

مدل سازی ساختاری تفسیری عوامل تعیین کننده ریسک تأثیر گذار بر بازده سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

مصطفی عبدالهی

دانشجوی دکتری گروه حسابداری، واحد کاشان، دانشگاه آزاد اسلامی، کاشان، ایران
m.abdolahi3356@iaukashan.ac.ir

حسن قدرتی قزائی

استادیار گروه حسابداری، واحد کاشان، دانشگاه آزاد اسلامی، کاشان، ایران (نویسنده مسئول)
Dr.Ghodrati@iau.ac.ir

علی اکبر فرزین فر

استادیار گروه حسابداری، واحد کاشان، دانشگاه آزاد اسلامی، کاشان، ایران
A.Farzinfar@iaukashan.ac.ir

حسین جباری

استادیار گروه حسابداری، واحد کاشان، دانشگاه آزاد اسلامی، کاشان، ایران
h.jabbari@iaukashan.ac.ir

تاریخ دریافت: ۱۴۰۲/۰۷/۱۳ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۳/۰۱/۱۸

چکیده

بازده سهام از جمله مهمترین معیارها برای تصمیم‌گیری در بورس اوراق بهادار است که محتوای اطلاعاتی داشته و سرمایه‌گذاران در تجزیه و تحلیل‌های مالی و پیش‌بینی از آن بهره می‌گیرند. سرمایه‌گذاران براساس عوامل تعیین‌کننده ریسک تا حدودی می‌توانند بازده سهام را پیش‌بینی نمایند. براین اساس هدف از انجام پژوهش حاضر، شناسایی و سطح‌بندی عوامل تعیین‌کننده ریسک تأثیرگذار بر بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. شناسایی عوامل تعیین‌کننده ریسک با روش تحلیل محتوای کیفی پیشینه پژوهش و مصاحبه‌های نیمه‌ساختاریافته و بر پایه تکنیک اشباع نظری با ۱۸ نفر از اساتید رشته‌های حسابداری، مدیریت مالی و اقتصاد انجام گرفت. روایی و پایایی مصاحبه‌ها به ترتیب با روش روایی محتوایی نسبی و شاخص کاپای کوهن تایید شد. کدگذاری مصاحبه‌ها با استفاده از نرم‌افزار MAXQDA منجر به شناسایی ۱۲ عامل تعیین‌کننده ریسک شد. به منظور سطح‌بندی عوامل تعیین‌کننده ریسک شناسایی شده از نظرات ۶۱ نفر از مدیران میانی و ارشد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با روش نمونه‌گیری هدفمند و به کمک پرسشنامه استفاده شد. روایی و پایایی پرسشنامه به ترتیب با بهره‌گیری از روایی محتوا و روش آزمون پس‌آزمون تایید شد. عوامل شناسایی شده با روش ساختاری تفسیری منجر به تشکیل هفت سطح شد که عوامل کلان اقتصادی اثرگذارترین و نقدینگی و گزارشگری مالی اثرپذیرترین عوامل بودند. مدل سازی عوامل تعیین‌کننده ریسک تأثیرگذار بر بازده سهام می‌تواند منجر به کاهش شکاف نظری پژوهش شود و مدیران، سرمایه‌گذاران و سیاست‌گذاران را از اهمیت تأثیرگذارترین عوامل آگاه نموده تا با تقویت این عوامل بتوانند زمینه سرمایه‌گذاری بیشتر را فراهم نمایند.

واژه‌های کلیدی: عوامل تعیین‌کننده ریسک، بازده سهام، مدل سازی ساختاری تفسیری.

۱- مقدمه

شرکت‌های پذیرفته شده در بورس باید ریسک پذیری داشته باشند که با استراتژی و اهداف تجاری آنها همسو باشد (ریچترمیر^۱، ۲۰۱۸). حاکمیت ریسک ممکن است بر اساس نوع ریسک متفاوت باشد: ریسک‌های مالی معمولاً به صورت متمرکز مدیریت می‌شوند، در حالی که ریسک‌های عملیاتی عمیقاً در فرهنگ شرکت تعبیه شده‌اند (گیوز و همکاران^۲، ۲۰۱۸). بسیاری از شرکت‌ها ریسک خود را از طریق مکانیسم‌هایی غیر از کمیته حسابرسی مدیریت و ارزیابی می‌کنند (الول^۳، ۲۰۱۵). شرکت‌های بورسی با انواع مختلفی از ریسک‌ها روبرو هستند که می‌تواند بر سودآوری و بقای آنها تأثیر بگذارد. این ریسک‌ها را می‌توان به چهار نوع اصلی طبقه‌بندی کرد: ریسک استراتژیک، انطباق (قانونی)، عملیاتی و ریسک شهرت. ریسک کسب‌وکار تحت تأثیر عوامل متعددی از جمله ترجیحات مصرف‌کننده، تقاضا و حجم فروش، قیمت هر واحد و هزینه‌های ورودی، رقابت، فضای کلی اقتصادی و مقررات دولتی است. شرکت‌ها باید ریسک‌های بااهمیت را در پرونده‌های اوراق بهادار خود افشا کنند، از جمله ریسک‌های خاص شرکت مانند ریسک‌های مربوط به تملک، رقابت، فقدان سابقه عملیاتی، وابستگی به کارکنان کلیدی، ریسک‌های مربوط به تامین‌کنندگان کلیدی یا مشتریان کلیدی، و دعاوی با اهمیت فعلی. عوامل ریسک صنعت، چالش‌هایی را که به واسطه صنعت برای شرکت و هم‌تایانش ایجاد می‌کند، از جمله کمبود نیروی کار، خطرات افزایش هزینه‌های مواد خام، رژیم‌های نظارتی جدید، شرایط عمومی اقتصادی، و فصلی بودن تجارت را پوشش می‌دهد. عوامل تعیین‌کننده افشای ریسک در شرکت‌ها شامل هیئت مدیره مستقل، کیفیت حساب‌رسان خارجی، رقابت، اندازه شرکت و سودآوری است. عوامل خطر معمولاً به سه دسته تقسیم می‌شوند: ریسک‌های صنعت، ریسک‌های شرکت و ریسک‌های مربوط به اوراق بهادار ارائه شده (سادگرو^۴، ۲۰۱۶). آگاهی از این ریسک‌ها به کسب‌وکارها اجازه می‌دهد تا برای اجتناب از خطرات خاص برنامه‌ریزی کنند یا در صورت بروز با آنها مقابله کنند. میانگین بازده بازار سهام حدود ۱۰٪ در سال است که توسط شاخص S&P 500 اندازه‌گیری می‌شود. با این حال، از حدود سال ۱۸۰۰، سهام به طور مداوم به طور متوسط ۶.۵ تا ۷.۰ درصد در سال بازدهی داشته است. این تناقض می‌تواند ناشی از عوامل

مختلفی از جمله تغییر شرایط بازار، عوامل اقتصادی و رفتار سرمایه‌گذار باشد (اوبریماه^۵، ۲۰۲۱).

برای ارزیابی عملکرد سهام، سرمایه‌گذاران به بازده کل سهام که شامل تمام سود سهام یا سود پرداختی علاوه بر بازده قیمت است، نگاه می‌کنند. در عصر جهانی شدن رقابت بین شرکت‌ها سخت‌تر شده و شرکت‌ها ملزم شده‌اند تا بتوانند در مواجهه با هر موقعیتی استراتژی مطلوبی را اتخاذ و بقای خود را تضمین نمایند (آردیماس و واردویو^۶، ۲۰۱۴). یکی دیگر از اهداف شرکتها، به حداکثر رساندن ارزش شرکت است که می‌تواند با قیمت سهام آن منعکس شود. هر شرکتی مطمئناً ارزش شرکتی بالایی می‌خواهد، زیرا به این معنی است که رفاه سهامداران نیز بالا است (سانتیوسو و همکاران^۷، ۲۰۲۰). عوامل زیادی وجود دارد که می‌تواند ارزش یک شرکت را تعیین کند که یکی از آنها بازده حقوق صاحبان سهام است (لانگوچو و همکاران^۸، ۲۰۱۶)، بازده حقوق صاحبان سهام برای اندازه‌گیری میزان سود صاحبان سرمایه در نظر گرفته شده است (حسینی^۹، ۲۰۱۲). فرآیند شناسایی و تجزیه و تحلیل ریسک از دیدگاه یکپارچه و گسترده مهم است. این یک رویکرد ساختاریافته و منضبط در همسوسازی استراتژی، فرآیندها، افراد، فناوری و دانش با هدف ارزیابی و مدیریت عدم قطعیت‌های پیش روی شرکت است زیرا برای شرکت‌ها و سهامداران ارزش ایجاد می‌کند. همچنین تضمین می‌کند که همه ریسک‌های مهم درک شده و در نتیجه اولویت بندی می‌شوند. اطلاعات مربوط به ریسک به دست آمده در نتیجه مشارکت فعال مدیریت ریسک می‌تواند برای تصمیم‌گیری موثر در سرمایه‌گذاری، بودجه بندی سرمایه، عملکرد و ارزیابی پاداش سازماندهی شود (لای و همکاران، ۲۰۱۰).

مدیریت در انتخاب سهام و سرمایه‌گذاری مهم است زیرا می‌تواند بر ثروت سهامداران تأثیر بگذارد. سرمایه‌گذاران به دنبال شرکت‌هایی با مدیریت شایسته و قابل اعتماد هستند. قیمت سهام یک شرکت نیز برای مدیریت مهم است، زیرا منعکس کننده سلامت مالی کلی شرکت است. در این راستا علاوه بر نقش مدیران، بر اهرم‌های مالی، اندازه و عمر شرکت، کیفیت گزارشگری و ... نیز به عنوان عوامل تعیین‌کننده ریسک اشاره شده است. تحقیقات قبلی انجام شده، الگوی عوامل تعیین‌کننده تأثیرگذار بر بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در اوراق بهادار تهران را ارائه نداده و اقدام به بررسی جزئی همچون تأثیر عوامل اقتصادی بر بازده و ارزش سهام پرداخته‌اند. بررسی و

⁶ Ardimas et al

⁷ Santioso et al

⁸ Languju et al

⁹ Husaini

¹ Richtermeyer

² Gius et al

³ Ellul

⁴ Sadgrove

⁵ Obrimah

گول زدن بازار، مقاومت در برابر تعقیب عملکرد، اجازه دادن به بازارها برای کار کردن برای شما، در نظر گرفتن مزایای یک سبد کالایی متنوع در سطح جهانی، و منظم ماندن در طی فراز و نشیب‌های بازار نکات دیگری هستند که می‌توانند به بهبود بازده کمک کنند (درانو و همکاران^۱، ۲۰۱۹).

یکی از دغدغه‌های اساسی در محیط پویای امروزی برای سازمان‌ها، مدیریت ریسک است. سازمان‌ها مدیریت ریسک را کل نگر می‌بینند. شرکت‌ها نسبت به ریسک‌ها آگاه‌تر شده‌اند زیرا ریسک‌ها و عوامل تعیین کننده آن می‌توانند بر بازده سهام و سوددهی شرکت‌ها تأثیرگذار باشند (لنچر و گاتزرت^۲، ۲۰۱۷). شرکت‌ها با دامنه و پیچیدگی فزاینده‌ای از ریسک‌ها مواجه هستند (نکو و استولز^۳، ۲۰۰۶). با توجه به اصل تناسب، افزایش اندازه شرکت با افزایش تعداد ریسک‌ها مرتبط است که می‌تواند بر بازده سهام اثرگذار باشد، منجر به اجرای مدیریت ریسک می‌شود (لیبنبرگ و هویت^۴، ۲۰۱۱). علاوه بر اندازه شرکت، ساختار مالی و اهرم مالی نیز به عنوان دیگر عوامل تعیین کننده ریسک در بازده سهام اثرگذار هستند (گلشن و راشید^۵، ۲۰۱۲). یکی دیگر از عوامل تعیین کننده مرتبط، سودآوری شرکت‌ها است که با سودآوری دارایی‌ها (RoA) اندازه‌گیری می‌شود (رازعلی و همکاران^۶، ۲۰۱۱)، که نشان دهنده آن است. شرکت‌هایی که عدم شفافیت سرمایه در آن‌ها افزایش می‌یابد، اغلب به دلیل عدم تقارن اطلاعاتی بیشتر مورد ارزیابی قرار می‌گیرند (پاگچ و وار^۷، ۲۰۱۱). عوامل متعددی می‌توانند بر ارزش سهام تأثیر بگذارند، از جمله رشد در برابر ارزش، ارزش بازار، رتبه اعتباری، نوسانات قیمت سهام، اخبار منتشر شده در مورد سود، درآمد تخمینی آتی، عوامل کلان اقتصادی. علاوه بر این، ریسک بازار (بتا) و اندازه سهام نیز می‌تواند باعث بازدهی شود. ضریب ارزش ویژگی سهامی است که توسط سرمایه گذاران فاکتور بر اساس این باور که سهام ارزان قیمت از سهام گران بهتر عمل می‌کند، انتخاب می‌شود (دومینگو و همکاران^۸، ۲۰۲۰).

پیشینه تجربی

دانگ و نگوین (۲۰۲۴) در پژوهشی با عنوان «حاکمیت شرکتی داخلی و ریسک سقوط قیمت سهام: شواهدی از ویتنام» بیان کردند که با استفاده از نمونه‌ای از ۶۵۵ شرکت غیرمالی فهرست شده در بورس اوراق بهادار هانوی و هوشی مین در ویتنام برای دوره ۲۰۱۰-۲۰۱۹، متوجه می‌شویم که حاکمیت شرکتی

سطح بندی عوامل تعیین کننده ریسک در بازده سهام به دلایل متعددی ضروری است. تحقیقات نشان داده است که عوامل ریسک مختلف مانند بازار، اندازه، قیمت، نرخ ارز و ... تأثیرات قابل توجهی بر بازده سهام دارند و بسته به هر سهام و شرایط بازار، تأثیرات آن می‌تواند ناهمگن باشد. درک و تعیین کمیت این عوامل خطر می‌تواند به سرمایه گذاران و متخصصان مالی کمک کند تا تصمیمات آگاهانه تری در مورد تخصیص دارایی، مدیریت پورتفولیو و مدیریت ریسک بگیرند. همچنین می‌تواند به توسعه مدل‌های قیمت‌گذاری دقیق‌تر و استراتژی‌های سرمایه‌گذاری منجر شود که ریسک‌های خاص سهام و صنایع مختلف را در نظر می‌گیرند. علاوه بر این، مطالعه عوامل تعیین کننده ریسک در بازده سهام می‌تواند بینش‌های ارزشمندی را در مورد رفتار بازارهای مالی و عوامل اقتصادی زمینه‌ای که موثر بر قیمت سهام هستند، ارائه دهد. به طور کلی، بررسی و سطح بندی عوامل تعیین کننده ریسک در بازده سهام برای بهبود درک ما از بازارهای مالی و برای اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری بهتر ضروری است. پژوهش حاضر علاوه بر پوشش خلا تحقیقاتی موجود، به توسعه ادبیات حوزه پژوهش کمک خواهد نمود. نوآوری پژوهش حاضر سطح بندی عوامل تعیین کننده ریسک تأثیرگذار بر بازده سهام با مشارکت خبرگان این حوزه است که جوانب مختلف را نمایان می‌سازد. در این راستا این پژوهش به دنبال مدل ساختاری تفسیری عوامل تعیین کننده ریسک تأثیرگذار بر بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است که بتواند سطح بندی واضحی از عوامل تعیین کننده ریسک در بازده سهام ارائه نماید و مدیران و سرمایه گذاران و سیاستمداران از نتایج این پژوهش بهره‌گیرند.

مبانی نظری پژوهش

راه‌های مختلفی برای به حداکثر رساندن بازده سهام وجود دارد. یکی از راه‌ها سرمایه‌گذاری در سهام با کیفیت بالا برای دوره‌های زمانی طولانی و در عین حال مهار درآمد سود سهام است. راه دیگر یافتن راه‌های کم‌هزینه برای سرمایه‌گذاری و جدی‌تر کردن تنوع سبد سهام خود است. تعادل مجدد به طور منظم همچنین می‌تواند به بهبود بازده سرمایه‌گذاری کمک کند. اجتناب از واکنش بیش از حد به شرایط بازار، کاهش هزینه‌های سرمایه‌گذاری و توجه به مالیات از دیگر راه‌های افزایش بازده سرمایه‌گذاری است. پذیرش قیمت‌گذاری در بازار، تلاش نکردن برای

⁵ Razali et al

⁶ Pagach & Warr

⁷ Domingo et al

¹ Dranev et al

² Lechner & Gatzert

³ Liebenberg & Hoyt

⁴ Golshan & Rasid

و خط مشی پیشنهادی نیز می تواند به عنوان مرجع سیاستگذاری بانک تجاری مورد استفاده قرار گیرد.

جیانگ و همکاران^۴ (۲۰۱۹) در پژوهشی با عنوان «احساسات مدیر و بازده سهام» بیان کردند که متغیرهای کلان اقتصادی قدرت پیش بینی بازده سهام از نظر اقتصادی را دارند و از نظر اطلاعاتی مکمل معیارهای موجود احساسات سرمایه گذار هستند. احساسات بالاتر مدیران مقدم بر غافلگیری درآمد کل کمتر و رشد سرمایه گذاری کل بیشتر است. علاوه بر این، احساسات مدیران به طور منفی بازده سهام را پیش بینی می کند، به ویژه برای شرکت هایی که ارزش گذاری آنها دشوار و پرهزینه است.

لنچر و گاتزرت^۳ (۲۰۱۷) در پژوهشی با عنوان «عوامل تعیین کننده و ارزش مدیریت ریسک: شواهد تجربی از آلمان» بیان کردند که مدیریت ریسک در سال های اخیر به طور فزاینده ای مورد توجه قرار گرفته است، به ویژه به دلیل پیچیدگی فزاینده ریسک ها و توسعه بیشتر چارچوب های نظارتی. هدف این مقاله تحلیل تجربی ویژگی های شرکت است که اجرای مدیریت ریسک را تعیین می کند و تأثیر مدیریت ریسک بر ارزش شرکت را مطالعه می کند. ما بر شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار آلمان تمرکز می کنیم. یافته های ما نشان می دهد که اندازه، تنوع و صنعت تأثیر مثبتی بر اجرای مدیریت ریسک دارد و اهرم مالی با تعامل مدیریت ریسک ارتباط منفی دارد. علاوه بر این، نتایج تأثیر مثبت مدیریت ریسک بر ارزش سهامداران را نشان می دهد.

گاتزرت و مارتین^۳ (۲۰۱۵) نیز در پژوهشی با عنوان «عوامل تعیین کننده و ارزش مدیریت ریسک: مرور ادبیات» بیان کردند که توسعه برنامه مدیریت ریسک، شرکت ها را قادر می سازد تا ریسک های شرکتی را به شیوه ای جامع مدیریت کنند، چه عواملی باعث اجرای مدیریت ریسک در شرکت ها می شود و آیا برنامه های مدیریت ریسک واقعاً می توانند پس از پیاده سازی ارزش ایجاد کنند. اندازه شرکت و سطح مالکیت نهادی به طور قابل توجهی با اجرای مدیریت ریسک در بیشتر مطالعات تجربی دیده شده است و علاوه بر این، مدیریت ریسک به طور کلی تأثیر مثبت (قابل توجهی) بر ارزش و عملکرد شرکت دارد.

آسیایی اقدم و همکاران^۳ (۱۴۰۱) در پژوهشی با عنوان «اثر متغیرهای اقتصادی بر رفتار قیمت سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار» بیان کردند که تولید ناخالص داخلی، نرخ تورم و تغییر در نرخ ارز بر شاخص کل قیمت سهام تأثیر می گذارند. رونق اقتصادی انتظارات سرمایه گذاران در خصوص سودآوری فعالیت ها و اطمینان سرمایه گذاری را تحت تأثیر قرار می دهد.

داخلی به طور قابل توجهی با ریسک سقوط قیمت سهام در آینده مرتبط است. به طور خاص، متوجه شدیم که تابلوهای قوی به طور مثبت با ریسک سقوط قیمت سهام در آینده مرتبط هستند. با این حال، رابطه بین اثربخشی کمیته های حسابرسی و ریسک سقوط منفی است. این نتایج نشان می دهد که حاکمیت شرکتی داخلی مناسب می تواند از ریسک سقوط قیمت سهام جلوگیری کند. علاوه بر این، این مطالعه شواهدی را ارائه می کند که نشان می دهد کیفیت حسابرسی خارجی، اثربخشی کمیته حسابرسی را در جلوگیری از خطر سقوط افزایش می دهد. جونگ و سونگ^۱ (۲۰۲۳) در پژوهشی با عنوان «دیدگاه های مدیریتی در مورد تغییرات آب و هوا و ریسک سقوط قیمت سهام» بیان کردند که در این مطالعه، اثرات دیدگاه مدیران در مورد تغییر اقلیم بر ریسک سقوط قیمت سهام را بررسی می کنیم. این تجزیه و تحلیل تأیید می کند که تغییر آب و هوا به طور منفی با احتمال خطر سقوط قیمت سهام در آینده مرتبط است. توجه سرمایه گذار و پوشش تحلیل گر کانال های بالقوه ای هستند که از طریق آن ها دیدگاه تغییرات آب و هوایی شرکت، ثبات مالی را بهبود می بخشد و در نهایت ریسک سقوط را کاهش می دهد.

ونترونی^۲ (۲۰۲۲) در پژوهشی با عنوان «تغییرات جوی، فاکتورهای ریسک، بازده سهام: مروری بر ادبیات موضوع» بیان کرد که به دنبال مرور تغییر جوی به عنوان یک منبع مضاعف از ریسک بازار است. انواع داده های مورد نیاز برای تحلیل محرک های ریسک جوی را بررسی کرده که شکل دهنده ی پویایی های بازار سهام است. فاکتورهای ریسک، عوامل تعیین کننده ریسک همچون اندازه، پیچیدگی شرکت، مالکیت نهادی، هیئت مدیره و گزارشات و .. می توانند بر بازده سهام تأثیرگذار باشند.

هو و همکاران^۳ (۲۰۲۰) در پژوهشی با عنوان «ساخت یک مدل اقتصادی از تأثیر عوامل انتخابی بر قیمت سهام: مطالعه موردی» بیان کردند که نوسانات قیمت سهام در بانک های تجاری در کشورهای در حال توسعه مانند ویتنام منعکس کننده سلامت کسب و کار خواهد بود. سیستم و کل اقتصاد مدیریت خوب کسب و کار را ملزم می کند که تأثیر عوامل چندگانه کلان را بر قیمت سهام در نظر بگیرند و به ارتقای طرح تجاری و سیاست های اقتصادی برای رشد اقتصادی و تثبیت عوامل کلان اقتصادی کمک کند. نتایج تحقیقات کمی در یک مدل هفت عاملی نشان می دهد که افزایش رشد تولید ناخالص داخلی، کاهش نرخ بدون ریسک، کاهش CPI و نرخ وام تأثیر معنی داری بر افزایش قیمت سهام با بالاترین ضریب تأثیر دارد. یافته تحقیق

³ Hou et al

⁴ Jiang et al

¹ Jung & Song

² Venturini

خبره بود که ۴ نفر زن و ۱۴ نفر مرد بودند. همچنین ۱۰ نفر استادیار، ۴ نفر دانشیار و ۴ نفر استاد بودند.

جدول ۱. ویژگی های جمعیت شناختی نمونه در بخش کیفی

جنسیت	تحصیلات	شغل	سابقه کار
زن	دکتری	عضو هیئت علمی	۱۴
مرد	دکتری	عضو هیئت علمی	۳۰
زن	دکتری	عضو هیئت علمی	۱۰
مرد	دکتری	عضو هیئت علمی	۱۲
مرد	دکتری	عضو هیئت علمی	۱۰
مرد	دکتری	عضو هیئت علمی	۲۹
مرد	دکتری	عضو هیئت علمی	۱۱
مرد	دکتری	عضو هیئت علمی	۱۴
مرد	دکتری	عضو هیئت علمی	۱۹
مرد	دکتری	عضو هیئت علمی	۱۱
مرد	دکتری	عضو هیئت علمی	۲۶
زن	دکتری	عضو هیئت علمی	۸
مرد	دکتری	عضو هیئت علمی	۲۱
مرد	دکتری	عضو هیئت علمی	۱۴
مرد	دکتری	عضو هیئت علمی	۱۷
مرد	دکتری	عضو هیئت علمی	۲۸
زن	دکتری	عضو هیئت علمی	۷
مرد	دکتری	عضو هیئت علمی	۴

روایی بخش کیفی پژوهش به ترتیب با استفاده از روش کیوسرت و آزمون کاپای - کوهن تأیید شد ضریب کاپای کوهن بین صفر تا یک متغیر است و حداقل مقدار ضریب کاپا ۰/۶ است و مقادیر بالاتر از ۰/۶ براساس نظرات دو ارزیابی مطلوب است که اطلاعات مربوط به آن در جدول (۱) ارائه شده است.

در گام دوم سطح‌بندی و برقراری ارتباط مفهومی میان عوامل شناسایی شده با استفاده از روش مدل سازی ساختاری تفسیری انجام گرفت. مدل سازی ساختاری تفسیری به فرایند تعاملی جامع اشاره دارد که در قالب یک مدل جامع اقدام، سطح-بندی و تعاملات میان عوامل ارائه می‌شود. این روش منجر به ایجاد روابط پیچیده میان عوامل مورد بررسی می‌شود. به نحوی که عوامل را در قالب الگوی سطح‌بندی نمایش داده و درک مطلوبی در ارتباط با نحوه و جهت تعاملات میان عوامل ارائه می‌دهد (اتری و همکاران^۲، ۲۰۱۳). جامعه آماری پژوهش در بخش کمی مدیران میانی و ارشد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشند که با استفاده از روش نمونه-گیری غیراحتمالی دردسترس حجم نمونه ۶۱ نفر تعیین شده

وضعیت اقتصادی کشور با عملکرد بازار بورس رابطه نزدیک داشته و عملکرد بورس نیز به نحوه رفتار سهامداران بستگی دارد .

محمدی و همکاران (۱۴۰۰) در پژوهشی با عنوان «بررسی تاثیر متغیرهای کلان اقتصادی بر رابطه کیفیت گزارشگری مالی و بازده سهام در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران» بیان کردند که متغیرهای کلان اقتصادی، نرخ تورم و رشد تولید ناخالص داخلی می توانند رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی و بازده سهام را تعدیل نمایند همچنین می توانند بر بازده سهام تاثیرگذار باشند.

روش شناسی پژوهش

پژوهش حاضر بر پایه رویکرد آمیخته و به صورت کیفی و کمی در پارادایم استقرایی- قیاسی است. براساس هدف کاربردی و از حیث نحوه جمع آوری داده‌ها در زمره مطالعات توصیفی از نوع پیمایشی است. پژوهش حاضر در دو گام انجام گرفته است. گام اول پژوهش شامل شناسایی عوامل تعیین کننده ریسک تأثیرگذار بر بازده سهام است و گام دوم شامل سطح بندی عوامل تعیین کننده ریسک از طریق رویکرد ساختاری تفسیری است. ISM یک فرآیند یادگیری تعاملی است که در آن مجموعه ای از عناصر در یک مدل سیستم جامع ساختار یافته اند و به تعیین توالی و هدف روابط پیچیده بین عناصر در سیستم کمک می کند (بعقوبی نژادو فرخ، ۱۳۹۶). جامعه آماری این پژوهش در بخش کیفی اساتید رشته‌های حسابداری، مدیریت مالی، اقتصاد است که با توجه به هدف پژوهش، نمونه‌گیری در این پژوهش به صورت هدفمند با استفاده از تکنیک گلوله‌برفی و به تعداد ۱۸ نفر انجام شده است. با استفاده از روش تحلیل محتوای کیفی اقدام به تحلیل و استخراج کدهای پژوهش گردید. روش تحلیل محتوای کیفی روش تحلیلی است به منظور تفسیر ذهنی محتوای داده‌های متنی به وسیله رویکردی نظام‌مند که شامل کدگذاری و استخراج مقولات فرعی و اصلی است. روش تحلیل محتوای کیفی منجر به حفظ اصالت به گونه ذهنی است که در قالب مقولات فرعی و اصلی ارائه می‌شود (دریسکو و ماسچی^۱، ۲۰۱۵). علاوه بر این، انعطاف‌پذیری بالای این روش در تحلیل داده‌های کیفی و ارائه الگوهای ذهنی و استخراج شاخص-ها و مولفه ها، این روش را به عنوان یک روش مطلوب جهت شناسایی و استخراج پیشایندهای یک پدیده می‌توان معرفی نمود. نمونه‌گیری بااستفاده از روش گلوله برفی و براساس اصل کفایت نظری انجام شده است. بخش کیفی پژوهش شامل ۱۸

² Attri et al

¹ Drisko & Maschi

است که ۱۹ نفر دارای مدرک کارشناسی، ۱۸ نفر کارشناسی ارشد و ۲۴ نفر دارای مدرک دکتری تخصصی بودند. در بخش کمی داده‌های موردنیاز با استفاده از پرسشنامه‌های توزیع شده در میان خبرگان جمع‌آوری شد. برای تعیین

روایی پرسشنامه از روش روایی محتوا به کمک نظرات متخصصان و خبرگان آگاه به موضوع استفاده شد. مقدار این شاخص در جدول ۲ نشان داده شده است.

جدول ۱. ضریب کاپای کوهن

کدهای مربوطه	عوامل تعیین کننده ریسک	ضریب کاپای کوهن
R ₁	ویژگی های شرکت	۰/۶۸
R ₂	سرمایه گذاران	۰/۶۹
R ₃	وضعیت مالی	۰/۷۱
R ₄	نسبت های اهرمی	۰/۷۹
R ₅	سودآوری	۰/۷۴
R ₆	نقدینگی	۰/۷۶
R ₇	گزارشگری مالی	۰/۶۴
R ₈	هیئت مدیره و مدیریت ارشد	۰/۷۸
R ₉	نسبت های فعالیت شرکت	۰/۷۶
R ₁₀	کلان اقتصادی	۰/۸۲
R ₁₁	کلان نظارتی	۰/۶۹
R ₁₂	بازده بازار	۰/۶۷
	کل	۰/۷۲

جدول ۴. ویژگی های جمعیت شناختی نمونه در بخش کمی

ردیف	جنسیت	تعداد	سن	تعداد	تحصیلات	تعداد	سمت	تعداد
۱	زن	۱۲	۲۰-۳۰	۱۵	کارشناسی	۱۹	مدیران میانی شرکتها	۴۲
			۳۱-۴۰	۱۶				
۲	مرد	۴۹	۵۰-۴۱	۲۱	کارشناسی ارشد	۱۸	مدیران ارشد شرکت ها	۱۹
			۵۱ و بالاتر	۹	دکتری تخصصی	۲۴		

جدول ۲. ضریب روایی محتوایی

کدهای مربوطه	مقولات	ضریب روایی محتوایی نسبی (CVI)
R1	ویژگی های شرکت	۰/۵۸
R2	سرمایه گذاران	۰/۵۱
R3	وضعیت مالی	۰/۴۹
R4	نسبت های اهرمی	۰/۴۸
R5	سودآوری	۰/۵۲
R6	نقدینگی	۰/۴۶
R7	گزارشگری مالی	۰/۴۲
R8	هیئت مدیره و مدیریت ارشد	۰/۴۹
R9	نسبت های فعالیت شرکت	۰/۴۸
R10	کلان اقتصادی	۰/۴۵
R11	کلان نظارتی	۰/۵۲
R12	بازده بازار	۰/۵۰
	کل	۰/۴۹

فراوانی پاسخ‌های خبرگان با استفاده از نمادهای استاندارد شده و پرسش‌نامه در بازه زمانی یک ماهه بعد مجدداً برای خبرگان شرکت‌های پذیرفته شده ارسال شد. همبستگی میان پاسخ‌ها در دو مرحله می‌بایست بالاتر از $0/7$ حاصل شود تا پایایی پرسشنامه مورد تایید قرار گیرد. همبستگی مورد نظر به میزان 77% برآورد شد که نشان‌دهنده تایید پایایی پرسشنامه است.

تجزیه و تحلیل یافته‌ها

کدگذاری داده‌های حاصل از مصاحبه با استفاده از نرم‌افزار MAXQDA انجام شد که حاصل کار شناسایی ۱۲ مقوله اصلی به عنوان عوامل تعیین کننده ریسک می‌باشد. همانطور که در بخش روش شناسی اشاره شد داده‌های حاصل با روش تحلیل محتوای کیفی کدگذاری شد و منجر به شناسایی ۱۲ مقوله اصلی و ۶۱ مقوله فرعی شد.

کدگذاری مربوط به عوامل تعیین کننده ریسک در بازارهای سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس در جدول ۳ بیان شده است. اولین گام در روش مدل سازی ساختاری تفسیری، تشکیل ماتریس خودتعاملی است. در این مرحله روابط بین عوامل تعیین کننده ریسک اثرگذار در بازده سهام به صورت زوجی بر پایه شرح جدول (۴) می‌باشد.

در گام بعدی ماتریس دستیابی از تبدیل ماتریس خودتعاملی ساختاری به یک ماتریس دو ارزشی صفر و یک به دست می‌آید. جهت استخراج ماتریس دستیابی ابتدا قرینه متناظر حروف اختصاری در زیر قطر اصلی ماتریس تکمیل می‌گردد. به عنوان مثال در خانه ماتریس اثرگذاری در جدول ۶ بیان شده است که R1 بر R2 اثر گذاشته و حرف اختصاری v قرار گرفته است بنابراین در خانه ماتریس اثرگذاری R2 بر R1 حرف اختصاری A قرار خواهد گرفت به این معنی که R2 تأثیری بر R1 ندارد. سپس در هر سطر ماتریس خودتعاملی به جای علائم X, V از عدد ۱ و به جای علائم A, O عدد صفر استفاده می‌شود. ماتریس دستیابی در جدول ۵ شرح داده شده است.

جدول ۳. کدگذاری عوامل

نماد اختصاری	کدهای نهایی	کدهای فرعی
R1	ویژگی های شرکت	اندازه شرکت پیچیدگی فعالیت شرکت عمر شرکت
R2	سرمایه گذاران	سهامداران نهادی مالکیت نهادی
R3	وضعیت مالی	رشد فروش سود خالص سود عملیاتی خالص جریان های نقد عملیاتی سود تقسیمی اقدام تعهدی
R4	نسبت های اهرمی	اهرم مالی اهرم عملیاتی نسبت بدهی
R5	سودآوری	نوسانات سود/جریان های نقدی نرخ سود نوسان قیمت سهام فرصت های رشد
R6	نقدینگی	سرمایه در گردش
R7	گزارشگری مالی	کیفیت گزارشگری مالی

نماد اختصاری	کدهای نهایی	کدهای فرعی
R8	کلان اقتصادی	نرخ تورم نرخ ارز حجم پول تولید ناخالص داخلی نرخ بهره سیاست های پولی مالی عدم اطمینان اقتصادی جهانی شدن
R9	نسبت های فعالیت شرکت	شفافیت دارایی ها تقارن اطلاعاتی گردش دارایی خالص
R10	نقش هیئت مدیره و مدیریت ارشد	سطح دانش مدیران میزان استقلال هیئت مدیره قدرت مذاکره مدیران
R11	کلان نظارتی	تحکیم صنعت مقررات زدایی فشار نظارتی
R12	بازده بازار	تنوع پذیری ارزش بازار در شرکت حجم و ارزش مبادلات سرعت مبادلات فرصت های بازار

جدول ۴. ماتریس خودتعاملی

R12	R11	R10	R9	R8	R7	R6	R5	R4	R3	R2	R1	
A	A	A	V	X	V	X	X	X	X	V	X	R1
X	X	X	X	X	X	A	X	X	X	X		R2
X	X	X	A	X	X	A	A	A	X			R3
A	A	A	X	X	V	A	X	X				R4
X	X	X	X	X	V	X	X					R5
X	O	O	A	X	X	X						R6
X	A	A	A	X	X							R7
X	X	X	X	X								R8
X	X	A	X									R9
X	X	X										R10
V	X											R11
X												R12

جدول ۵. ماتریس دستیابی اولیه

R12	R11	R10	R9	R8	R7	R6	R5	R4	R3	R2	R1	
0	0	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1	R1
1	1	1	1	1	1	0	1	1	1	1	0	R2
1	1	1	0	1	1	0	0	0	1	1	1	R3
0	0	0	1	1	1	0	1	1	1	1	1	R4
1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	R5
1	0	0	0	1	1	1	1	1	1	1	1	R6
1	0	0	0	1	1	1	0	0	1	1	0	R7
1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	R8

R12	R11	R10	R9	R8	R7	R6	R5	R4	R3	R2	R1	
1	1	0	1	1	1	1	1	1	1	1	0	R9
1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	R10
1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	R11
1	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	R12

جدول ۶. ماتریس دستیابی نهایی

نفوذ	R12	R11	R10	R9	R8	R7	R6	R5	R4	R3	R2	R1	
10	1*	0	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1	R1
10	1	1	1	1	1	1	0	1	1	1	1	0	R2
9	1	1	1	0	1	1	0	1*	0	1	1	1	R3
10	1*	0	0	1	1	1	1*	1	1	1	1	1	R4
12	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	R5
9	1	0	0	0	1	1	1	1	1	1	1	1	R6
7	1	1*	0	0	1	1	1	0	0	1	1	0	R7
12	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	R8
11	1	1	1*	1	1	1	1	1	1	1	1	0	R9
12	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	R10
12	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	R11
11	1	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	R12
	12	8	8	9	12	12	10	11	10	12	12	9	وابستگی

مشخص شده و سپس سطح بندی به صورت صعودی انجام می-گیرد.

قاعده ۲: به قاعده تکرار معروف است. طبق این قاعده، مجموع فراوانی leads to (خروجی) و ستون مشترک مینا قرار می گیرد. به طوریکه در هر تکرار عنصر یا عنصرهایی که دارای min فراوانی هستند سطح بندی شده و در تکرار بعدی حذف می شوند (آذر و بیات، ۲۰۰۸). قاعده ۳: براساس ماتریس خودتعاملی ساختاری SSIM و رعایت اصل انتقال، روابط ۲ به ۲ عناصر را براساس سطوح تعریف شده ترسیم می شود. بر طبق اصل انتقال، روابط مستقیم در سطح متوالی K و K-1 و روابط افقی در درون سطر اتفاق می افتد. روابط بین ۲ عنصر غیرمتوالی براساس زنجیره های گراف تعیین می شود. به عبارت دیگر مجموع آثار غیرمستقیم همان اثر مستقیم است. بنابراین در گام آخر پس از تعیین سطوح هر یک از عوامل نیاز است تا مدل ساختاری عوامل تعیین کننده ریسک متناسب با تعداد سطوح شکل گرفته و ارتباط بین این عوامل ترسیم شود. مدل ساختاری تفسیری عوامل تعیین کننده ریسک تأثیر گذار بر بازده سهام به شرح نمودار ۱ ارائه شده است.

پس از ترسیم مدل ساختاری عوامل تعیین کننده ریسک، هر یک از عوامل ۱۲ گانه براساس قدرت نفوذ و وابستگی در تحلیل MICMAC ارزیابی می شوند. تجزیه و تحلیل میک مک بر پایه قدرت نفوذ بر روی محور افقی (تعداد عناصری که عنصر i

در مدل ساختاری تفسیری روابط متقابل و تأثیر گذاری بین معیارهای سطوح مختلف به خوبی نشان داده شده است که موجب درک بهتر فضای تصمیم گیری به وسیله مدیران می شود. جهت تعیین معیارهای کلیدی، قدرت نفوذ (تعداد عناصری که عنصر i بر آنها تأثیر می گذارد) و وابستگی (تعداد عناصری که بر عنصر i تأثیر می گذارند)، که از قدرت نفوذ و وابستگی در تحلیل میک مک استفاده می شود. پس از سازگاری و تدوین ماتریس دستیابی، قدرت نفوذ و وابستگی هر یک از عوامل شناسایی شده و به شرح جدول ۵ بیان شده است. نهایتاً در گام بعدی جهت تعیین روابط و سطح بندی عوامل در مدل ساختاری تفسیری باید مجموعه خروجی ها (شامل خودمعیار و معیارهایی که از آن تأثیر می پذیرند) و مجموعه ورودی ها (شامل خودمعیار و معیارهایی که بر آن تأثیر می گذارند) برای هر یک از عوامل بیان شده استخراج می شود. پس از تعیین مجموعه خروجی ها و مجموعه ورودی ها، اشتراک دو مجموعه محاسبه می شود. در مرحله سطح بندی مجموع خروجی و مجموع مشترک باهم تلفیق شده و محاسبه می شوند. برای سطح بندی عناصر قواعد مختلفی وجود دارد پیشنهاد شده است که قواعد پایه به قواعد وارفیلد معروف اند:

قاعده ۱: مینیمم فراوانی و سطح بندی به طریق صعودی انجام می گیرد. مجموع فراوانی عناصر مجموع خروجی و مجموع مشترک مشخص شده و کمترین فراوانی به عنوان سطح ۱

بحث و نتیجه گیری

هدف از پژوهش حاضر شناسایی و سطح بندی عوامل تعیین کننده ریسک تأثیرگذار در بازده سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. براساس نتایج پژوهش، عوامل تعیین کننده ریسک شامل ویژگی های شرکت، سرمایه گذاران، وضعیت مالی، نسبت های اهرمی، سودآوری، نقدینگی، گزارشگری مالی، هیئت مدیره و مدیریت ارشد، نسبت های فعالیت شرکت، کلان اقتصادی و کلان نظارتی، بازده بازار می باشد. یافته های پژوهش حاکی از آن است که عوامل کلان اقتصادی در سطح هفتم مدل قرار دارند که بیشترین تأثیرگذاری را بر سایر عوامل تعیین کننده ریسک دارند که لازم است این عامل که شامل نرخ تورم، حجم پول، تولید ناخالص داخلی، نرخ بهره، سیاست های پولی مالی و عدم اطمینان ها است مورد توجه سیاستمداران این حوزه قرار گیرد و با یافتن بهترین استراتژی ها و راهکارهای عملی بتوانند شرایط مناسب اقتصادی ایجاد کنند. در سطح ششم عوامل بازده بازار و سودآوری قرار دارند که تحت تأثیر مستقیم عوامل کلان اقتصادی هستند. بازده بازار و سودآوری می توانند به طور مستقیم بر عوامل سطح پنجم که سرمایه گذاران و نقش هیئت مدیره و مدیران ارشد و عوامل کلان نظارتی است اثرگذار باشند. با افزایش نظارت بر چگونگی انجام وظایف، اعمال فشار نظارتی و عمل کردن براساس قانون می توان میزان سود شرکت را ارتقا داد همچنین میزان قدرت مذاکره مدیران و استقلال و اختیار مدیران بسیار در این زمینه تأثیرگذار است. مالکیت نهادی و سهامداران نهادی نیز در این سطح قرار دارند. در سطح بعدی نسبت های فعالیت شرکت قرار دارند که تحت تأثیر عوامل سطوح قبلی همچون سرمایه گذاران، هیئت مدیره و مدیران ارشد، کلان نظارتی هستند. نسبت های فعالیت شرکت که شامل شفافیت دارایی ها، تقارن اطلاعاتی، گردش دارایی خالص است که بر وضعیت مالی شرکت تأثیرگذار هستند. وضعیت مالی شرکت در سطح سوم قرار دارد که بر ویژگی های شرکت همچون عمر شرکت، پیچیدگی شرکت، اندازه شرکت تأثیرگذار است همچنین علاوه بر ویژگی های شرکت، بر نسبت های اهرمی تأثیرگذار است. ویژگی های شرکت و نسبت های اهرمی بر نقدینگی و گزارشگری مالی که در سطح اول مدل قرار دارند تأثیرگذار هستند. در حقیقت نقدینگی و گزارشگری مالی تأثیرپذیرترین عوامل در مدل ساختاری تفسیری هستند که تحت تأثیر سایر عوامل قرار دارند. عوامل کلان اقتصادی نیز تأثیرگذارترین عامل در میان عوامل تعیین کننده ریسک در مدل ساختاری تفسیری هستند. در ماتریس MICMAC نیز نشان داده شد که تمامی عوامل شناسایی شده در بخش پیوندی قرار دارند که هم از لحاظ وابستگی و هم از

لحاظ قدرت هدایت و نفوذ در سطح بالایی هستند. یافته های پژوهش حاضر با تحقیقات ونترونی (۲۰۲۲) در زمینه تأثیر و نقش هیئت مدیره، گزارشات و اندازه سازمان بر بازده سهام مطابقت و همخوانی دارد. همچنین هوی و همکاران (۲۰۲۰) به تأثیر عوامل کلان اقتصادی پرداخته اند و بیان کرده اند که رشد ناخالص داخلی، نرخ وام و ... می تواند بر بازده سهام تأثیرگذار باشد. لنچر و گاتزرت (۲۰۱۷) نیز در پژوهش خود به عواملی همچون اندازه، تنوع و نوع صنعت، همچنین اهرم مالی پرداخته اند که جزو عوامل تعیین ریسک هستند که می توانند بر بازده سهام تأثیرگذار باشند. گاتزرت و همکاران (۲۰۱۵) نیز به سطح مالکیت نهادی اشاره کرده اند. آسیایی اقدام و همکاران (۱۴۰۱) و محمدی و همکاران (۱۴۰۰) نیز به نقش متغیرهای کلان بر بازده سهام در شرکت های پذیرفته شده پرداخته اند که نتایج پژوهش حاضر با یافته های پژوهش های آنها هم راستا است.

محدودیت های پژوهش

مهمترین محدودیت تحقیق حاضر محدودیتهایی است که در اعتبار درونی، بیرونی و سازمان تأثیر می گذارد. این مقاله می تواند در توسعه ادبیات مورد بحث و کمک به محققان مؤثر باشد. هر پژوهشی با توجه به زمان و مکان اجرا و دسترسی به اطلاعات با محدودیت هایی مواجه است که یکی از محدودیت های پژوهش کیفی، امکان دخالت و بروز پیش فرض ها و تعصبات فردی محقق است که پژوهش حاضر نیز از این محدودیت مستثنی نبوده البته در پژوهش حاضر پژوهشگر تلاش نموده تا حد امکان مصاحبه ها بدون سوگیری انجام شود. همچنین مهم ترین محدودیت، محدودیت زمانی است که در تعمق معرفتی موردنظر پژوهشگر مؤثر بوده است. این مطالعه زمینه ای مستعد برای پژوهش های تکمیلی را فراهم نموده است که هر یک با روشن نمودن گوشه ای از ظرایف پنهان آن به شناخت متغیرهای پژوهش کمک نمایند. از دیگر محدودیت های پژوهش می توان به عدم امکان مطالعه میدانی در کشورهای پیشناز به منظور بهره مندی از تجربیات جهانی و گستردگی موضوع اشاره کرد.

پیشنهادات برای پژوهش های آتی

در نهایت به پژوهشگران در راستای پیشنهاد برای تحقیقات آتی توصیه می شود به بررسی ارتباط هریک از عوامل ۱۲ گانه عوامل تعیین کننده ریسک با بازده سهام به طور مستقل بپردازند. همچنین پیشنهاد می شود با توجه به اینکه تاکنون مدلی مبنی بر ارائه استراتژی های اثربخش در راستای تأثیر عوامل تعیین کننده ریسک بر بازده سهام ارائه نشده است با استفاده از رویکرد

- Gius, D., Mieszala, J., Panayiotou, E., & Poppensieker, T. (2018). Value and resilience through better risk management. Vol. 6. McKinsey on Risk, 1-10.
- Golshan, N. M., and S. A. Rasid, (2012), Determinants of Enterprise Risk Management Adoption: An Empirical Analysis of Malaysian Public Listed Firms, *International Journal of Social and Human Sciences*, 6: 119-126.
- Heikal, M., Khaddafi, M., & Ummah, A. (2014). Influence analysis of return on assets (ROA), return on equity (ROE), net profit margin (NPM), debt to equity ratio (DER), and current ratio (CR), against corporate profit growth in automotive in Indonesia Stock Exchange. *International Journal of Academic Research in Business and Social Sciences*, 4(12), 101.
- Hou, K., & Van Dijk, M. A. (2019). Resurrecting the size effect: Firm size, profitability shocks, and expected stock returns. *The Review of Financial Studies*, 32(7), 2850-2889.
- Husaini, A. (2012). Pengaruh Variabel Return On Assets, Return On Equity, Net Profit Margin Dan Earning Per Share Terhadap Harga Saham Perusahaan. *Jurnal Profit*. 6(1).
- Huy, D. T. N., Dat, P. M., & Anh, P. T. (2020). BUILDING AN ECONOMETRIC MODEL OF SELECTED FACTORS'IMPACT ON STOCK PRICE: A CASE STUDY. *Journal of Security & Sustainability Issues*, 9.
- Jiang, F., Lee, J., Martin, X., & Zhou, G. (2019). Manager sentiment and stock returns. *Journal of Financial Economics*, 132(1), 126-149.
- Languju O., Marjam M., dan Hizkia H.D.T. (2016). Pengaruh Return on Equity, Ukuran Perusahaan, Price Earning Ratio, dan Struktur Modal Terhadap Nilai Perusahaan Property and Real Estate Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Berkala Ilmiah Efisiensi*. 16(02).
- Lechner, P., & Gatzert, N. (2018). Determinants and value of enterprise risk management: empirical evidence from Germany. *The European Journal of Finance*, 24(10), 867-887.
- Liebenberg, A. P., and R. E. Hoyt, (2011), The Determinants of Enterprise Risk Management: Evidence from the Appointment of Chief Risk Officers, *Risk Management and Insurance Review*, 6(1): 37-52
- Obrimah, O. A. (2021). Valuation Implications of Market Incompleteness: A Robust Empirically Tractable Characterization of Stock Market Incompleteness. *Available at SSRN 3284879*.
- Pagach, D., and R. Warr, (2011), The Characteristics of Firms that Hire Chief Risk Officers, *Journal of Risk and Insurance*, 78(1): 185-211.
- Razali, A. R., A. S. Yazid, and I. M. Tahir. (2011). "The Determinants of Enterprise Risk Management (ERM) Practices in Malaysian Public Listed Companies." *Journal of Social and Development Sciences* 1 (5): 202-207
- Richtermeyer, S. B. (2018). Enterprise Risk Management Integrating with Strategy and Performance. *USA, Massachusetts: COSO*.
- دلفی فازی، به شناسایی و اولویت‌بندی استراتژی‌های اثربخش پرداخته شود.
- ### فهرست منابع
- آسیابی اقدم، لیلا، رحیم زاده، اشکان، رجائی، یداله. (۱۴۰۱). اثر متغیرهای اقتصادی بر رفتار قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار. *اقتصاد مالی*، ۱۶ (۵۹). ۱۰۵-۱۲۶.
- محمدی، محمد، عبدالله پور، فاروق، قدمیاری، نسرين. (۱۴۰۰). بررسی تاثیر متغیرهای کلان اقتصادی بر رابطه کیفیت گزارشگری مالی و بازده سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *چشم‌انداز حسابداری و مدیریت*، ۴ (۵۱)، ۷۸-۹۵.
- یعقوبی نژاد، فرهاد و فرخ، مجتبی (۱۳۹۶). ارایه مدلی جهت توسعه پایدار با رویکرد مدلسازی ساختاری تفسیری (مورد مطالعاتی: شرکت فروآلیاز)، سومین کنفرانس بین المللی مدیریت، حسابداری و اقتصاد دانش بنیان با تاکید بر اقتصاد مقاومتی، تهران
- Ardimas, W., dan W. (2014). Pengaruh Kinerja Keuangan dan Corporate Social Responsibility Terhadap Nilai Perusahaan Pada Bank Go Public Yang Terdaftar di BEI.
- Attri, R.; Dev, N., & Sharma, V. (2013). Interpretive structural modelling (ISM) approach: An overview. *Research Journal of Management Sciences*, 23(19), 11-71.
- Azar, A & Bayat, K. (2008). Business central process model design with interpretive structural modeling (ISM) approach. *Information Technology Management Quarterly*, 1(1), 3-18.
- Dang, V. C., & Nguyen, Q. K. (2024). Internal corporate governance and stock price crash risk: Evidence from Vietnam. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 14(1), 24-41.
- Domingo, R. S., Piñeiro-Chousa, J., & López-Cabarcos, M. Á. (2020). What factors drive returns on initial coin offerings?. *Technological Forecasting and Social Change*, 153, 119915.
- Dranev, Y., Frolova, K., & Ochirova, E. (2019). The impact of fintech M&A on stock returns. *Research in International Business and Finance*, 48, 353-364.
- Ellul, A. (2015). The role of risk management in corporate governance. *Annual review of financial economics*, 7, 279-299.
- Gatzert, N., & Martin, M. (2015). Determinants and value of enterprise risk management: Empirical evidence from the literature. *Risk Management and Insurance Review*, 18(1), 29-53.
- Gibson Brandon, R., Krueger, P., & Schmidt, P. S. (2021). ESG rating disagreement and stock returns. *Financial Analysts Journal*, 77(4), 104-127.

- Sadgrove, K. (2016). *The complete guide to business risk management*. Routledge.
- Santoso, L., Bangun, N., & Yuniarwati, Y. (2020). Factors Affect Company Value In Manufacturing Companies Listed In Indonesia Stock Exchange. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, 22(1), 1-12
- Venturini, A. (2022). Climate change, risk factors and stock returns: A review of the literature. *International Review of Financial Analysis*, 79, 101934.



Accounting Knowledge & Management Auditing

Vol. 15/ No. 59/ Autumn 2026

Interpretive structural modeling of risk determining factors affecting stock returns of companies listed on the Tehran Stock Exchange

Mostafa Abdolahi

PhD student, Department of Accounting, Kashan branch, Islamic Azad University, Kashan, Iran,
m.abdolahi3356@iaukashan.ac.ir

Hasan Ghodrati

Assistant professor, Department of Accounting, Kashan branch, Islamic Azad University, Kashan, Iran,
(corresponding author)
Dr.Ghodrati@iau.ac.ir

Aliakbar Farzinfar

Assistant Professor, Department of Accounting, Kashan Branch, Islamic Azad University, Kashan, Iran,
A.Farzinfar@iaukashan.ac.ir

Hossein Jabari

Assistant Professor, Department of Accounting, Kashan Branch, Islamic Azad University, Kashan, Iran,
h.jabbari@iaukashan.ac.ir

Abstract

Stock yield is one of the most important criteria for making decisions in the stock exchange, which has informational content and is used by investors in financial analysis and forecasting. Investors can predict stock returns based on risk factors. Therefore, the purpose of the current research is to identify and stratify the factors that determine risk affecting the stock returns of companies listed on the Tehran Stock Exchange. The identification of risk determinants was carried out with the qualitative content analysis method of the research background and semi-structured interviews based on the theoretical saturation technique with 18 professors of accounting, financial management and economics. The validity and reliability of the interviews were confirmed by the method of relative content validity and Cohen's kappa index, respectively. Coding of interviews using MAXQDA software led to the identification of 12 risk determining factors. In order to stratify the identified risk determining factors, the opinions of 61 middle and senior managers of the companies admitted to the Tehran Stock Exchange were used with the purposeful sampling method and with the help of a questionnaire. Validity and reliability of the questionnaire were confirmed using content validity and test-post-test method. The factors identified by the interpretive structural method led to the formation of seven levels, the most effective macroeconomic factors and the most effective liquidity and financial reporting factors. modeling the factors that determine the risk affecting stock returns can lead to reducing the theoretical gap of the research and inform managers, investors and policy makers about the importance of the most influential factors so that by strengthening these factors they can invest. provide more

Keywords: risk determinants, stock returns, interpretive structural modeling