرد، ریسک مسائل مربوط به انحصارها، ریسک توسعه تولید و محصول، ریسک مسائل مربوط به کارکنان، ریسک سلامت، ایمنی و محیط زیست، حسابرس داخلی و کنترل‌های داخلی و سیستم‌های اطلاعات، ریسک توانمندی و استراتژی‌های کاهش ریسک‌های عملیاتی)، که بیشتر ناشی از گستره وسیعی از احتمالات بروز خطا و نقصان در عملیات خاص بنگاه تجاری یا مالی هستند. این ریسک‌ها حاصل خطای انسانی، رایانه و برنامه‌های آن، خطا در تصمیم‌گیری و حتی زیان‌های حاصل از انواع اختلاس هستند. نتیجه این بخش با تحقیقات لاری‌سمنانی (۱۳۹۷)، چیما و نارتیا<sup>۶</sup> (۲۰۱۷)، فصیحی و همکاران (۱۳۹۸)، رحمانی و بشیری-منش (۱۳۹۳)، نیکومرام و سعیدی (۱۳۸۸) هم‌جهت می‌باشد.

۳- ریسک‌های راهبردی و محیطی با مؤلفه‌های ریسک صنعت، ریسک قیمت کالا، ریسک مربوط به عوامل بین‌المللی و یا تغییر مقررات داخلی و خارجی، ریسک شرایط رقابتی غیر منتظره، مالیات و استراتژی‌های کاهش ریسک‌های راهبردی عمدتاً مربوط به محیطی است که شرکت‌ها در آن مشغول فعالیت می‌باشند و با پژوهش؛ بیات و آب‌چر<sup>۷</sup> (۱۳۹۶)، و کیلی-فرد و همکاران (۱۳۹۲) و بائو<sup>۷</sup> (۲۰۱۳) همسو می‌باشد.

<sup>۱</sup> Abrahama & Cox

<sup>۲</sup> IAS

<sup>۳</sup> IFRS

<sup>۴</sup> Loughran & McDonald

<sup>۵</sup> Hasan

<sup>۶</sup> Cheema & Nartea

<sup>۷</sup> Bao

۴-ریسک‌های درستی با دو مؤلفه ریسک تقلب و عدم تقارن اطلاعات ناشی از فعالیتها و رفتارهایی است که اشخاص ارایه دهنده اطلاعات از خود بروز می‌دهند. تقلب می‌تواند موجب خدشه وارد نمودن بر اعتبار شرکت و از بین رفتن اعتماد عمومی و بی‌کیفیت شدن گزارش‌های مالی گردد که خود موجب افزایش عدم تقارن اطلاعاتی بین سرمایه‌گذاران می‌شود. در این حالت، ارزش ذاتی سهام شرکت، با ارزشی که سرمایه‌گذاران در بازار برای سهام مورد نظر قایل می‌شوند، متفاوت خواهد بود. در نتیجه، ارزش واقعی سهام شرکت‌ها با ارزش مورد انتظار سهامداران تفاوت خواهد داشت و ریسک سرمایه‌گذاری افزایش خواهد یافت و در نهایت منجر به افزایش هزینه‌مبادله‌شده و سقوط قیمت سهام و خروج سرمایه‌گذاران از چرخه بازار را به دنبال دارد. نتایج حاصل از این قسمت با مطالعات لیو<sup>۱</sup> و همکاران (۲۰۱۸)، رحمانی و بشیری‌منش (۱۳۹۳)، برادران حسن‌زاده و محرومی (۱۳۹۶)، آبراهام و کاکس (۲۰۰۷)، ژانگ (۲۰۰۸)، نمازی و ابراهیمی میمند (۱۳۹۵) و کوستیکاس<sup>۲</sup> (۲۰۱۲) هم‌جهت بود.

در مدل حاصل از این پژوهش، سومین مفهوم شناسایی شده، حاکمیت شرکتی است که دربرگیرنده سه بعد: ۱- ساختار مدیریت ۲- ساختار مالکیت و ۳- شفافیت، می‌باشد. ساختار مدیریت شامل مؤلفه‌های (اندازه، قدرت و استقلال هیأت مدیره) می‌باشد. با جدایی مالکیت از مدیریت شرکت‌ها، این امکان وجود می‌آید که مدیران تصمیماتی اتخاذ نمایند که در راستای منافع خود و مغایر با منافع سهامداران باشد. هیأت‌مدیره دنباله مالکان شرکت محسوب می‌شود که وظیفه‌اش پایش مدیریت جهت حفظ منافع سهامداران است (کلین<sup>۳</sup>، ۲۰۰۲). ترکیب و ساختار هیأت مدیره، کمیته‌های فرعی آن و تعداد کل هیأت مدیره حائز اهمیت می‌باشند. هیأت مدیره کارآمد باید ویژگی‌های منحصر بفردی برای هر شرکت و محیط آن داشته باشد. به عقیده دالتون<sup>۴</sup> و همکاران (۱۹۹۹)، هیأت مدیره بزرگ‌تر دارای ارتباط مؤثر خارجی هستند. از سوی دیگر، هیأت مدیره با اعضای غیرموظف به عنوان هیأت مدیره مؤثرتر در نظر گرفته شده است. به عبارت دیگر اعضای غیرموظف هیأت مدیره به گونه بهتر باعث حفظ منافع سهامداران می‌شود. بر این اساس، اعضای غیر موظف هیأت مدیره، مسئله نمایندگی را کنترل و همچنین منجر به کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیر و سهامداران با افشای بهتر و با کیفیت تر، می‌شود. بنابراین ویژگی‌های هیأت مدیره نظیر تعداد بیشتر اعضای هیأت مدیره و همچنین استقلال آن‌ها می‌تواند به عنوان مکانیزم نظارتی در جهت کاهش هزینه‌های نمایندگی مورد توجه قرار بگیرد. نتایج این بعد با مطالعات نیکومرام و سعیدی (۱۳۸۸)، حسن (۲۰۰۹)، بیات و آب‌چر (۱۳۹۶) و لاری-سمنانی (۱۳۹۷) همخوانی داشته و همسو می‌باشد.

ساختار مالکیت هم شامل مؤلفه‌های تمرکز مالکیت و سهامداران نهادی است. منظور از ساختار مالکیت، مشخص کردن بافت و ترکیب سهامداران یک شرکت و بعضاً مالک عمده نهایی سهام آن شرکت است. بسیاری از نظریه‌پردازان اقتصادی عقیده دارند که هر یک از انواع مالکیت نیز می‌تواند بر عملکرد شرکت‌ها تأثیرگذار باشد.

<sup>1</sup> Liu

<sup>2</sup> Koutsikos

<sup>3</sup> Klein

<sup>4</sup> Dalton

ساختار مالکیت شرکت‌ها ممکن است به تغییر رفتار شرکت‌ها منجر شود. این موضوع از فعالیت‌های نظارتی که سرمایه‌گذاران مختلف در این ساختار انجام می‌دهند نشأت می‌گیرد. نقش نظارتی سرمایه‌گذاران نهادی مشابه با هم نبوده و انگیزه‌های یکسانی برای نظارت فعالانه بر مدیریت ندارند. از این رو تأثیر آن‌ها نیز بر عملکرد شرکت‌ها متفاوت است. بنابراین می‌تواند برای سرمایه‌گذاران ایجاد ریسک نماید.

و در نهایت با توجه به اظهارات خبرگان، شفافیت شامل مولفه‌های (کیفیت حساسی و کیفیت، کفایت و به موقع بودن افشای اطلاعات) نیز در شکل‌گیری احساس ریسک در سرمایه‌گذاران تأثیر دارد. در هر سازمان، وجود یک سازوکار راهبری شرکتی اثربخش، به منظور حفاظت از حقوق سرمایه‌گذاران برای دست‌یابی به اطلاعات درست و منصفانه در مورد شرکت، حیاتی است. شفافیت و افشای اطلاعات صحیح و به‌موقع، از کارکردهای اصلی حسابداری و اجزای اساسی راهبری شرکتی است. افزایش افشا برای استفاده‌کنندگان که قادر به تعیین چشم‌اندازهای آتی شرکت نیستند، سودمند است و این سودمندی از طریق کاهش احتمال تخصیص نادرست سرمایه آنان است. در پژوهش ليو و همکاران (۲۰۱۸)، رحمانی و بشیری منش (۱۳۹۳)، برادران حسن‌زاده و محرومی (۱۳۹۶) و نیکومرام و سعیدی (۱۳۸۸) نیز از این مؤلفه‌ها برای شناسایی و ارزیابی ریسک در شرکت‌ها یاد شده است.

شکل (۴) الگوی احساس ریسک سرمایه‌گذاران از روی گزارش‌های سالانه، استخراج شده بر اساس تجربه زیسته خبرگان این پژوهش و تحلیل مضمون در ادامه آورده شده است.



شکل (۴): الگوی احساس ریسک سرمایه‌گذار در گزارش‌های سالانه شرکت

### پیشنهادات و محدودیت‌ها

در الگوی حاصل از این پژوهش تنها به ریسک‌های افشا شده در گزارش‌های سالانه اکتفا نشده و اعداد ارقام صورت‌های مالی نیز مورد توجه قرار گرفته است. این موضوع باعث تشخیص بهتر ریسک شرکت‌ها توسط سرمایه‌گذاران می‌گردد و در نتیجه به کاهش هزینه سرمایه و عدم تقارن اطلاعات، مدیریت ریسک بهتر و تصمیم‌گیری بهینه و حمایت از سرمایه‌گذاران منجر می‌گردد. با توجه به اهمیت احساس ریسک در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران، به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌گردد تا برای استخراج ریسک شرکت‌ها، گزارش‌های مالی را با دقت بیشتری مطالعه کنند و از الگوی این پژوهش برای شناسایی ریسک‌های کمی و کیفی موجود در این گزارش‌ها استفاده نمایند تا با درک بهتر و واقعی‌تر از ریسک‌های موجود، در نهایت تصمیم منطقی اتخاذ نمایند.

به سازمان بورس و سازمان حسابرسی پیشنهاد می‌شود که بر اساس یافته‌های پژوهش اقدام به تدوین مقررات در خصوص گزارشگری ریسک و دسته‌بندیهای ریسک نموده و شرکت‌ها را ملزم به گزارش ریسک بر اساس الگوی این پژوهش نمایند.

در پژوهش‌های آتی با توجه به مدل استخراج شده، اقدام به سنجش احساس ریسک سرمایه‌گذاران از روی گزارش‌های سالانه گردد.

در پژوهش حاضر برای بررسی افشای ریسک از روش پدیدارشناسی و تحلیل مضمون استفاده شد و در نتیجه محدودیت‌های روش پژوهش کیفی در رابطه با آن مطرح است و همانند همه پژوهش‌های کیفی محدودیت‌هایی در خصوص روایی و پایایی دارد.

### فهرست منابع

- اشعری، الهام؛ خدابخش، روشنک و خمایی، ساناز: (۱۴۰۱). بررسی تأثیر ویژگی‌های شخصیتی و هوش هیجانی بر ریسک‌پذیری سرمایه‌گذاران، فصلنامه مطالعات حسابداری و حسابرسی، ۱۱(۴۳): ۱۰۵-۱۲۰.
- برادران حسن‌زاده، رسول و محرومی، رامین: (۱۳۹۶). تأثیر افشای ریسک بر پیش‌بینی قیمت سهام به وسیله سود و ارزش شرکت‌ها. راهبرد مدیریت مالی، ۵(۴): ۱۸۹-۲۰۹.
- بشیری‌منش، نازنین: (۱۳۹۵). نقش احساس در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران، حسابداری و منافع اجتماعی، ۶(۲): ۹۳-۱۲۱.
- بیات، علی و آب‌چر، بهجت: (۱۳۹۶). تأثیر حرفه‌ای‌گرایی و سبک‌های تصمیم‌گیری بر سطح ریسک‌پذیری سرمایه‌گذاران. دانش حسابداری، ۸(۲۹): ۱۳۳-۱۵۷.
- تفتیان، اکرم و کاکایی-سبزه‌خانی، مهتاب: (۱۴۰۱). عوامل و پیامدهای تعیین‌کننده احساس ریسک در گزارش‌های سالانه: رویکرد الگوسازی معادلات ساختاری. نشریه پژوهش‌های حسابداری مالی، ۱۴(۳): ۱۸۲-۱۴۹.

- تفتیان، اکرم؛ نور محمدی، فریده و منصوری‌محمدآبادی، فاطمه. (۱۴۰۱). اثر آیین‌نامه گزارش تفسیری مدیریت بر رابطه احساس ریسک در گزارش‌های سالانه و ارزش بازار شرکت با استفاده از سیستم معادلات همزمان. پژوهش‌های کاربردی در گزارشگری مالی، ۱۱(۲): ۳۳-۶۵.
- تفتیان، اکرم؛ منصوری‌محمدآبادی، فاطمه و عبدالهی‌اسدآبادی، اکرم. (۱۴۰۱). پیامد اقتصادی احساس ریسک در گزارش‌های سالانه با استفاده از مدل پویا. مطالعات تجربی حسابداری مالی، ۱۹(۷۶): ۱۶۱-۱۸۷.
- جعفری، سلیل؛ گرگز، منصور؛ سعیدی، پرویز و معطوفی، علیرضا. (۱۳۹۸). بررسی نقش عوامل روانشناختی و عملکردی بر تمایل به سرمایه‌گذاری در بازار سهام با نقش میانجی رضایت سرمایه‌گذار و ریسک ادراک شده سرمایه‌گذاران. دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، ۱۳(۴۸): ۴۷-۶۲.
- جلیوند، ابوالحسن و رستمی نوروزآباد، مجتبی. (۱۳۹۷). تعاملات سواد مالی، احساسات سرمایه‌گذاران، ادراک ریسک و تمایل به سرمایه‌گذاری: شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران. دانش سرمایه‌گذاری، ۷(۲۷): ۱۴۱-۱۷۰.
- دانایی‌فرد، حسن، الوانی، سیدمهدی و آذر، عادل. (۱۳۸۳). روش‌شناسی پژوهش کیفی در مدیریت: رویکردی جامع. تهران: انتشارات صفار.
- ذوالفقاری، پریسا، خدیور، آمنه و عباسی، فاطمه. (۱۴۰۱). بررسی تأثیر ریسک درک شده توسط کاربران شبکه‌های اجتماعی بر قیمت بیت کوین با استفاده از تکنیک تحلیل احساسات و شبکه عصبی NARX، فصلنامه پژوهش‌های مدیریت در ایران، ۲۶(۲): ۱۸-۴۱.
- رحمانی، علی و بشیری‌منش، نازنین. (۱۳۹۳). مروری بر ادبیات افشای اطلاعات در ایران. حسابداری و منافع اجتماعی، ۴(۴): ۳۵-۶۸.
- رهنمای‌رودپشتی، فریدون؛ ناطق‌گلستان، احمد و یعقوب‌نژاد، احمد. (۱۳۹۴). ارائه الگوی ذهنی ادراک ریسک سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار تهران. دانش سرمایه‌گذاری، ۴(۱۳): ۱۹۵-۲۱۶.
- سجادی، سیدحسین؛ زرانژاد، منصور و جعفری، علیرضا. (۱۳۸۸). ویژگی‌های غیرمالی موثر بر کیفیت گزارشگری مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۱۶(۵۷): ۵۱-۶۸.
- فصیحی، صغری؛ حسینی، سیدعلی و مشایخ، شهناز. (۱۳۹۸). بررسی تأثیر افشای ریسک بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. دانش سرمایه‌گذاری، ۸(۳۱): ۳۵۵-۳۷۲.
- کمالی‌اردکانی، محسن و رجبی‌قیری، علی. (۱۳۹۴). بررسی آثار روانشناختی و عوامل مؤثر بر درک سرمایه‌گذاران از ریسک در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه سیاست‌های مالی اقتصادی، ۳(۱۰): ۱۲۵-۱۴۲.
- لاری‌سمنانی، بهروز. (۱۳۹۷). بررسی تأثیر حالت‌های روحی در ریسک‌پذیری سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار تهران. مدیریت دارایی و تامین مالی، ۶(۱): ۱۰۷-۱۲۰.

لبیب زاده، محمدحسین؛ حجازی، رضوان؛ صالحی، الله کرم و هرمزی، فرشین. (۱۴۰۱). ارزیابی تأثیر سطوح مختلف افشای ریسک شرکت بر ادراک سرمایه‌گذاران: تحلیل اقلیدسی بر اساس متن‌کاوی، فصلنامه دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، ۱۵(۵۴): ۶۵-۸۶.

محسنی، عبدالرضا و رهنمای‌رودپشتی، فریدون. (۱۳۹۸). عملکرد مالی و کارکردهای مدیریت لحن نوشتار در گزارشگری مالی. پژوهش‌های تجربی حسابداری، ۹(۴): ۲۹-۴۸.

ناطق گلستان، احمد. (۱۳۹۶). بررسی وجود اثرات ادراک ریسک در بورس اوراق بهادار تهران و تأثیر متغیرهای فصلی بر آن. راهبرد مدیریت مالی، ۵(۱۸): ۱۴۵-۱۷۰.

ناطق، احمد و زینبی، ناصر. (۱۴۰۰). تأثیر ویژگی‌های شخصیتی بر ادراک ریسک سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار؛ تحلیل نقش میانجی تمایل به ریسک، نشریه پیشرفت‌های مالی و سرمایه‌گذاری، ۲(۴): ۳۳-۵۴. ناطق گلستان، احمد؛ دامغانی، الهه و صباحی، احمد. (۱۳۹۸). تأثیر ریسک ادراک‌شده توسط سرمایه‌گذاران بر مدیریت سبد سهام (مطالعه موردی: سرمایه‌گذاران فعال کارگزاری‌های بورس مشهد). دانش سرمایه‌گذاری، ۸(۳۰): ۹۱-۷۳.

نمازی، محمد، ابراهیمی-میمند، مهدی. (۱۳۹۵). بررسی چگونگی افشای ریسک در گزارش سالانه شرکت‌ها و عوامل موثر بر آن، دانش حسابداری مالی، ۳(۹۲): ۱-۳۰.

نیکومرام، هاشم و سعیدی، علی. (۱۳۸۸). اندازه‌گیری عکس‌العمل رفتاری سرمایه‌گذاران در بازار سهام. جستارهای اقتصادی ایران با رویکرد اقتصاد اسلامی، ۵(۹): ۲۳۷-۲۷۶.

وکیلی‌فرد، حمیدرضا؛ هرمزی، شیرکو؛ طالب پوراصل، رزگار. (۱۳۹۲). بررسی رابطه «سطح افشای مدیریت ریسک» با «حجم معاملات و قیمت». ماهنامه بورس، ۱۰۳: ۶۶-۷۳.

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.

- \* Ademola, S. A., Musa, A. S., & Innocent, I. O. (2019). Moderating effect of risk perception on financial knowledge, literacy and investment decision. *American International Journal of Economics and Finance Research*, 1(1), 34-44.
- \* Ainia, N. S. N., & Lutfi, L. (2019). The influence of risk perception, risk tolerance, overconfidence, and loss aversion towards investment decision making. *Journal of Economics, Business, & Accountancy Ventura*, 21(3), 401-413.
- \* Almenberg, J., & Dreber, A. (2015). Gender, stock market participation and financial literacy. *Economics Letters*, 137, 140-142.
- \* Attride-Stirling, J. (2001). Thematic Networks: An Analytic Tool for Qualitative Research. *J. Qualitative Research*, Vol. 1, No. 3: 385-405.
- \* Bao, Y. (2013). The Impact of Textual Corporate Risk Disclosures on Risk Perceptions of Investors. In PACIS (p. 271).
- \* Bernstein, P. L., & Bernstein, P. L. (1996). *Against the gods: The remarkable story of risk* (p. 400). New York: Wiley.
- \* Cheema, M. A., & Narrea, G. V. (2017). Does sentiment index predict future returns?. *International Review of Economics & Finance*, 50, 85-97.
- \* Colaizzi, P. F. (1978). Psychological research as the phenomenologist views it.

- \* Dalton, D. R., Daily, C. M., Johnson, J. L., & Ellstrand, A. E. (1999). Number of directors and financial performance: A meta-analysis. *Academy of Management journal*, 42(6), 674-686.
- \* 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: The Contagion Effect of the Pandemic in Finance* (pp. 37-55). Cham: Springer International Publishing.
- \* Dobler, M., K. Lajili, and D. Zéghal. (2011). Attributes of corporate risk disclosure: and international investigation in the manufacturing sector. *Journal of International Accounting Research*, 10 (2): 1-22.
- \* Dumay, J., & Hossain, M. A. (2019). Sustainability risk disclosure practices of listed companies in Australia. *Australian Accounting Review*, 29(2), 343-359.
- \* Grinblatt, M., & Han, B. (2005). Prospect theory, mental accounting, and momentum. *Journal of financial economics*, 78(2), 311-339.
- \* Hassan, M. K. (2009). UAE corporations-specific characteristics and level of risk disclosure. *Managerial Auditing Journal*, 24(7), 668-687.
- \* Hillson, D., & Murray-Webster, R. (2017). *Understanding and managing risk attitude*. Routledge.
- \* Hoskisson, R. E., Chirico, F., Zyung, J., & Gambeta, E. (2017). Managerial risk taking: A multitheoretical review and future research agenda. *Journal of management*, 43(1), 137-169.
- \* Huang, X., Teoh, S. H., & Zhang, Y. (2014). Tone management. *The Accounting Review*, 89(3), 1083-1113.
- \* Institute of Chartered Accountants in England and Wales (1999). *No Surprises: The Case for Better Risk Reporting*, ICAEW, London.
- \* Jadhav, S. D., Chogule, A., & Kasar, R. (2023). A Study on Investment Preferences and Risk Perception of Individual Investors. *ASEAN Journal of Economic and Economic Education*, 2(1), 17-22.
- \* Kaplanski, G & H. Levy. (2009). Risk Sentiment Index (RSI) and Market Anomalies. Bar-Ilan University Working Paper.
- \* Klein, A. (2002). Audit committee, board of director characteristics, and earnings management. *Journal of accounting and economics*, 33(3), 375-400.
- \* Knechel, W. R. (2002). The role of the independent accountant in effective risk management. *Review of Business and Economic Literature*, 47(1), 65-86.
- \* Koutsikos, K. (2012). *Gauging Investor Sentiment: What Works and What Does Not*. Erasmus University Rotterdam, Erasmus School of Economics.
- \* Krishnamoorthy, S. (2018). Sentiment Analysis of Financial News Articles using Performance Indicators. *Knowledge & Information Systems Journal*. 56, pages 373-394.
- \* Li, F. (2006). Do stock market investors understand the risk sentiment of corporate annual reports?. Available at SSRN 898181.
- \* Lim, C. Y. and Tan, P. M. (2007). Value relevance of value-at-risk disclosure. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 29(4), 353-370.
- \* Linsley, P.M., Shives, P.J., Crumpton, M. (2006). Risk disclosure: An exploratory study of UK and Canadian banks, *Journal of Banking Regulation*, 7 (3/4): 268-282.
- \* Liu, Y. W., Liu, L. C., Wang, C. J., & Tsai, M. F. (2018). Riskfinder: A sentence-level risk detector for financial reports. In *Proceedings of the 2018 Conference of the North American Chapter of the Association for Computational Linguistics: Demonstrations* (pp. 81-85).
- \* Loughran, T., & McDonald, B. (2011). When is a liability not a liability? Textual analysis, dictionaries, and 10-Ks. *The Journal of finance*, 66(1), 35-65.
- \* Loughran, T & McDonald, B. (2012). IPO first-day returns, offer price revisions, volatility, and form S-1 language. *J. Financ. Econ.* 109, 307-326.

- \* Mayfield, C., Perdue, G., & Wooten, K. (2008). Investment management and personality type. *Financial services review*, 17(3), 219-236.
- \* Mazurczak-Mąka, A., Turek-Radwan, M., Zieniuk, P., & Waclawik, B. (2020). Determinants of Accuracy in Disclosure of Information about Risk in Financial Statements of Listed Companies—Case of Poland. *Review of Integrative Business and Economics Research*, 9(4), 82-98.
- \* Miihkinen, A. (2013). The usefulness of firm risk disclosures under different firm riskiness, investor-interest, and market conditions: New evidence from Finland. *Advances in Accounting, incorporating Advances in International Accounting*, 29, 312–331.
- \* Putri, D. K., & Digdowiseiso, K. (2023). INTENTION IN STOCK INVESTMENTS INFLUENCED BY FINANCIAL LITERACY, FINANCIAL BEHAVIOR, AND RISK PERCEPTION. *Jurnal Ekonomi*, 12(01), 250-257.
- \* Saari, S, Suffun, M. T. M, Ghafar, M. S. A & Azhari, M. I. M. (2020), The Relationship Between Audit Committee Effectiveness and the Level of Corporate Risk Disclosure The Relevance of Pre and Post-Mccg 2012, *MANAGEMENT & accounting review*, 19 (1).
- \* Saari, S, Suffun, M. T. M, Ghafar, M. S. A & Azhari, M. I. M. (2020), The Relationship Between Audit Committee Effectiveness and the Level of Corporate Risk Disclosure The Relevance of Pre and Post-Mccg 2012, *MANAGEMENT & accounting review*, 19 (1).
- \* Strauss, Anselm L. & Corbin, Juliet (1990). “Basics of Qualitative Research: Grounded Theory Procedures and Techniques”, Sage
- \* West, J., & Bhattacharya, M. (2016). Intelligent financial fraud detection: a comprehensive review. *Computers & security*, 57, 47-66.
- \* Yazdipour, Rassoul. (2010). *Advances in Entrepreneurial Finance: With Applications from Behavioral Finance & Economics* (Fifth edition). Published by Springer.
- \* Zhang, C. (2008). Defining, modeling, and measuring investor sentiment. University of California, Berkeley, Department of Economics.
- \* Zreik, O., & Louhichi, W. (2017). Risk sentiment and firms’ liquidity in the French market. *Research in International Business and Finance*, 39, 809-823.

## **Designing a Pattern for Investors' Risk Sentiment in Annual Reports Using Phenomenology Approach and Attride-Stirling's Thematic Analysis**

**Mahmood Nikoo Parvar Yazdi**

Ph. D. Student, Department of Accounting, Yazd Branch, Islamic Azad University, Yazd, Iran.  
Email: mahmood\_npy@yahoo.com

**Akram Taftiyan**

Associate Professor, Department of Accounting, Islamic Azad University, Yazd, Iran. (Corresponding Author)  
Email: Taftiyan@iauyazd.ac.ir

**Hamid khajeh Mahmood Abadi**

Assistant Professor, Department of Financial Management, Islamic Azad University, Yazd, Iran  
Email: khajeh.h@gmail.com

**Mahdi Nazemi Ardakani**

Assistant Professor, Faculty of Management, Economic & Accounting, Yazd University, Yazd, Iran.  
Email: nazemi@yazd.ac.ir

### **Abstract**

Making financial decisions is complicated, risky, and uncertain. Thus, investors tend to learn about the risks that may threaten their investment. Annual reports of companies, often used by investors, are among the most significant references for measuring the risks companies may face. Therefore, information available in the financial statements can stimulate investors' risk sentiment. Risk sentiment affects the investors' risk assessment and their decisions. Hence, this study aims at the experts' phenomenological understanding and their lived experience of risk sentiment based on the annual reports of companies and the extraction of a pattern for investors' risk sentiment. To this aim, a phenomenological qualitative research method was applied. In order to collect data, 17 experts of the field were interviewed and Attride-Stirling's thematic analysis was used to analyze the data. Based on the in-depth interviews conducted, the findings were categorized into three overall themes: 1) qualitative disclosure tone, consisting of 2 dimensions, 4 components, and 8 indicators; 2) risk sources, consisting of 4 dimensions, 35 components, and 69 indicators; 3) corporate governance, consisting of 3 dimensions, 6 components, and 12 indicators. The present study's recommended pattern, consisting of 89 indicators, is the first coherent framework for investors' risk sentiment based on annual reports. The study is a new step in expanding the literature in the field and an invaluable guide for other researchers for future investigations.

**Keywords:** risk sentiment, annual reports, phenomenology, thematic analysis

