



بررسی ارتباط بین کیفیت حاکمیت شرکتی درونی و بیرونی و احساس ریسک گزارش‌های سالانه با استفاده از مدل‌های ایستا و پویا

اکرم تفتیان^{۱*}

علی جلالی^۲

تاریخ پذیرش: ۱۳/۰۳/۱۴۰۲

تاریخ دریافت: ۲۴/۱۰/۱۴۰۱

چکیده

احساسات سرمایه‌گذار به باورهای ذهنی سرمایه‌گذاران در مورد جریان‌های نقدی و ریسک‌های سرمایه‌گذاری مربوط می‌شود. این نوع احساسات تأثیر ثابتی بر قیمت سهام دارد. عوامل مالکیت و حاکمیت ممکن است نقش حیاتی در گزارش ریسک شرکت‌ها ایفا کنند زیرا گزارش سالانه توسط مدیران برای صاحبان سهام آماده می‌شود. هدف اصلی پژوهش حاضر ارتباط بین کیفیت حاکمیت شرکتی درونی و بیرونی و احساس ریسک گزارش‌های سالانه است. برای این منظور، ۱۳۰ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی سال‌های ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۹ با روش حذف سیستماتیک انتخاب شدند و به‌منظور افزایش درجه اطمینان نسبت به نتایج حاصل از آزمون فرضیات، از روش رگرسیون داده‌های تابلویی ایستا و پویا استفاده شد. برای اندازه‌گیری احساس ریسک از روش فراوانی واژگان بهره گرفته شده است. طبق یافته‌های پژوهش، در دو حالت ایستا و پویا حاکمیت شرکتی ضعیف با احساس ریسک رابطه مثبت و حاکمیت شرکتی قوی با احساس ریسک رابطه منفی دارد. همچنین متغیر شاخص هیرشمن فاقد رابطه با کار احساس ریسک است. وجود حاکمیت شرکتی درونی و بیرونی، سرمایه‌گذاری‌های ناکارا را کاهش داده و باعث می‌شود مدیران تصمیم‌های سرمایه‌گذاری بهینه و کارا اتخاذ کنند.

واژگان کلیدی: احساس ریسک، حاکمیت شرکتی درونی و بیرونی، گزارش‌ها سالانه، مدل‌های ایستا و پویا.

^۱ استادیار، گروه حسابداری، واحد یزد، دانشگاه آزاد اسلامی، یزد، ایران. (نویسنده مسئول) *taftiyan@iauyazd.ac.ir

^۲ دانشجوی دکتری، گروه حسابداری، واحد یزد، دانشگاه آزاد اسلامی، یزد، ایران. ali.jalali.zamani@gmail.com

مقدمه

ذینفعان مفید نیست. (جنسن و مک‌لینگ، ۲۰۱۹). مالکیت نهادی و حاکمیت، انتظارات مربوط به روابط با افشای ریسک در گزارش سالانه را مطرح می‌کنند. علاوه بر این عوامل تعیین‌کننده نهادی و نمایندگی، مقررات در دیگر حوزه‌های قضایی ممکن است سیاست افشای ریسک را تحت تأثیر قرار دهند. (مارشال و ویتمن، ۲۰۰۲). حاکمیت شرکتی درونی می‌تواند به‌عنوان وسیله‌ای برای مدیریت رفتار فرصت‌طلبانه و سودجویانه مدیران عمل کند، در نتیجه تغییرپذیری در جریان نقدی را کاهش داده و متعاقباً خطر نکول را کاهش می‌دهد (سنگوپتا، ۱۹۹۸). مطالعات نشان داده‌اند که حاکمیت شرکتی درونی با کاهش ریسک اطلاعاتی که متعاقباً هزینه بدهی را کاهش می‌دهد، اثر کاهشی بر هزینه بدهی دارد (سنگوپتا، ۱۹۹۸)؛ بنابراین، حاکمیت شرکتی درونی، بستری را برای نظارت کافی بر اقدامات و تصمیمات اتخاذشده توسط مدیریت فراهم می‌کند که در صورت عدم کنترل، می‌تواند ریسک پیش‌فرض را افزایش دهد. آرمسترانگ و همکاران (۲۰۱۰) با این حال، قبلاً چندین مطالعه در ادبیات متمرکز بر تأثیر مکانیسم‌های حاکمیت شرکتی بر افشای عمومی در بازارهای سرمایه توسعه‌یافته وجود دارد (به‌عنوان مثال، آبراهام و کاکس، ۲۰۰۷) و همچنین مطالعات محدودی وجود دارد که به دنبال انجام تحلیلی در رابطه با تأثیر مکانیسم‌های حاکمیت شرکتی بر رویه‌های احساس ریسک در زمینه بازارهای سرمایه در حال ظهور باشند. (لاجیلی (۲۰۰۹) و الزاهار و حسینی (۲۰۱۲) بنابراین، از طریق انجام تجزیه و تحلیل، این مطالعه به دنبال ارائه اطلاعاتی است که با استفاده از شاخص احساس ریسک پیشنهادی، شکاف موجود لازم برای انجام یک مشارکت قابل قبول در ادبیات موجود مربوط به مکانیسم‌های افشا و حاکمیت شرکتی را پر کند؛ زیرا هیچ مطالعه دیگری حاکمیت شرکتی را به‌عنوان عامل تعیین‌کننده احساس ریسک در میان شرکت‌های مالی فهرست شده در زمینه ایران بررسی نکرده است. از طرفی، استفاده از مدل‌های پویا در کنار مدل ایستا می‌تواند منجر به نتایج تحلیلی قوی‌تری شود؛ بنابراین در این پژوهش در کنار روش رگرسیون با مدل حداقل مربعات معمولی (OLS) که در سایر پژوهش‌های

تجزیه و تحلیل احساسات ریسک در امور مالی نشان داده است که احساسات ریسک برای قیمت سهام، عوامل بنیادی شرکت و عملکرد کلی بازار سهام آموزنده هستند. این ادبیات از چندین منبع داده متنی مانند افشای شرکت‌ها، گزارش‌های تحلیل‌گر، مقالات خبری، تماس‌های کنفرانس و رسانه‌های اجتماعی استفاده می‌کند. نظریه مالی کلاسیک (فاما، ۱۹۶۵) بیان می‌کند که قیمت سهام منعکس‌کننده اصول بنیادی است و تحت تأثیر احساسات ریسک سرمایه‌گذار قرار نمی‌گیرد. این نظریه استدلال می‌کند که حتی اگر معامله‌گران غیرمنطقی قیمت‌ها را از مبانی دور کنند، خواسته‌های آن‌ها توسط آربیتراژهای منطقی که قیمت را به ارزش ذاتی خود بازمی‌گردانند، جبران می‌شود. با این حال، مکتب فکری رفتاری استدلال می‌کند که محدودیت‌هایی برای آربیتراژ در بهره‌برداری از برداشت‌های نادرست معامله‌گران غیرمنطقی وجود دارد. (دی لانگ و همکاران، ۱۹۹۰). آربیتراژهای منطقی احتمالاً ریسک‌گریز هستند و تمایل آن‌ها برای اتخاذ موضع در برابر معامله‌گران محدود است. با محدودیت‌های آربیتراژ، احساسات ریسک سرمایه‌گذار نقشی حیاتی در تعیین قیمت‌ها ایفا می‌کند. (دی لانگ و همکاران، ۱۹۹۰) معتقدند که سرمایه‌گذاران کاملاً منطقی نیستند و تقاضای آن‌ها برای دارایی‌های پر ریسک که تحت تأثیر احساسات ریسک است نمی‌تواند به‌طور کامل توسط اخبار اساسی توجیه شود. این دو استدلال حاکی از آن است که احساسات ریسک سرمایه‌گذار به‌طور کامل توسط آربیتراژها مقابله نمی‌شود و در نتیجه بر بازده اوراق بهادار تأثیر می‌گذارد. مکانیسم‌های حاکمیت شرکتی هم بیرونی و هم درونی هستند. مکانیسم‌های بیرونی شامل حسابرس خارجی، نقش تنظیم‌کننده‌ها و نقش رسانه‌ها می‌شود، در حالی که مکانیسم‌های درونی شامل ویژگی‌های هیئت‌مدیره مانند اندازه هیئت‌مدیره، درصد مدیران مستقل، دوگانگی نقش مدیرعامل و مشغله هیئت‌مدیره است (بوشمن و اسمیت، ۲۰۰۳). مطالعات حاکمیت شرکتی بیشتر بر نظریه نمایندگی متکی است که نشان می‌دهد مدیران احتمالاً ریسک‌هایی را می‌پذیرند که برای

انجام‌شده در این حوزه به‌کاررفته است، از روش پیشرفته گشتاورهای تعمیم‌یافته (*GMM*) استفاده‌شده 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 دو رویکرد ایستا و پویا و مقایسه نتایج حاصل از آن، از ویژگی‌های خاص این پژوهش است. در ادامه، ابتدا، مبانی نظری پژوهش بیان و پیشینه مرتبط با آن مرور شده است. سپس، فرضیه‌های پژوهش ارائه و روش مورداستفاده برای آزمون آن‌ها تشریح شده است. در بخش بعد، نتایج برآوردی موردبحث و بررسی قرار گرفته است و در پایان برابر نتیجه‌گیری به‌عمل‌آمده، پیشنهادات ارائه‌شده است.

مبانی نظری و پیشینه پژوهش

شناسایی و مدیریت ریسک در طراحی و اجرای هر استراتژی تجاری بسیار مهم است. از دیدگاه سرمایه‌گذاران، آگاهی از مشخصات احساس ریسک، ریسک‌پذیری و مدیریت ریسک عناصر کلیدی در اتخاذ تصمیمات صحیح سرمایه‌گذاری پرتفوی هستند (نتیم، لیندوپ و توماس، ۲۰۱۳). همان‌طور که مدیریت ریسک شرکتی در سطح جهانی به تکامل خود ادامه می‌دهد تا چندین جنبه از عملیات و فعالیت‌های تجاری را در برگیرد، حاکمیت شرکتی و مدیریت ریسک شرکتی به‌طور فزاینده‌ای درهم‌تنیده می‌شوند و بنابراین اهمیت وابستگی‌های متقابل و تأثیرات متقابل انتخاب حاکمیت شرکتی بر استراتژی‌های مدیریت ریسک کلی و افشاگری‌ها برجسته می‌شود. معامله‌گران از احساسات ریسک برای پایه‌گذاری تصمیمات تجاری خود استفاده می‌کنند. آن‌ها احساسات ریسک خود را شکل نمی‌دهند بلکه احساسات ریسک سرمایه‌گذار را تعقیب می‌کنند. احساسات ریسک سرمایه‌گذار از قیمت سهام ایجاد می‌شود. سولت و استاتمن (۱۹۹۸)؛ نشان دادند که این احساسات ریسک نیست که باعث بازگشت می‌شود، بلکه خود احساس ناشی از بازده است. آن‌ها همچنین شواهدی از علیت دوسویه بین بازده و احساسات یافتند. (مکنولتی و همکاران، ۲۰۱۲) شواهدی یافتند که نشان می‌دهد قدرت پیش‌بینی احساسات ریسک در حالت انبساطی چرخه‌های تجاری بهتر است. اگر بازده باعث ایجاد احساسات ریسک شود و سپس نوسانات نیز بر احساسات

ریسک تأثیر بگذارد. افشای ریسک شرکتی خود بخشی از عملکرد خوب حاکمیت شرکتی است شرکت باید مدیریت ریسک خود را افشا کند تا عملکرد حاکمیت شرکتی را نشان دهد. در عمل، شرکت باید در مورد ریسک‌های شرکت که همراه با اقدامات مدیریت ریسک‌های محاسبه‌شده به وجود می‌آید توضیح دهد. (لاجیلی، ۲۰۰۹). بر اساس نظریه نمایندگی، شرکت‌هایی با حاکمیت شرکتی قوی احتمالاً عملکرد مالی بهتری در یک محیط نامطمئن خواهند داشت، زیرا هزینه‌های نمایندگی کمتر و سیستم‌های نظارت مؤثرتر است (جنسن و مک‌لینگ، ۲۰۱۹). بر اساس نظریه نمایندگی، هیئت‌مدیره بزرگ‌تر، تخصص‌های مختلف تجاری را ترکیب می‌کند که نقش نظارتی مؤثرتری را ارائه می‌دهد، بنابراین اطلاعات ریسک بیشتری را در گزارش سالانه شرکت افشا می‌کند. (اشباگ و همکاران، ۲۰۰۶). اندازه بزرگ هیئت‌مدیره در نقش کنترلی آن مؤثرتر است تا بتواند افشای ریسک شرکت را افزایش دهد (الزهار و حسینی، ۲۰۱۲). نظریه نمایندگی پیشنهاد می‌کند که مکانیسم‌های حاکمیت شرکتی، مانند مدیران خارجی، نقش مهمی در همسویی منافع مدیران و مالکان دارند. این به این دلیل است که شرکت‌هایی با حاکمیت شرکتی قوی بهتر می‌توانند مدیریت را نظارت کنند و از رفتار منفعت‌شخصی مدیریتی جلوگیری کنند که عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیریت و مالکان را کاهش می‌دهد؛ بنابراین، مکانیسم‌های حاکمیتی که رفتار منفعت‌شخصی را کاهش می‌دهد، شفافیت افشای ریسک را بهبود می‌بخشد و متعاقباً عدم تقارن اطلاعاتی را در شرکت‌ها کاهش می‌دهد (جنسن و مک‌لینگ، ۲۰۱۹).

پیشینه تجربی پژوهش

وانگ و همکاران (۲۰۲۳) به بررسی تأثیر ریسک‌پذیری بر ارزش شرکت از دیدگاه حاکمیت شرکتی بیرونی و درونی با در نظر گرفتن تغییرات اب و هوایی پرداخته‌اند. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که سطح ریسک‌پذیری در دماهای شدید اب و هوا افزایش می‌یابد اما ارزش شرکت را افزایش نمی‌دهد. تجزیه و تحلیل بیشتر نشان داد که زمانی که ریسک‌پذیری موجود کمتر از سطح بهینه باشد، دمای شدید ریسک‌پذیری شرکت‌ها را افزایش می‌دهد که سپس

مکانیسم‌های حاکمیت شرکتی را بر افشای ریسک در مالزی بررسی کنند. آن‌ها از چند حداقل مربع معمولی برای آزمایش رابطه بین ویژگی‌های حاکمیت شرکتی و افشای ریسک استفاده کرده‌اند. آن‌ها دریافتند که مدیران غیرموظف در افشای ریسک نقشی ندارند. باین‌حال، تحصیلات مدیران ارتباط مثبتی با افشای ریسک داشت.

لاجیلی (۲۰۰۹) در پژوهشی تحت عنوان «افشای ریسک شرکتی و حاکمیت شرکتی» به بررسی روابط بین مکانیسم‌های حاکمیت شرکتی و رفتار افشای ریسک پرداخته‌اند. یافته‌های پژوهش نشان داد که شرکت‌های دولتی کانادایی اگر از نظر اندازه بزرگ‌تر باشند و هیئت‌مدیره‌شان اعضای مستقل بیشتری داشته باشند، احتمال بیشتری دارد که اطلاعات مدیریت ریسک را بیش از افشای اجباری ریسک افشا کنند.

جعفری و همکاران (۱۴۰۲) به بررسی نقش سازه‌های فرهنگ حاکمیت شرکتی و حقوق سرمایه‌گذاران در سلامت شرکت‌ها پرداخته‌اند. در این پژوهش به پیش‌بینی روابط علی میان (سازه‌های فرهنگ حاکمیت شرکتی) و سلامت شرکت‌ها پرداخته شده است. نتایج نشان داد که از میان سازه‌های فرهنگ حاکمیت شرکتی اثربخشی کنترل‌های داخلی، هیئت‌مدیره، کمیته جبران خدمات و افشاء و شفافیت بر سلامت شرکت تأثیر معنی‌داری دارند. از این‌رو، وجود کمیته حسابرسی، وجود کمیته مدیریت ریسک و حمایت از حقوق سهامداران تأثیر معنی‌داری بر سلامت شرکت‌ها ندارند. از این‌رو، اثربخشی کنترل‌های داخلی، هیئت‌مدیره، کمیته جبران خدمات و افشاء و شفافیت می‌تواند سلامت شرکت‌ها را افزایش دهد.

تفتیان و همکاران (۱۴۰۱) در پژوهشی به بررسی اثر آیین‌نامه گزارش تفسیری مدیریت بر رابطه احساس ریسک در گزارش‌های سالانه و ارزش بازار شرکت با استفاده از سیستم معادلات همزمان پرداخته‌اند. پس از مشاهده و آزمون اطلاعات ۱۶۹۰ سال- شرکت نتایج برآورد بیانگر وجود رابطه دوطرفه بین احساس ریسک گزارش‌های سالانه و نسبت کیوتوبین در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران بوده است. همچنین نتایج پژوهش نشان داد که رابطه بین احساس ریسک گزارش‌های سالانه

ارزش بازار را افزایش می‌دهد. در غیر این صورت، دمای شدید ریسک‌پذیری را کاهش می‌دهد و تأثیر منفی بر ارزش شرکت دارد. آزمون مکانیسم نشان داد که نظارت بیرونی توسط فعالان بازار، واکنش منفی بازار به افزایش ریسک‌پذیری در دمای شدید را تشدید می‌کند و ارزش شرکت را کاهش می‌دهد، درحالی‌که حکمرانی درونی خوب شرکت‌ها، ارزش بازار آن‌ها را افزایش می‌دهد.

اسن و همکاران (۲۰۲۲) در پژوهشی تحت عنوان «پاسخ ارزش ثابت به حاکمیت شرکتی درونی و بیرونی در بازار سهام نیجریه» باهدف تعیین پاسخ ارزش شرکت به حاکمیت شرکتی درونی و بیرونی انجام شده است. متغیرهای مورد استفاده عبارت‌اند از ارزش شرکت که توسط کیوتوبین و شاخص حاکمیت شرکتی درونی متشکل از استقلال هیئت‌مدیره، جلسه هیئت‌مدیره، اندازه هیئت‌مدیره و تحصیلات هیئت‌مدیره تشکیل شده است؛ و سپس شاخص حاکمیت شرکتی بیرونی با افشای شرکت‌ها، نوع حسابرسی، به‌موقع بودن گزارش و کد حاکمیت شرکتی نشان داده شده است. یافته‌های به‌دست‌آمده از تحلیل نشان داد که حاکمیت شرکتی درونی تأثیر مثبت و معناداری بر ارزش‌گذاری شرکت و حاکمیت شرکتی بیرونی تأثیر منفی و ناچیز بر ارزش‌گذاری شرکت دارد.

کالینز و همکاران (۲۰۱۴) در پژوهشی تحت عنوان «حاکمیت شرکتی و گزارش ریسک در آفریقای جنوبی: مطالعه افشای ریسک شرکت در دوره قبل و بعد از بحران مالی جهانی ۲۰۰۷-۲۰۰۸» ارتباط بین مکانیسم‌های حاکمیت شرکتی و سطح افشای ریسک را در آفریقای جنوبی بررسی کرده‌اند. آن‌ها گزارش داده‌اند که اندازه هیئت‌مدیره و مدیران غیرموظف مستقل به‌طور مثبت با سطح افشای ریسک مرتبط هستند. باین‌حال، یافته‌های پژوهش نشان داد که دوگانگی نقش ارتباطی با میزان افشای ریسک ندارد.

اسماعیل و رحمان (۲۰۱۱) در پژوهشی تحت عنوان «نقش نظارتی سرمایه‌گذاران نهادی و هیئت‌مدیره در سطح افشای مدیریت ریسک در مالزی» تلاش کرده‌اند تأثیر

و نسبت قیمت به سود و نسبت ارزش بازار حقوق صاحبان سهام نسبت به تأثیرگذاری گزارش تفسیری مدیریت تفاوت معناداری دارد.

خوش خلق و وکیلی فرد (۱۴۰۰) در پژوهشی به بررسی اثر ابعاد سیاسی و اخلاقی رفتارهای مدیریت بر سطح افشای ریسک در گزارشگری مالی سالانه در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته‌اند.

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.

نادی قمی و همکاران (۱۳۹۹) در پژوهشی به بررسی تأثیر قدرت سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر ریسک سیستمی نهادهای مالی پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته‌اند.

یافته‌های پژوهش نشان داد که قدرت سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر ریسک سیستمی نهادهای مالی پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیری ندارد. همچنین سطح معناداری متغیرهای کنترلی اندازه و نسبت سرمایه، حاکی از آن است که نهادهای مالی بزرگ‌تر (با دارایی بیشتر) و نسبت سرمایه افزون‌تر، سهم بیشتری در ریسک سیستمی دارند.

دریائی و همکاران (۱۳۹۹) در پژوهشی به بررسی اینکه آیا سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر ریسک نامطلوب سود مؤثر هستند یا خیر پرداخته‌اند.

یافته‌های پژوهش نشان داد که حاکمیت شرکتی خوب با به دلیل‌های سهامداران نهادی و مدیران غیرموظف، منجر به کاهش ریسک نامطلوب سود می‌شود.

مرفوع و همکاران (۱۳۹۴) در پژوهشی به بررسی رابطه‌ی بین سازوکارهای حاکمیت شرکتی و افشا ریسک غیرمالی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته‌اند.

یافته‌های پژوهش نشان داد که بین سازوکارهای حاکمیت شرکتی و کیفیت موسسه حسابرسی، استقلال اعضای هیئت‌مدیره، اندازه هیئت‌مدیره

و تقسیم سود ظرف مهلت مقرر قانونی در سطح اطمینان ۹۵٪ رابطه‌ی معنادار و مثبتی وجود ندارد. ولیکن بین سازوکارهای حاکمیت شرکتی و مالکیت نهادی در سطح اطمینان ۹۵٪ رابطه معنادار و مثبتی وجود دارد.

بر اساس مبانی نظری و پیشینه پژوهش‌های انجام‌شده، فرضیه‌های پژوهش به شرح زیر مطرح و آزمون شده‌اند.

فرضیه اصلی اول: بین کیفیت حاکمیت شرکتی درونی و احساس ریسک در گزارش‌های سالانه رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه ۱-۱: بین کیفیت حاکمیت شرکتی ضعیف و احساس ریسک رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه ۱-۲: بین کیفیت حاکمیت شرکتی قوی و احساس ریسک رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه اصلی دوم: بین کیفیت حاکمیت شرکتی بیرونی و احساس ریسک در گزارش‌های سالانه رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه ۲-۱: بین شاخص هرفیندال هیرشمن و احساس ریسک رابطه معناداری وجود دارد.

روش‌شناسی پژوهش پژوهش حاضر از نظر نتیجه اجرای آن، یک پژوهش کاربردی، از دیدگاه فرایند اجرا، کمی، از نظر منطق اجرا، قیاسی-استقرایی، از دیدگاه هدف اجرا، تحلیلی توصیفی و از نظر بعد زمانی یک پژوهش طولی-گذشته‌نگر 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 استفاده‌شده است. برای بررسی احساس ریسک در گزارش فعالیت هیئت‌مدیره و یادداشت‌های همراه صورت‌های مالی از روش تحلیل محتوا استفاده شد.

به‌منظور آزمون فرضیه‌های پژوهش از دورویکرد مدل ایستا و پویا جهت برآورد مدل‌های مرتبط با فرضیه‌ها بهره گرفته‌شده 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 روش گشتاورهای تعمیم‌یافته (GMM) استفاده می‌نماید. این روش چند

رفع هم خطی در مدل، حذف متغیرهای ثابت در طی زمان و افزایش بعد زمانی متغیرها است (خلیلی و همکاران، ۱۳۹۶).

جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری این پژوهش شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. نمونه آماری به روش حذف سیستماتیک انتخاب می‌شود. شرایط زیر برای تعیین نمونه آماری در نظر گرفته شد که در نهایت ۱۳۰ شرکت به عنوان نمونه آماری پژوهش انتخاب شدند.

ویژگی خاص داشته که باعث پویایی مدل می‌شود؛ این ویژگی‌ها استفاده از گشتاور در محاسبات و بررسی اثرات گذشته متغیر مستقل بر دوره جاری متغیر وابسته است. همچنین اثر وقفه متغیر وابسته در مدل باعث حذف اثر تاریخی متغیر وابسته بر روی خودش می‌شود (کفاش پور و همکاران، ۱۳۹۸؛ مرادی و همکاران، ۱۳۹۶). از این رو آرلانو و باند^۱ (۱۹۹۱)، این روش را برای مدل‌های پویای پانلی پیشنهاد دادند که کارتر از تخمین زنده‌های قبلی بوده و نسبت به سایر روش‌ها، دارای مزیت‌هایی از جمله حل مشکل درون‌زا بودن توسط متغیرهای رگرسیون، کاهش یا

جدول (۱) فرآیند غربال‌گری شرکت‌های نمونه در بازه‌ی ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۹

تعداد	تعداد	شرح
۳۷۷		کل شرکت‌های موجود در بانک اطلاعاتی تا پایان سال ۱۳۹۹
	(۱۹)	شرکت‌هایی از نوع بیمه‌ای و بانکی
	(۴۸)	شرکت‌هایی از نوع لیزینگ و هلدینگ
	(۵۶)	شرکت‌هایی از نوع تأمین‌کننده مالی و سرمایه‌گذاری
	(۶۹)	شرکت‌هایی که اطلاعات آن‌ها برای به دست آوردن برخی متغیرهای پژوهش کافی نبوده است
	(۵۵)	شرکت‌هایی که سال مالی آن‌ها به ۲۹ اسفند ختم نمی‌شود و یا تغییر سال مالی داده‌اند.
۱۳۰		کل نمونه آماری قابل آزمون در نظر گرفتن پیش‌فرض‌ها

مدل پژوهش

است که نیاز به اطلاعات دقیق توزیع جملات اخلاص ندارد. این روش که در داده‌های تلفیقی پویا به کار گرفته می‌شود، مبتنی بر این فرض است که جملات اخلاص در معاملات با مجموعه متغیرهای ابزاری غیرهمبسته‌اند (دادار و جعفری، ۱۳۹۹). فرضیه‌های پژوهش در قالب ۶ مدل اصلی به شرح جدول ۲ آزمون شده‌اند.

چنانچه مدل رگرسیون مورد تحلیل دربرگیرنده یک یا چند عنصر با وقفه از متغیر وابسته به عنوان متغیر توضیحی باشد، این مدل را مدل خود رگرسیونی یا مدل دینامیک (پویا) می‌نامند. روش *GMM* تخمین زنده قدرتمندی

جدول (۲) مدل‌های پژوهش

مدل	فرضیه	رویکرد
$RS_{it} = \beta_0 + \beta_1 WGOV_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 LEVE_{it} + \beta_4 LASSET_{it} + \beta_5 ROA_{it} + \beta_6 Z-SCORE_{it} + \beta_7 BTM_{it} + \beta_8 LQ_{it} + Year\ Fixed\ Effect + Industry\ Fixed\ Effect + \varepsilon$	۱-۱	ایستا
$RS_{it} = \beta_0 + \beta_1 RS_{it-1} + \beta_2 WGOV_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 LEVE_{it} + \beta_5 LASSET_{it} + \beta_6 ROA_{it} + \beta_7 Z-SCORE_{it} + \beta_8 BTM_{it} + \beta_8 LQ_{it} + Year\ Fixed\ Effect + Industry\ Fixed\ Effect + \varepsilon$		پویا
$RS = \beta_0 + \beta_1 SGOV_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 LEVE_{it} + \beta_4 LASSET_{it} + \beta_5 ROA_{it} + \beta_6 Z-SCORE_{it} + \beta_7 BTM_{it} + \beta_8 LQ_{it} + Year\ Fixed\ Effect + Industry\ Fixed\ Effect + \varepsilon$	۲-۱	ایستا

$RS_{it} = \beta_0 + \beta_1 RS_{it-1} + \beta_2 SGOV_{it} + \beta_3 SIZE_{i,t} + \beta_4 LEVE_{i,t} + \beta_5 LASSET_{i,t} + \beta_6 ROA_{i,t} + \beta_7 Z\text{-SCORE}_{i,t} + \beta_8 BTM_{i,t} + \beta_8 LQ_{i,t} + \text{Year Fixed Effect} + \text{Industry Fixed Effect} + \varepsilon$	پویا	
$RS_{it} = \beta_0 + \beta_1 HHI + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 LEVE_{i,t} + \beta_4 LASSET_{i,t} + \beta_5 ROA_{i,t} + \beta_6 Z\text{-SCORE}_{i,t} + \beta_7 BTM_{i,t} + \beta_8 LQ_{i,t} + \text{Year Fixed Effect} + \text{Industry Fixed Effect} + \varepsilon$	ایستا	فرعی ۱-۲
$RS_{it} = \beta_0 + \beta_1 RS_{it-1} + \beta_2 HHI + \beta_3 SIZE_{i,t} + \beta_4 LEVE_{i,t} + \beta_5 LASSET_{i,t} + \beta_6 ROA_{i,t} + \beta_7 Z\text{-SCORE}_{i,t} + \beta_8 BTM_{i,t} + \beta_8 LQ_{i,t} + \text{Year Fixed Effect} + \text{Industry Fixed Effect} + \varepsilon$	پویا	

متغیرهای پژوهش و نحوه اندازه‌گیری آن‌ها

احساس ریسک (RS): در این پژوهش احساس ریسک از دیدگاه سرمایه‌گذاران با استفاده از تحلیل محتوا اندازه‌گیری شده است. این رویکرد شامل کدگذاری کلمات در برابر یک طرح‌واره خاص موردعلاقه است بومن (۱۹۸۴). کریپندورف (۲۰۱۸) تجزیه و تحلیل محتوا را به‌عنوان یک تکنیک پژوهش‌های برای استنتاج قابل تکرار و معتبر از داده‌ها ارائه می‌کند. علاوه بر این، بومن (۱۹۸۴) تأیید می‌کند که تجزیه و تحلیل محتوای گزارش‌های سالانه می‌تواند برای درک برخی از مسائل استراتژی شرکت مفید واقع شود و می‌تواند به‌عنوان منبع اولیه یا تکمیلی اطلاعات عمل کند. چندین مطالعه از تحلیل محتوا برای بررسی سطح افشای ریسک گزارش‌های سالانه استفاده کردند، آبراهام و کاکس (۲۰۰۷) فهرستی از کلمات کلیدی را گردآوری کردند و ریسک را در سه زمینه ریسک به‌عنوان تغییر، ریسک به‌عنوان عدم اطمینان و ریسک به‌عنوان فرصت. جمع‌آوری کردند، برای ریسک به‌عنوان تغییر، آن‌ها از «تغییر، نوسان و دامنه» استفاده کرده‌اند، برای ریسک به‌عنوان عدم اطمینان، آن‌ها از «عدم قطعیت، غیرمنتظره، احتمال، غافلگیری و شوک» استفاده کرده‌اند اما برای ریسک به‌عنوان فرصت از «فرصت، چشم‌انداز، پتانسیل، مثبت و مزیت» استفاده کرده‌اند. لوگران و مک‌دونالد (۲۰۱۳) شش فهرست کلمه شامل فهرست کلمات منفی، کلمات مثبت، کلمات عدم اطمینان، کلمات دعوی، کلمات سیستماتیک و کلمات مالی ایجاد کرده‌اند. علاوه بر این، پژوهشگران متن را برای بسامدهای ساده فهرست‌های کلمات مختلف بررسی کرده‌اند. برای به دست آوردن اندازه‌ای از لحن سند، آن‌ها از فهرست کلمات لوگران و مک‌دونالد (۲۰۱۳) استفاده

کرده‌اند تا کلمات را به دسته‌های مالی، منفی، مثبت، قانونی و سیستماتیک طبقه‌بندی کنند. تمام مراحل ذکرشده در بالا در این پژوهش حاضر اتخاذ شده است. به‌منظور اندازه‌گیری احساسات ریسک، فهرست‌های واژه‌ای در نظر گرفته شده است که توسط مسکوا و حجک (۲۰۲۰)، لی (۲۰۰۶) و آبراهام و کاکس (۲۰۰۷) استفاده شده‌اند که می‌تواند ریسک را توضیح دهد؛ بنابراین، در پژوهش حاضر ۱۰ لیست کلمه‌های ریسک مثبت، منفی، عدم قطعیت، فرصت، مالی، سیستماتیک، تغییر، دعاوی حقوقی، مالیات و حقوقی و نظارت دسته‌بندی شده است. در این مرحله، کلمات در هستی‌شناسی (*WordNet*) جستجو کردیم تا مترادف آن‌ها را نیز در برگیرد. درنهایت، از سه متخصص در حوزه ریسک مالی خواسته شده است تا فهرست کلمات را بررسی کرده و هر کلمه را با برچسب‌های مثبت، منفی، عدم قطعیت، فرصت، مالی، سیستماتیک، تغییر، دعاوی حقوقی، مالیات و حقوقی و نظارت نسبت دهند. تحلیل محتوا ناگزیر ذهنی است و بنابراین روش کدگذاری باید برای نتیجه‌گیری معتبر قابل‌اعتماد باشد (لینزلی و شرایوز، ۲۰۰۵). برای دستیابی به قابلیت اطمینان، نمونه‌ای از ۳۰ گزارش سالانه به‌طور تصادفی انتخاب شده و سپس تمام کلمات استفاده شده در این گزارش‌ها انتخاب شده‌اند. پس‌از آن، تمام کلمات غیر ریسک حذف شده‌اند. در پژوهش لیست لغات تهیه شده را با فهرست‌های کلمه‌ای که توسط سایر متون فوق‌الذکر استفاده می‌شود مقایسه شده‌اند و با ادغام همه این مشارکت‌ها فرهنگ لغات نهایی تشکیل شده است؛ بنابراین، کلمات پایانی شامل ۳۶۳ واژه ریسک مثبت، ۱۷۶ واژه ریسک منفی، ۵۰ واژه ریسک فرصت، ۵۱ واژه

ریسک عدم قطعیت، ۵۰ واژه ریسک مالی، ۵۰ واژه ریسک تغییر، ۵۰ واژه ریسک دعاوی قانونی، ۳۴ واژه ریسک سیستماتیک، ۲۰ واژه ریسک مالیاتی و ۵۰ واژه ریسک حقوقی و نظارتی است. در پژوهش حاضر از نرم‌افزار مکس کیودا برای جمع‌آوری فراوانی لیست کلمات استفاده شده است.

گام اول: تهیه مجموعه لغات تخصصی واژگان

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

گام دوم: محاسبه تعداد کلمات مثبت و منفی و عدم قطعیت، فرصت، مالی، سیستماتیک، تغییر، دعاوی حقوقی، مالیات و حقوقی و نظارت هر گزارش

برای مشخص کردن تعداد کلمات ریسک هر گزارش، ابتدا فهرست کلمات که در آن به کلمات مختلف برچسب داده شده است به نرم‌افزار مکس کیودا معرفی گردیده است تا آنکه این نرم‌افزار اطلاعات لازم را برای محاسبه تعداد کل کلمات هر گزارش و احساس ریسک را ازجمله

تعداد فراوانی هر کلمه مثبت، منفی، عدم قطعیت، فرصت، مالی، سیستماتیک، تغییر، دعاوی حقوقی، مالیات و حقوقی و نظارت محاسبه کرده است و با استفاده از قابلیت‌های این نرم‌افزار، مجموعه لغاتی از تمام کلمات متن‌های موردبررسی تهیه گردیده است.

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

بعد از مشخص کردن تعداد کلمات مثبت و منفی و عدم قطعیت، فرصت، مالی، سیستماتیک، تغییر، دعاوی حقوقی، مالیات و حقوقی و نظارت هر گزارش، احساس ریسک به شیوه زیر محاسبه می‌گردد:

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

حاکمیت شرکتی درونی و حاکمیت شرکتی بیرونی (*SGOV, WGOV*): در این پژوهش برای سنجش کیفیت حاکمیت شرکتی درونی، از شاخص چندبعدی و ترکیبی حساس یگانه و سلیمی (۱۳۹۰) استفاده شده است. ایشان با بررسی اجزای مدل‌های کیفیت سازوکارهای حاکمیت شرکتی در مؤسسه‌های رتبه‌بندی بین‌المللی و در سطح کشورهای مختلف، چهار بعد اثرهای مالکیت، شفافیت، حقوق سهامداران و اثربخشی هیئت‌مدیره را که در اغلب آن‌ها مشترک است، ابعاد مدل در نظر گرفتند. هر یک از این ابعاد سه یا چهار مؤلفه و هر یک از مؤلفه‌ها شامل چندین شاخص (در مجموع ۹۳ شاخص) است. در نهایت شرکت‌هایی که مقدار شاخص *CGO* آن‌ها بیشتر از میانه کل مشاهدات است، به‌عنوان شرکت‌هایی با حاکمیت شرکتی قوی و شرکت‌هایی که شاخص *CGO* آن‌ها کمتر از میانه است، به‌عنوان شرکت‌های با حاکمیت شرکتی ضعیف طبقه‌بندی شدند. در این پژوهش متغیرهای کنترلی اندازه شرکت (بر اساس لگاریتم طبیعی کل دارایی‌های شرکت)، اهرم مالی (از نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام)، ضریب آلتمن (امتیاز به‌دست‌آمده حاصل از مدل زد آلتمن)، نقدینگی (از تقسیم مجموع وجوه نقد و سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت بر دارایی‌های شرکت)، سودآوری (از تقسیم سود خالص بر جمع کل دارایی شرکت نمونه)، گزارش جمع دارایی‌ها (از محاسبه جمع دارایی‌های شرکت) و ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام

بر ارزش بازار حقوق صاحبان سهام (از تقسیم ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام بر ارزش بازار حقوق صاحبان سهام) به دست آمده است.

یافته‌های پژوهش

نتایج آمار توصیفی و آزمون ایستایی لوبن، لین و چوی 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 از دیگر شاخص‌های مرکزی می‌باشد که وضعیت جامعه را نشان می‌دهد. همان‌طور که 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 از مهم‌ترین پارامترهای پراکندگی، انحراف معیار است. در بین متغیرها احساس ریسک دارای کمترین و متغیر گزارش کل دارایی‌ها بیشترین میزان پراکندگی را دارا می‌باشند؛ که نشان می‌دهد این دو متغیر به ترتیب کمترین و بیشترین میزان تغییرات را دارا می‌باشند. در این تحقیق برای بررسی مانایی متغیرها برای داده‌های ترکیبی، از آزمون لوبن-لین چوی استفاده شده است. 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 مانا هستند. خلاصه نتایج این آزمون در جدول ۳ ارائه شده است (مانایی متغیرهای مجازی بررسی نمی‌شود). با توجه به جدول ۳ مقدار سطح معنی‌داری آزمون لوبن-لین چوی برای همه متغیرها کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد، در نتیجه فرض صفر رد می‌شود و متغیرها ایستا (مانا) هستند.

جدول (۳) نتایج آمار توصیفی و آزمون ایستایی لوبن، لین و چوی

نام متغیر	میانگین	میانه	انحراف معیار	آماره	احتمال
احساس ریسک (<i>RS</i>)	۰/۰۸۱	۰/۰۷۷	۰/۰۴۶	-۲۷/۷۰	۰/۰۰
اندازه شرکت (<i>SIZE</i>)	۱۴/۳۹۰	۱۳/۹۹۲	۲/۱۷۵	-۳۹,۷۵	۰/۰۰
اهرم مالی (<i>LEVE</i>)	۰/۵۷۴	۰/۵۸۲	۰/۲۱۷	-۶,۰۴	۰/۰۰
سودآوری (<i>ROA</i>)	۰/۱۰۲	۰/۰۸۸	۰/۱۳۴	-۲۱,۱۷	۰/۰۰
ضریب آلتمن (<i>Z-SCORE</i>)	۳/۲۴۶	۳/۰۴۳	۲/۲۴۴	-۱۲,۳۴	۰/۰۰
ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام بر ارزش بازار حقوق صاحبان سهام (<i>BTM</i>)	۰/۶۲۹	۰/۵۰۷	۰/۵۵۴	-۶۳,۶۴	۰/۰۰
نقدینگی (<i>LQ</i>)	۰/۰۷۵	۰/۰۳۶	۰/۱۱۷	-۹,۳۷	۰/۰۰

نتایج آزمون فرضیه‌ها

برای بررسی رویکرد ایستا از رگرسیون کلاسیک اثرات ثابت یا تصادفی استفاده می‌شود. در این رویکرد، پیش از تخمین مدل نیاز است از آزمون‌هایی در جهت تشخیص نوع رگرسیون استفاده شود. این آزمون‌ها شامل *F* لیمر، هاسمن و آزمون ناهمسانی واریانس (*LR*) می‌باشد. همچنین برای بررسی معنی‌داری و اعتبار برآوردگر *GMM* از آزمون سارگان و هانسن آماره (*J-statistic*) و عدم وجود خودهمبستگی مرتبه دوم (*AR2*) در پسماندها (آزمون آرانو و باند (آماره *M*) استفاده می‌شود؛

اگر جزء اخلاص دارای همبستگی پیاپی مرتبه‌ی اول بوده و همبستگی پیاپی مرتبه دوم نداشته باشد، روش *GMM* از اعتبار لازم برخوردار است (کفاش پور، تفتیان و معین‌الدین، ۱۳۹۸).

آزمون *F* لیمر و هاسمن همچنین نتایج آزمون *F* لیمر نشان می‌دهد مقدار سطح معنی‌داری برای سه فرضیه برابر صفر و کمتر از ۰/۰۵ می‌باشند، در نتیجه روش داده‌های تابلویی پذیرفته می‌شود. با توجه به پذیرفته شدن روش داده‌های تابلویی، سپس باید آزمون هاسمن را جهت انتخاب بین روش

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 ۱-۱- بین کیفیت حاکمیت شرکتی ضعیف و احساس ریسک در گزارش‌های سالانه رابطه معناداری وجود دارد. مطابق با جدول (۴)، در رویکرد ایستا، با توجه به مقدار آماره t برای متغیر حاکمیت شرکتی ضعیف، افزایش این متغیر باعث افزایش احساس ریسک خواهد شد. اهرم مالی، سودآوری و گزارش جمع‌داری‌ها رابطه مستقیم با احساس ریسک داشته و اندازه شرکت، نقدینگی، زد آلتمن و ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام بر ارزش بازار حقوق صاحبان سهام با احساس ریسک رابطه معکوس دارد. در رویکرد پویا نیز مقدار سطح معنی‌داری آماره t برای متغیر حاکمیت شرکتی قوی کمتر از سطح خطای ۰/۰۵ است، لذا فرض صفر (فرض عدم تأثیر نسبت سود تقسیمی بر احساس ریسک) رد می‌شود و در نتیجه حاکمیت شرکتی ضعیف بر احساس ریسک تأثیر معناداری دارد. در نتیجه فرضیه ۱-۱- پذیرفته می‌شود. همچنین با توجه به ضریب متغیر حاکمیت شرکتی ضعیف که مثبت می‌باشد، نتیجه می‌شود با افزایش حاکمیت شرکتی ضعیف، احساس ریسک افزایش می‌یابد. همچنین ضریب متغیر حاکمیت شرکتی ضعیف در روش OLS (۰/۰۰۵) بوده که نسبت به روش GMM (۰/۰۴۰) کمتر است؛ بنابراین نتایج رویکرد پویا در بررسی متغیرهای مؤثر بر متغیر احساس ریسک بهتر است.

اثرات تصادفی یا ثابت بکار برد. با توجه به مقدار سطح معنی‌داری آزمون هاسمن که برابر ۰/۰۰ و کمتر از ۰/۰۵ است، در نتیجه روش اثرات ثابت برای هر سه فرضیه پذیرفته می‌شود.

آزمون همسانی واریانس باقیمانده‌ها در مدل OLS برای بررسی فرضیات در مدل OLS از آزمون نسبت درست‌نمایی (LR) استفاده می‌شود. فرض صفر در این آزمون همسانی واریانس باقیمانده‌ها می‌باشد که اگر مقدار سطح معنی‌داری بیشتر از ۰/۰۵ باشد فرض صفر پذیرفته می‌شود. با توجه به جداول زیر و مقدار سطح معنی‌داری که برابر ۰/۰۰ می‌باشد و از سطح معنی‌داری ۰/۰۵ کمتر است، فرض صفر (وجود همسانی واریانس) رد می‌شود که نشان می‌دهد مشکل ناهمسانی واریانس باقیمانده‌ها وجود دارد. در نتیجه برای برطرف شدن این مشکل از رگرسیون حداقل مربعات تعمیم‌یافته استفاده شده است.

آزمون اعتبار ابزارها و همبستگی سریالی جملات خطا در مدل GMM از آزمون J هانسن جهت اعتبار ابزارها استفاده می‌شود. فرضیه صفر برای این آزمون این است که ابزارها معتبر هستند. همان‌طور که در جداول زیر مشاهده می‌شود مقدار سطح معنی‌داری آزمون J برای فرضیه اول برابر ۰/۲۵، برای فرضیه دوم برابر ۰/۲۶ و برای فرضیه سوم برابر ۰/۲۴ می‌باشد و بیشتر از سطح خطای ۰/۰۵ است، در نتیجه فرض صفر آزمون (معتبر بودن ابزارها) پذیرفته می‌شود و می‌توان گفت که متغیرهای ابزاری استفاده‌شده در این مدل مناسب هستند. همچنین نتایج دو آزمون همبستگی سریالی مرتبه اول و دوم نشان می‌دهد مقدار

جدول (۴) نتایج فرضیه اصلی ۱

روش GMM		روش OLS	
سطح معناداری	آماره t	خطای استاندارد	ضریب متغیر
۰/۰۰۰	-۲۷/۰۹۵	۰/۰۸۴	-۲/۲۸۹
۰/۰۴۶	۱/۹۹۴	۰/۰۲۰	۰/۰۴۰

روش GMM		روش OLS	
سطح معناداری	آماره t	خطای استاندارد	ضریب متغیر
۰/۰۰۰	-۵۸/۸۲۷	۰/۰۴۳	-۲/۵۴۰
۰/۰۴۵	۱/۹۹۶	۰/۰۰۲	۰/۰۰۵

۰/۰۳۵	2/۱۰۶	۰/۰۰۰۲	۰/۰۰۰۴	۰/۰۱۰	۲/۵۹۵	۰/۰۰۰۲	۰/۰۰۱	<i>LASSET</i>
۰/۱۳۲	۱/۵۰۸	۰/۰۳۸	۰/۰۵۷	۰/۴۸۷	۰/۹۶۹	۰/۰۳۹	۰/۰۲۷	<i>ROA</i>
۰/۵۹۹	۰/۵۲۷	۰/۰۰۲	۰/۰۰۱	۰/۷۵۶	-۰/۳۱۰	۰/۰۰۲	-۰/۰۰۱	<i>Z-SCORE</i>
۰/۰۰۶	-۲/۷۴۳	۰/۰۰۶	-۰/۰۱۷	۰/۰۳۴	-۲/۱۲۶	۰/۰۰۷	-۰/۰۱۵	<i>BTM</i>
۰/۰۰۰	-۳/۶۷۷	۰/۰۴۳	-۰/۱۵۷	۰/۰۰۸	-۲/۶۶۱	۰/۰۴۴	-۰/۱۱۶	<i>LQ</i>
۰/۰۰۱	۳/۳۷۱	۰/۰۲۸	۰/۰۹۵	-	-	-	-	<i>RS_{it-1}</i>
نتیجه	معناداری	آماره	آزمون	نتیجه	معناداری	آماره	آزمون	تشخیص
اعتبار ابزارها	۰/۲۶	۷/۰۱	آماره J	روش تابلویی	۰/۰۰	۳/۵۴	چاو	
				اثرات ثابت	۰/۰۰	۲۰/۵۰	هاسمن	
همبستگی سریالی در جملات خطا	۰/۰۰	-۱۲/۷۲	<i>AR(1)</i>	ناهمسانی واریانس	۰/۰۰	۸۷۶/۵۷	آزمون LR	
وجود ندارد	۰/۱۴	-۱/۴۶	<i>AR(2)</i>	تأیید کلی مدل	۰/۰۰	۵/۸۴	آماره F	
	عدم خودهمبستگی			۱/۷۴	دوربین واتسون	۰/۳۴	ضریب تعیین تعدیل شده	

معکوس دارد. در رویکرد پویا با توجه به احتمال آماره J ابزارها در آزمون سارگان و هانسن معتبر هستند. آزمون همبستگی سریالی آرلانو و باند، نیز با احتمال ۹۹ درصد اعتبار مدل را تأیید می‌کند. بر اساس یافته‌ها در این مدل نیز متغیر شاخص هرفیندال هیرشمن، فاقد تأثیر معنی‌دار بر احساس ریسک می‌باشد. متغیر سودآوری با احساس ریسک رابطه مستقیم دارد. لذا نتیجه می‌گردد که در هر دو مدل شاخص هرفیندال هیرشمن تأثیر معناداری بر احساس ریسک نداشته و فرضیه ۱-۲ رد می‌شود. همچنین ضریب متغیر شاخص هرفیندال هیرشمن در روش OLS ۰/۰۴۶ بوده که نسبت به روش GMM (۰/۰۵۴) کمتر است؛ بنابراین نتایج رویکرد پویا در بررسی متغیرهای مؤثر بر متغیر احساس ریسک بهتر است.

فرضیه ۱-۲- بین شاخص هرفیندال هیرشمن و احساس ریسک در رابطه معناداری وجود دارد. در رویکرد ایستا، مطابق با جدول (۶)، با توجه به معنادار بودن آماره آزمون چاو، هاسمن و وایت مدل داده‌های پانلی با استفاده از اثرات ثابت و به روش حداقل مربعات معمولی برآزش می‌شود. مقدار آماره دوربین واتسون برابر با ۱/۷۵ است و مشکل خودهمبستگی بین باقیمانده‌ها وجود ندارد. مقدار سطح معنی‌داری آماره t برای متغیر شاخص هرفیندال هیرشمن بیشتر از سطح خطای ۰/۰۵ است، لذا فرض صفر (فرض عدم تأثیر نوسانات درآمد بر احساس ریسک) پذیرفته می‌شود. متغیرهای اهرم مالی، سودآوری با احساس ریسک رابطه مستقیم داشته و اندازه شرکت، نقدینگی، زد آلتمن و ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام بر ارزش بازار حقوق صاحبان سهام با احساس ریسک رابطه

جدول (۶) نتایج فرضیه ۳

روش GMM				روش OLS				متغیرهای مدل
سطح	آماره t	خطای	ضریب	سطح	آماره t	خطای	ضریب	
معناداری		استاندارد	متغیر	معناداری		استاندارد	متغیر	β
۰/۰۰۰	-۳۰/۷۹۵	۰/۰۷۵	-۲/۳۱۲	۰/۰۰۰	-۷۵/۸۵۸	۰/۰۳۴	-۲/۵۶۲	
۰/۰۵۲	۱/۹۴۴	۰/۰۲۸	۰/۰۵۴	۰/۰۹۵	۱/۶۶۹	۰/۰۲۸	۰/۰۴۶	HHI

$$RS_{it} = \beta_0 + \beta_1 RS_{it-1} + \beta_2 HHI + \beta_3 SIZE_{i,t} + \beta_4 LEVE_{i,t} + \beta_5 LASSET_{i,t} + \beta_6 ROA_{i,t} + \beta_7 Z-SCORE_{i,t} + \beta_8 BTM_{i,t} + \beta_9 LQ_{i,t} + Year Fixed Effect + Industry Fixed Effect + \varepsilon$$

$$RS_{it} = \beta_0 + \beta_1 HHI + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 LEVE_{i,t} + \beta_4 LASSET_{i,t} + \beta_5 ROA_{i,t} + \beta_6 Z-SCORE_{i,t} + \beta_7 BTM_{i,t} + \beta_8 LQ_{i,t} + Year Fixed Effect + Industry Fixed Effect + \varepsilon$$

۰/۰۷۸	-۱/۷۶۶	۰/۰۰۲	-۰/۰۰۳	۰/۲۰۲	-۱/۲۷۷	۰/۰۰۲	-۰/۰۰۳	<i>SIZE</i>
۰/۰۱۲	۲/۵۲۸	۰/۰۱۸	۰/۰۴۵	۰/۰۰۰	۳/۷۷۲	۰/۰۱۵	۰/۰۵۷	<i>LEVE</i>
۰/۱۳۹	۱/۴۸۰	۰/۰۰۰۳	۰/۰۰۰۴	۰/۰۱۷	۲/۳۹۱	۰/۰۰۰۲	۰/۰۰۱	<i>LASSET</i>
۰/۰۰۱	۳/۲۴۱	۰/۰۱۸	۰/۰۶۰	۰/۳۱۱	۱/۰۱۴	۰/۰۲۹	۰/۰۲۹	<i>ROA</i>
۰/۲۶۴	۱/۱۱۷	۰/۰۰۱	۰/۰۰۱	۰/۶۶۴	-۰/۴۳۵	۰/۰۰۲	-۰/۰۰۱	<i>Z-SCORE</i>
۰/۰۳۵	-۲/۱۰۸	۰/۰۰۹	-۰/۰۱۸	۰/۰۸۲	-۱/۷۴۱	۰/۰۰۹	-۰/۰۱۵	<i>BTM</i>
۰/۰۰۰	-۴/۴۱۹	۰/۰۳۵	-۰/۱۵۶	۰/۰۰۴	-۲/۹۰۶	۰/۰۳۹	-۰/۱۱۲	<i>LQ</i>
۰/۰۰۱	۳/۴۷۷	۰/۰۲۸	۰/۰۹۶	-	-	-	-	<i>RS it-1</i>
نتیجه	معناداری	آماره	آزمون	نتیجه	معناداری	آماره	آزمون	تشخیص
اعتبار	۰/۲۴	۸/۲۰	آماره <i>J</i>	روش تابلویی	۰/۰۰	۳/۵۳	چاو	
ابزارها				اثرات ثابت	۰/۰۰	۲۰/۴۴۵	هاسمن	
همبستگی	۰/۰۰	-۱۲/۷۳	<i>AR(1)</i>	ناهمسانی واریانس	۰/۰۰	۸۷۴/۷	آزمون <i>LR</i>	
سرپالی در				تأیید کلی مدل	۰/۰۰	۵/۸۷	آماره <i>F</i>	
جملات	۰/۱۴	-۱/۴۷	<i>AR(2)</i>					
خطا وجود								
ندارد								
	عدم خودهمبستگی			۱/۷۵	دوربین	۰/۳۴	ضریب	
					واتسون		تعیین	
							تعدیل شده	

نتیجه‌گیری و پیشنهادها

مطالعه حاضر باهدف بررسی ارتباط کیفیت حاکمیت شرکتی درونی و بیرونی و احساس ریسک گزارش‌های سالانه انجام شده است. در این راستا دو فرضیه اصلی و ۳ فرضیه فرعی با دو رویکرد ایستا و پویا مورد آزمون قرار گرفتند. فرضیه فرعی اول به بررسی رابطه بین کیفیت حاکمیت شرکتی ضعیف و احساس ریسک در گزارش‌های سالانه اختصاص دارد. نتایج نشان می‌دهد بین کیفیت حاکمیت شرکتی ضعیف و احساس ریسک در گزارش‌های سالانه رابطه معناداری وجود دارد که با نتایج پژوهش‌های آرمسترانگ و همکاران (۲۰۱۰) و کالینز و همکاران (۲۰۱۴) همسو است. در فرضیه فرعی دوم، رابطه بین کیفیت حاکمیت شرکتی قوی و احساس ریسک در گزارش‌های سالانه آزمون شده است. نتایج نشان می‌دهد بین کیفیت حاکمیت شرکتی قوی و احساس ریسک در گزارش‌های سالانه رابطه معناداری وجود دارد. در نتیجه فرضیه دوم پذیرفته می‌شود. در فرضیه فرعی سوم، رابطه بین شاخص هرفیندال هیرشمن و احساس ریسک در

گزارش‌های سالانه آزمون شد و نتایج نشان می‌دهد بین شاخص هرفیندال هیرشمن و احساس ریسک در گزارش‌های سالانه رابطه معناداری وجود ندارد. در نتیجه فرضیه سوم پذیرفته نمی‌شود. یافته‌های این مطالعه پیامدهای مهمی برای تنظیم‌کننده‌ها (سازمان بازار سرمایه) در تلاش برای اطمینان از کفایت اطلاعات و افزایش کارایی بازارهای سرمایه به سرعت در حال توسعه دارد. رگولاتورها همچنین باید به تأثیر مکانیسم حاکمیت شرکتی بر افشای ریسک علاقه‌مند باشند. چنین اطلاعاتی باید برای ارائه بهترین مکانیسم‌های حاکمیت شرکتی به تنظیم‌کننده‌ها مفید باشد. مدیران ممکن است از یافته‌ها برای تطبیق میزان اطلاعات موجود در گزارش‌های سالانه خود با سایر شرکت‌ها برای اطمینان از تأمین منابع مالی استفاده کنند. این مطالعه همچنین اطلاعاتی را در اختیار مدیران قرار می‌دهد تا سرمایه‌گذاران را از ریسکی که شرکت‌هایشان با آن مواجه است راضی نگه‌دارند. سرمایه‌گذاران ممکن است از یافته‌ها برای درک رفتار افشای ریسک شرکت‌های بورسی در ایران استفاده کنند.

ریسک در گزارشگری مالی سالانه در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. *فصلنامه علمی پژوهشی دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت*. ۱۰(۲۸)، ۳۰۱-۳۱۴.

دادار، ام‌البنین و جعفری، سیده محبوبه. (۱۳۹۹). بررسی تأثیر رفتار احساسی سرمایه‌گذاران و سهام‌شمار آزاد بر بازدهی سهام در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از روش گشتاورهای تعمیم‌یافته. *دانش سرمایه‌گذاری*، ۹(۳۴)، ۳۳۱-۳۱۷.

دريائي، عباسعلي؛ فتاحي، ياسين، داوودي، فهيمه. (۱۳۹۹). حاکمیت شرکتی و ریسک نامطلوب سود. *پژوهش‌های کاربردی در گزارشگری مالی*. ۹(۱۶)، ۹۳-۱۱۶.

کفاش پور یزدی، مهسا؛ تفتیان، اکرم و معین‌الدین، محمود. (۱۳۹۸). بررسی اثر تقارن اطلاعاتی بر رابطه بین پیش‌بینی سود مدیریت و ریسک شرکت با استفاده از مدل‌های ایستا و پویا. *حسابداری مالی*، ۱۱(۴۴)، ۱۷۱-۱۴۴.

مرادی، مهدی؛ موسوی، سیده فهیمه و مرندی، زکیه. (۱۳۹۶). بررسی ارتباط محدودیت مالی و جریان نقد آزاد مثبت و منفی بر سرمایه‌گذاری بیش‌ازحد و ناکافی در دارایی‌های شرکت با استفاده از مدل ایستا و پویا. *پژوهش‌های کاربردی در گزارشگری مالی*، ۶(۱۱)، ۲۶۰-۲۳۳.

مرفوع، محمد؛ سلیمی، محمدجواد؛ اصغری، فائزه. (۱۳۹۴). رابطه سازوکارهای حاکمیت شرکتی با افشا ریسک غیرمالی شرکت‌ها. *پایان‌نامه کارشناسی ارشد رشته حسابداری، دانشگاه علامه طباطبایی - دانشکده مدیریت و حسابداری*. نادى قمی، ولی؛ حسینی، فرهنگ؛ مصطفوی، فاطمه. (۱۳۹۹). بررسی اثر قدرت سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر ریسک سیستمی نهادهای مالی پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. *تحقیقات مالی*، ۲۲(۲)، ۲۰۶-۲۲۶.

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.

Arellano, M. & Bond, S. (1991). *Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment*

به سرمایه‌گذاران در مورد ویژگی‌های شرکت‌های ایرانی که اطلاعات ریسک را در گزارش‌های سالانه خود افشا می‌کنند، اطلاع می‌دهد. چنین یافته‌هایی ممکن است به آن‌ها کمک کند تا سبد سرمایه‌گذاری خود را متنوع کنند. بر اساس نتایج به‌دست‌آمده از فرضیه‌های پژوهش، به تحلیلگران و سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌شود در شرایط عدم تقارن اطلاعاتی، در تجزیه و تحلیل‌های مربوط به قیمت‌گذاری سهام شرکت‌ها و تحلیل‌های بنیادی خود، کیفیت حاکمیت شرکتی درونی و بیرونی حاکم بر شرکت‌ها را نیز در نظر بگیرند. پیشنهاد می‌شود در پژوهش‌های آتی به بررسی اثر آیین‌نامه گزارش تفسیری مدیریت بر رابطه احساس ریسک در گزارش‌های سالانه و عملکرد عملیاتی جاری و آتی با استفاده از سیستم معادلات همزمان پرداخته شود. همچنین پیشنهاد می‌شود رابطه احساس ریسک گزارشات سالانه و ادراک ریسک سرمایه‌گذار بررسی شود. موضوع دیگری که پژوهشگران می‌توانند به آن توجه داشته باشند بررسی اثر فرصت رشد و سودآوری شرکت بر ارتباط ارزشی احساس ریسک گزارشات سالانه با رویکرد ایستا و پویا می‌باشد.

منابع

تفتیان، اکرم؛ نور محمدی، فریده و منصوری محمدآبادی، فاطمه. (۱۴۰۱). اثر آیین‌نامه گزارش تفسیری مدیریت بر رابطه احساس ریسک در گزارش‌های سالانه و ارزش بازار شرکت با استفاده از سیستم معادلات همزمان، *مجله پژوهش‌های کاربردی در گزارشگری مالی*، ۱۱(۲۱)، ۳۳-۶۵.

جعفری، وحید؛ پاک مراد، عسگر و محمدزاده سالطه، حیدر. (۱۴۰۲). نقش سازه‌های فرهنگ حاکمیت شرکتی و حقوق سرمایه‌گذاران در سلامت شرکت‌ها، *فصلنامه دانش سرمایه‌گذاری*، ۱۲(۴۷)، ۹۳-۱۱۲.

خلیلی عراقی، منصور، کبیری رنالی، محبوبه و نوبهار، الهام. (۱۳۹۶). تحلیل تأثیر انواع زیرساخت‌ها بر نابرابری درآمد در استان‌های ایران با بهره‌گیری از روش گشتاوری تعمیم‌یافته سیستمی، *نظریه‌های کاربردی اقتصاد*، ۴(۱۵)، ۱۱۹-۱۴۲.

خوش‌خلق، ایرج، وکیلی فرد، حمیدرضا. (۱۴۰۰). تبیین اثر سیاسی و اخلاقی رفتارهای مدیریت بر سطح افشای

- Krippendorff, K. (2018). *Content analysis: An introduction to its methodology*. Sage publications.
- Lajili, K. (2009). *Corporate risk disclosure and corporate governance*. *Journal of Risk and Financial Management*, 2(1), 94-117.
- Li, F. (2006). *Do stock market investors understand the risk sentiment of corporate annual reports?* Available at SSRN 898181.
- Linsley, P. M., & Shrivs, P. J. (2005). *Examining risk reporting in UK public companies*. *The Journal of Risk Finance*.
- Loughran, T., & McDonald, B. (2013). *IPO first-day returns, offer price revisions, volatility, and form S-1 language*. *Journal of Financial Economics*, 109(2), 307-326.
- Marshall, A. P., & Weetman, P. (2002). *Information asymmetry in disclosure of foreign exchange risk management: can regulation be effective?* *Journal of Economics and Business*, 54(1), 31-53.
- McNulty, T., Florackis, C., & Ormrod, P. (2012). *Corporate governance and risk: A study of board structure and process*. ACCA Research Report, 129.
- Myšková, R., & Hájek, P. (2018). *Sustainability and corporate social responsibility in the text of annual reports—the case of the IT services industry*. *Sustainability*, 10(11), 4119.
- Ntim, C. G., Lindop, S., & Thomas, D. A. (2013). *Corporate governance and risk reporting in South Africa: A study of corporate risk disclosures in the pre-and post-2007/2008 global financial crisis periods*. *International Review of Financial Analysis*, 30, 363-383.
- Sengupta, P. (1998). *Corporate disclosure quality and the cost of debt*. *The Accounting Review*, 73(4), 459-474.
- Solt, M. E., & Statman, M. (1988). *How useful is the sentiment index?* *Financial Analysts Journal*, 44(5), 45-55.
- Wang, H. T., Qi, S. Z., & Li, K. (2023). *Impact of risk-taking on enterprise value under extreme temperature: From the perspectives of external and internal governance*. *Journal of Asian Economics*, 84, 101556.
- equations. *The review of economic studies*, 58(2), 277-297.
- Armstrong, C. S. Guay, W. R. & Weber, J. P. (2010). *The role of information and financial reporting in corporate governance and debt contracting*. *Journal of accounting and economics*, 50(2-3), 179-234.
- Ashbaugh-Skaife, H. Collins, D. W. & LaFond, R. (2006). *The effects of corporate governance on firms' credit ratings*. *Journal of accounting and economics*, 42(1-2), 203-243.
- Bowman, E. H. (1984). *Content analysis of annual reports for corporate strategy and risk*. *Interfaces*, 14(1), 61-71.
- Bushman, R. M. & Smith, A. J. (2003). *Transparency, financial accounting information, and corporate governance*. *Financial accounting information and corporate governance*. *Economic Policy Review*, 9(1).
- 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.
- Elzahar, H., & Hussainey, K. (2012). *Determinants of narrative risk disclosures in UK interim reports*. *The Journal of Risk Finance*.
- Esan, O. M., Nwobu, O., Adeyanju, I. T., & Adeyemi, J. O. (2022). *Firm Value Response to Internal and External Corporate Governance in the Nigerian Stock Market*. *Asian Economic and Financial Review*, 12(4), 227-243.
- Fama, E. F. (1965). *The behavior of stock-market prices*. *The journal of Business*, 38(1), 34-105.
- Ismail, R., & Rahman, R. A. (2011). *Institutional investors and board of directors' monitoring role on risk management disclosure level in Malaysia*. *IUP Journal of Corporate Governance*, 10(2), 37.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (2019). *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure*. In *Corporate Governance* (pp. 77-132). Gower.

The Relationship between the quality of internal and external corporate governance and the Risk Sentiment of annual reports using static and dynamic models

Akram Taftiyan^{*1}

Ali Jalali²

Abstract

Investor sentiment relates to investors' subjective beliefs about cash flows and investment risks. This type of sentiment has a consistent effect on stock prices. Ownership and governance factors may play a critical role in corporate risk reporting because managers for shareholders prepare annual reports. The main purpose of the current research is the relationship between the quality of internal and external corporate governance and the risk Sentiment of annual reports. For this purpose, 130 companies admitted to the Tehran Stock Exchange between 2008 and 2022 were selected by the systematic elimination method, and in order to increase the degree of confidence in the results of the hypothesis test, the regression method of static and dynamic panel data was used. To measure the sense of risk, the vocabulary frequency method has been used. According to the research findings, in both static and dynamic states, weak corporate governance has a positive relationship with risk Sentiment and strong corporate governance has a negative relationship with risk Sentiment. In addition, the Hirschman index variable has no relationship with risk perception. The existence of internal and external corporate governance reduces inefficient investments and makes managers make optimal and efficient investment decisions.

Key words: Risk Sentiment, Internal and external corporate governance, Annual reports, Static and dynamic models.

¹ Assistant Professor, Department of Accounting, Yazd Branch, Islamic Azad University, Yazd, Iran.
(Corresponding autor)taftiyan@iauyazd.ac.ir

² Ph.D. Student, Department of Accounting, Yazd Branch, Islamic Azad University, Yazd, Iran.ali.jalali.zamani@gmail.com