



فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری  
سال یازدهم / شماره چهل و یکم / بهار ۱۴۰۱

## اثرات افشای اطلاعات آینده نگر بر واکنش قیمت سهام در شرایط عدم اطمینان محیط بیرونی

سید محمدرضا مسعودیان

دانشجوی دکتری حسابداری، واحد فیروزکوه، دانشگاه آزاد اسلامی، فیروزکوه، ایران

سید یوسف احدی سرکائی

استادیار گروه حسابداری، واحد فیروزکوه، دانشگاه آزاد اسلامی، فیروزکوه، ایران (نویسنده مسئول).

محمد محمودی

دانشیار گروه حسابداری، واحد فیروزکوه، دانشگاه آزاد اسلامی، فیروزکوه، ایران.

صالح قوبدل دوست کوبی

دانشیار گروه علوم اقتصادی، واحد فیروزکوه، دانشگاه آزاد اسلامی، فیروزکوه، ایران.

تاریخ دریافت: ۱۴۰۰/۰۱/۳۱ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۰/۰۲/۰۴

### چکیده

اطلاعات یا جملات آینده‌نگر، به اطلاعاتی اطلاق می‌شود که بار معنایی آتی دارند. این اطلاعات، شامل اطلاعاتی دربارهٔ آینده شرکت است که ممکن است بعدها به عنوان اطلاعات تاریخی (نتایج واقعی) ارائه شوند. اطلاعات آینده‌نگر در واقع باورها و انتظارات مدیر را از عوامل اثرگذار بر عملکرد شرکت، همراه با ارائه مفروضات و پیش‌فرض‌ها به سهامداران و سرمایه‌گذاران ارائه می‌دهد. هدف اصلی این پژوهش بررسی تاثیر افشای اطلاعات آینده‌نگر بر واکنش قیمت سهام می‌باشد. بدین منظور داده‌های ۱۴۰ شرکت تولیدی پذیرفته شده در بورس و فرابورس تهران طی سال‌های ۱۳۹۴ تا ۱۳۹۸ از طریق داده‌های ترکیبی مورد بررسی و تحلیل قرار می‌گیرند. به منظور بررسی تاثیر افشای اطلاعات آینده‌نگر بر واکنش قیمت سهام از مدل اولسون (۱۹۹۵) بهره گرفته می‌شود و سپس از طریق آزمون Z وونگ معناداری ضرایب تعیین مدل اولسون (۱۹۹۵) و مدل فرضیه اول مورد مقایسه قرار می‌گیرند. به علاوه برای اندازه‌گیری افشای اطلاعات آینده‌نگر ابتدا تاثیر واژه‌های آینده‌نگر به پیروی از تحقیق (حسنین و حوسینی، ۲۰۱۵) توسط تحلیلگران مالی مورد نظرسنجی قرار می‌گیرند. سپس با استفاده از روش سوارا که یکی از روش‌های تصمیم‌گیری چند شاخصه است واژه‌های تاثیرگذار بر تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاران وزن‌دهی می‌شوند. نتایج پژوهش فرضیه اول نشان می‌دهد که افشای اطلاعات آینده‌نگر در نمونه‌های مورد بررسی دارای بار اطلاعاتی بالایی نبود و موجب واکنش قیمت سهام نمی‌شود. همچنین نتایج

فرضیه دوم نشان می‌دهد که دو معیار عدم اطمینان محیط بیرونی (ضریب تغییرات فروش و ضریب تغییرات P/E) بر رابطه بین افشای اطلاعات آینده‌نگر و واکنش قیمت سهام تاثیر مثبت و معناداری دارد.

**واژه‌های کلیدی:** افشای اطلاعات آینده‌نگر، واکنش قیمت سهام، عدم اطمینان محیطی، روش سوارا، آزمون Z و وونگ.

### ۱- مقدمه

سرمایه‌گذاران، اعتباردهندگان و سایر استفاده‌کنندگان از اطلاعات مالی شرکت‌ها علاوه بر اطلاعات تاریخی، نیاز به اطلاعاتی درباره آینده واحدهای اقتصادی نیز دارند. یکی از این اطلاعات پیش‌بینی سود توسط مدیریت واحد تجاری می‌باشد که مورد توجه سرمایه‌گذاران و بازار سهام قرار می‌گیرد. پیش‌بینی سود هر سهم، نوعی افشای شرکتی است که اطلاعاتی درباره سود مورد انتظار شرکت ارائه می‌کند (هیرست و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۰۸). افشای اختیاری و اجباری دو مجرای ارتباطی مهم مدیران برای انتقال اطلاعات به سهامداران بیرونی است. این دو نوع افشا، اطلاعات ارزشمند و مربوطی دارد و بر قیمت اوراق بهادار تأثیر می‌گذارد (فرانسیس و همکاران<sup>۲</sup>، ۲۰۰۸). مطالعات اخیر نشان داده‌اند که پیش‌بینی‌های مدیریتی اطلاعات بیشتری را نسبت به سایر منابع حسابداری در اختیار سرمایه‌گذاران قرار می‌دهد (بایر و همکاران<sup>۳</sup>، ۲۰۱۰). سابقه طولانی ادبیات پیش‌بینی شده نشان می‌دهد که قیمت سهام به اطلاعات منتشره در پیش‌بینی‌های سود مدیریت پاسخ می‌دهد (بوزانیک و همکاران<sup>۴</sup>، ۲۰۱۸).

سیاست‌گذاران حسابداری بعد از وقوع چندین ورشکستگی بر اهمیت کیفیت صورت‌های مالی برای افزایش کارایی و شفافیت در بازار سرمایه تأکید دارند. تداوم الزام به بهبود افشای شرکت‌ها، سودمندی صورت‌های مالی سنتی را در رفع کردن نیازهای اطلاعاتی سرمایه‌گذاران با چالش مواجه کرده است (مکچونی و همکاران<sup>۵</sup>، ۲۰۱۳). برای کاهش این چالش، استفاده از افشای روایتی<sup>۶</sup> همراه صورت‌های مالی پیشنهاد شده است (بیتی و همکاران<sup>۷</sup>، ۲۰۰۸). در ایران نیز در اواخر آبان سال ۱۳۹۵، به دلیل تقاضای عمومی فعالان و سرمایه‌گذاران مبنی بر کاهش توقف نمادها و مطالبه<sup>۸</sup> جدی مبنی بر تقویت نقدشوندگی بازار، مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی طی بررسی وضعیت توقف نمادها در بازار و همچنین بررسی رویه‌های توقف و بازگشایی نماد در دیگر کشورها مشخص کرد که غالب توقف‌ها، به دلیل تعدیل گزارش پیش‌بینی سود بوده و همچنین کشورهای دیگر رویه‌های مشخص و مدونی برای توقف نماد به صورت کوتاه‌مدت و بلند مدت، و همچنین تعلیق نماد در اختیار دارند. در میان این بررسی‌ها، مشخص شد تمامی ناشران پذیرفته شده در غالب کشورها، همراه با صورت‌های مالی گزارشی ارائه می‌کنند که مدیریت شرکت از طریق این گزارش تلاش می‌کند تا سهامداران فعلی و سرمایه‌گذاران را نسبت به وضعیت گذشته، جاری و آینده شرکت مطلع سازند (محسنی و همکاران، ۱۳۹۸).

در کشورهای آمریکایی (مانند ایالات متحده و کانادا) از این گزارش به عنوان گزارش بحث و تجزیه و تحلیل<sup>۹</sup>، غالب کشورهای اروپایی به عنوان تفسیر مدیریت<sup>۹</sup>، در کشور انگلیس از آن به گزارش بررسی وضعیت

مالی و عملیاتی<sup>۱۱</sup> و در آلمان با عنوان گزارش مدیران<sup>۱۱</sup> یاد می‌شود. بررسی‌های بیشتر نشان داد که هیئت استانداردهای بین‌المللی حسابداری (IASB) نیز با جمع‌بندی رویه‌های غالب کشورهای که از این گزارش استفاده می‌کردند ذیل یک گزارش واحد، از آن به‌عنوان گزارش تفسیری مدیریت یاد کرده است. مطالعات بیشتر سازمان را به این نتیجه رساند که گزارش تفسیری مدیریت قابلیت جایگزینی با گزارش پیش‌بینی سود را دارد. لذا به منظور جلوگیری از بروز خلأ اطلاعاتی، گزارش تفسیری مدیریت که همراه صورت‌های مالی ارائه می‌شود، در دستورالعمل اجرایی افشای اطلاعات شرکت‌های ثبت شده نزد سازمان، الزامی شد (بوزانیک و همکاران<sup>۱۲</sup>، ۲۰۱۸). تمام الزامات گزارش روایتی توصیه می‌کند که تجزیه و تحلیل و بحث در گزارش روایتی باید جهت‌گیری آینده نگر داشته باشد، بنابراین شرکت‌ها باید این نوع اطلاعات را ارائه دهند (حسین و حوسینی<sup>۱۳</sup>، ۲۰۱۵). گزارش تفسیری مدیریت به مدیران واحدهای تجاری این اختیار را داده است که علاوه بر افشای اجباری اجزای گزارش تفسیری مدیریت، سایر اطلاعات مکمل فراهم کنند برای استفاده‌کنندگان محتوای اطلاعاتی را افشا کند (براون و تاکر<sup>۱۴</sup>، ۲۰۱۱). از اینرو، سودمندی و کیفیت گزارش تفسیری مدیریت از دیدگاه سیاستگذاران حسابداری موضوع مهمی است. پژوهش‌های قبلی از جمله نتایج براون و همکاران<sup>۱۵</sup> (۱۹۹۹)، کلارکسون و همکاران<sup>۱۶</sup> (۱۹۹۹)، لی (۲۰۱۷) و براون و تاکر<sup>۱۷</sup> (۲۰۱۱) کیفیت گزارش تفسیری مدیریت را بررسی کرده‌اند. نتایج پژوهش‌های آنها نشان داد که کیفیت گزارش تفسیری مدیریت بر قیمت سهم تأثیر دارد. بارتون و مرکز<sup>۱۸</sup> (۲۰۰۵) و کیانکی و کاپلن<sup>۱۹</sup> (۲۰۱۰) در پژوهشی تجربی نشان دادند تفسیرهای اتکاپذیر مدیران درباره عملکرد مالی منفی می‌تواند بر قضاوت سرمایه‌گذاران غیرحرفه‌ای و تحلیلگران مالی تأثیر بگذارد. همچنین، نتایج آنها نشان داد تفسیرهای مدیریت برای عملکرد واحد تجاری می‌تواند بر قضاوت سرمایه‌گذاران غیرحرفه‌ای و تحلیلگران مالی درباره پایداری سود شرکت تأثیر بگذارد.

تمام گزارش‌های تفسیری مدیریت که در سطح جهان تولید می‌شوند در برگیرنده جملاتی است که از آن به جملات آینده‌نگر یاد می‌شود. اطلاعات یا جملات آینده‌نگر، به اطلاعاتی اطلاق می‌شود که بار معنایی آتی دارند. این اطلاعات، شامل اطلاعاتی درباره آینده (به طور مثال، اطلاعاتی درباره چشم‌اندازها و برنامه‌ها) است که ممکن است بعدها به عنوان اطلاعات تاریخی (نتایج واقعی) ارائه شوند. جملات آینده‌نگر پیش‌بینی محسوب نمی‌شوند اما به مدیر اجازه می‌دهد تا باورها و انتظارات خود را از عوامل اثرگذار بر عملکرد شرکت، همراه با ارائه مفروضات و پیش‌فرض‌ها به سهامداران و سرمایه‌گذاران ارائه دهد. لازم به یادآوری است که مدیر نمی‌تواند صرفاً چشم‌اندازی مثبت و بدون پشتوانه به سهامداران ارائه کند بلکه باید به‌صورت تحلیلی و با استفاده از منابع دقیق و متقن از جملات آینده‌نگر استفاده کند. چنانچه اطلاعات آینده‌نگر را بدون پشتوانه ارائه کند، این اقدام می‌تواند به‌عنوان دستکاری بازار مورد مجازات قرار گیرد. در گزارش تفسیری مدیریت، مدیر می‌تواند تغییر در مفروضات خود را هر سه ماه یکبار از طریق گزارش‌های دوره‌ای بیان کند یا در صورتی که تغییر در آن اثر با اهمیتی بر عملکرد شرکت دارد، ذیل افشای اطلاعات با اهمیت، تغییرات حاصل را به اطلاع سهامداران و سرمایه‌گذاران رساند. مدیر باید توضیح دهد که چرا و چگونه عملکرد واحد تجاری، کمتر، بیشتر و یا معادل موارد افشای آینده‌نگر در گزارش تفسیری مدیریت در دوره قبل بوده است. به طور مثال، در صورتیکه مدیر، اهدافی را در

دوره‌های گزارشگری قبل اعلام کرده باشد، باید عملکرد واقعی شرکت در دوره گزارشگری جاری را گزارش و انحرافات مهم از اهداف تعیین شده قبلی و همچنین پیامدهای این انحرافات در خصوص انتظارات مدیر را تشریح کند. براساس آنچه ذکر شد، می‌توان گزارش تفسیری مدیریت را جایگزین مناسبی برای گزارش پیش‌بینی سود مد نظر قرار داد (محسنی و همکاران، ۱۳۹۸).

با توجه به ادبیات و پژوهش‌های انجام شده می‌توان گفت که افشای اطلاعات آینده نگر دارای محتوای اطلاعاتی می‌باشد. این پژوهش سعی دارد تاثیر افشای اطلاعات آینده‌نگر را بر واکنش قیمت سهام بررسی نماید برای این منظور از مدل اولسون<sup>۲۰</sup> (۱۹۹۵) بهره گرفته می‌شود. همچنین در پژوهش‌های گذشته رابطه بین افشای اطلاعات آینده نگر با واکنش قیمت سهام در شرایط عدم اطمینان محیطی بررسی نگردیده است. عدم اطمینان محیطی به این معنی است که تصمیم‌گیرندگان درباره عوامل محیطی اطلاعات کافی ندارند و برای پیش‌بینی تغییرات خارجی با مشکل روبرو می‌شوند. از طرفی می‌توان گفت آنچه بر سازمان تاثیر می‌گذارد، شرایط محیطی نیست بلکه بیشتر برداشتهای تصمیم‌گیرندگان سازمان در مورد میزان عدم اطمینان محیطی است. لذا این پژوهش قصد دارد توجه تصمیم‌گیرندگان در شرایط عدم اطمینان محیطی را بررسی نماید. با این منظور که آیا استفاده کنندگان از اطلاعات مالی در شرایط محیطی نامطمئن به افشای اطلاعات آینده‌نگر توجه دارند و این اطلاعات باعث واکنش آنها می‌شود یا خیر؟ برای اندازه‌گیری افشای اطلاعات آینده نگر و به منظور کمی کردن واژه‌هایی که ماهیت علامت دهی در گزارشات تفسیری را دارند از روش سوارا<sup>۲۱</sup> بهره گرفته شد. روش سوارا یکی از روشهای تصمیم‌گیری چند شاخصه است که هدف آن محاسبه وزن معیارها و زیرمعیارها است. این روش هدفش وزن‌دهی به معیارهای می‌باشد. روش سوارا توسط کرسولین و همکاران<sup>۲۲</sup> (۲۰۱۰) معرفی شد. در این روش معیارها بر اساس ارزش رتبه بندی می‌شوند. در این روش به مهمترین معیار رتبه یک و به کم اهمیت ترین معیار رتبه آخر داده می‌شود. در نهایت معیارها بر اساس مقادیر متوسط اهمیت نسبی اولویت‌بندی می‌شوند این تکنیک بر مبنای نظرات خبرگان استوار است و یک روش کاملاً قضاوتی است. در این روش کارشناسان (پاسخ دهندگان) نقش مهمی در تعیین وزن معیارها دارند. ملاحظات محیط اطلاعاتی و عدم اطمینان و تاثیر آن بر تصمیم‌گیری‌های مدیریتی موجبات افشای بیشتر گزارشات آینده نگر را فراهم می‌آورد. زیرا در شرایط عدم اطمینان سایر اطلاعات آینده نگر می‌تواند باعث بهبود پیش‌بینی‌ها گردد. رویکرد تحقیق حاضر و روشن کردن اهمیت افشای اطلاعات آینده نگر برای واکنش قیمت سهام است. بنابراین از این حیث موضوع پژوهش نوآوری دارد. همچنین یکی دیگر از جنبه‌های نوآوری در روش پژوهش و مدل‌های آزمون فرضیه‌ها می‌باشد. به منظور اندازه‌گیری متغیر اطلاعات آینده‌نگر از روش سوارا که یکی از روش‌های تصمیم‌گیری چندشاخصه می‌باشد استفاده می‌شود و به منظور بررسی واکنش قیمت سهام نسبت به اطلاعات آینده نگر از بسط و گسترش مدل السون (۱۹۹۵) بهره گرفته می‌شود. انتظار براین است تا نتایج این پژوهش بتواند دستاورد و ارزش افزوده علمی به شرح زیر داشته باشد: اول این که نتایج این تحقیق می‌تواند موجب بسط مبنای نظری متون مرتبط با افشای اطلاعات آینده نگر و واکنش قیمت سهام گردد. دوم نتایج تحقیق به عنوان یک دستاورد علمی می‌تواند اطلاعات سودمندی را در اختیار سرمایه‌گذاران، اعتباردهندگان و مدیران جهت

رسیدن به اهداف خود قرارداد دهد. سوم این که نتایج این پژوهش می‌تواند ایده‌های جدیدی برای انجام پژوهش‌های بعدی در خصوص موضوع تحقیق پیشنهاد نماید.

## ۲- مبانی نظری و پیشینه پژوهش

یکی از انگیزه‌های تولید اطلاعات و گزارشگری مالی را می‌توان با تکیه بر تئوری نمایندگی<sup>۲۳</sup> مورد بررسی قرار داد. جدایی بین مالکیت و کنترل یک مشکل نمایندگی و به ویژه یک مسئله عدم تقارن اطلاعاتی ایجاد می‌کند، جایی که فعالان بازار معتقدند که مدیران تمایل دارند به نفع خود رفتار کنند (جنسن و مک‌لینگ<sup>۲۴</sup>، ۱۹۷۶). عدم تقارن اطلاعاتی زمانی پدید می‌آید که مدیریت نسبت به مالکیت دارای مزیت اطلاعاتی قابل توجهی باشد. این مزیت اطلاعاتی تصمیم‌گیری افراد بیرون از سازمان را با چالش مواجه می‌سازد، زیرا آنها نسبت به مدیران از اطلاعات کمتری در رابطه با چشم اندازه‌های آتی شرکت در اختیار دارند. بر این اساس، هر مکانیزمی که برای غلبه بر عدم تقارن اطلاعاتی در نظر گرفته شده باشد، برای موفقیت بازار مالی بسیار مهم است (رونن و یاری<sup>۲۵</sup>، ۲۰۰۲).

علاوه بر مسئله عدم تقارن اطلاعاتی، عدم قطعیت<sup>۲۶</sup> یا عدم اطمینان محیطی یکی از پدیده‌هایی است که تصمیم‌گیری افراد را تحت شعاع قرار می‌دهد. تغییرات قیمت سهام شرکت‌ها، تغییر قیمت کالاها، موفقیت یک فعالیت اقتصادی، سودآوری شرکت‌ها و مواردی از این قبیل نیز تحت تاثیر فاکتورهای متعددی می‌باشند که پیش از وقوع آن نمی‌توان با اطمینان کامل در مورد آنها سخن گفت. بنابراین باید پذیرفت که عدم اطمینان جز لاینفک محیط اقتصادی محسوب می‌شود؛ از این رو باید به دنبال راه کاری بود تا با بهره‌گیری از آن اثرات سوء ناشی از عدم اطمینان را کاهش داد و تصمیمات بهتری اتخاذ نمود (مهرانی و همکاران، ۱۳۹۶). یکی از موثرترین مکانیزم‌ها در کاهش چنین مشکلاتی، اطلاع‌رسانی به سرمایه‌گذاران از طریق افشای اطلاعات است. به طور کلی، افشا برای عملکرد بازار سرمایه بسیار مهم است (هلی و پالپو<sup>۲۷</sup>، ۲۰۰۱). بر اساس تئوری افشاء<sup>۲۸</sup>، افشاگری به عنوان «هرگونه انتشار عمدی اطلاعات، اعم از کمی یا کیفی، اجباری یا داوطلبانه یا از طریق کانال‌های رسمی یا غیررسمی» تعریف می‌شود. افشای اطلاعات مالی بسیار مهم است. با این حال، فقط بخشی از عملکرد کلی شرکت را فراهم می‌کند. بدین ترتیب، افشاگری بر نتایج کوتاه مدت کسب و کار تمرکز دارد، و تأکید اندکی بر پتانسیل ارزش بلند مدت آنها دارد. هیئت استاندارد حسابداری بین‌المللی (IASB) استدلال می‌کند که «اگر صورت‌های مالی برای دستیابی به اهداف گزارشگری مالی کافی نباشد، آنگاه IASB باید فوراً افشای سایر اطلاعات را برای کمک به گزارش‌های مالی در رسیدن به اهداف خود در نظر بگیرد». بنابراین، نیاز به اطلاعات دیگری فراتر از صورت‌های مالی رایج است که بر افشای مالی گذشته‌نگر و کمی تأکید دارند. این نوع اطلاعات ممکن است شفافیت بیشتری در مورد زندگی تجاری شرکت‌ها فراهم کند (حسنین و حوسینی، ۲۰۱۵).

الزامات و رویه‌های افشاگری در حال توسعه و تدوین است. به عنوان مثال گزارش‌های روایتی توصیه می‌کند که تجزیه و تحلیل و بحث در گزارش روایتی باید جهت‌گیری آینده‌نگر داشته باشد، بنابراین شرکت‌ها باید این نوع اطلاعات را ارائه دهند. هیئت استاندارد حسابداری بین‌المللی (IASB) پیشنهاد می‌کند که «گزارش

تفسیری مدیریت باید شامل اطلاعات آینده‌نگر باشد. چنین اطلاعاتی باید به میزان تغییر وضعیت مالی، نقدینگی و عملکرد واحد تجاری در آینده و دلیل آن متمرکز باشد و شامل ارزیابی مدیریت از چشم انداز واحد تجاری با توجه به نتایج دوره فعلی باشد. مدیریت باید اطلاعات آینده‌نگرانه را از طریق توضیحات روایتی یا از طریق داده‌های کمی ارائه دهد (هیئت استاندارد حسابداری بین‌المللی، ۲۰۱۰). علاوه بر این، هیئت استاندارد حسابداری مالی (FASB) ارتباط اطلاعات آینده‌نگر را از این نظر تفسیر می‌کند که صورت‌های مالی فاقد توانایی ارائه اطلاعات مربوط به کاربران و در نتیجه انواع دیگر اطلاعات مانند جستجوی اطلاعات ممکن است برای این منظور باشد. این امر توضیح می‌دهد که عملکرد حسابداری در یک سازمان، مسئولیت ارائه اطلاعات مفید به سرمایه‌گذاران برای تصمیم‌گیری را بر عهده دارد. از آنجا که وظیفه حسابداری کمک به تصمیم‌گیری است، لازم است اطلاعات دارای چشم انداز آینده باشد. صورت‌های مالی تدوین شده فقط می‌تواند اطلاعات تاریخی را در خود جای دهد، اما؛ یک گزارش روایتی توانایی گنجانیدن این نوع افشای اطلاعات را دارد (هیئت استاندارد حسابداری مالی، ۲۰۰۱).

بعلاوه، از لحاظ نظری، تئوری علامت‌دهی<sup>۲۹</sup> ممکن است دیدگاه دیگری فراهم کند که ممکن است سودمندی افشای اطلاعات آینده‌نگر را توضیح دهد. طبق نظریه علامت‌دهی، شرکت‌هایی که عملکرد ضعیفی دارند (به عنوان مثال ضرر و زیان) ممکن است افشای آینده‌نگرانه‌تری ارائه دهند تا نقاط قوت خود را برای از بین بردن ضرر در آینده نشان دهند. مطالعات قبلی استدلال می‌کنند که مدیران شرکت‌های زیان ده بیشتر به منظور جلب سرمایه‌گذاران افشای اطلاعات آینده‌نگر ارائه می‌دهند. در این مورد اخبار ناخوشایند (به عنوان مثال، ضرر و زیان)، مدیران متوجه می‌شوند که قیمت سهام باید تأثیر منفی بگذارد. در نتیجه، به منظور کاهش این تأثیر منفی یا حتی معکوس کردن تأثیر اخبار ناخوشایند در بازده قیمت سهام، مدیران تمایل دارند اطلاعات آینده‌نگرانه‌تری را افشا کنند که سرمایه‌گذاران را از ماندگاری آینده سرمایه‌گذاری اطمینان می‌دهد. برای نمونه، کلارکسون و همکاران (۱۹۹۴) دریافتند که انتشار اطلاعات آینده‌نگر در گزارش‌های سالانه با توجه به عملکرد آینده آموزنده است. علاوه بر این، لی (۲۰۱۰) دریافت که اظهارات آینده‌نگر در گزارشات مدیریت با توجه به عملکرد شرکت در آینده حائز اهمیت است. بر خلاف اطلاعات مالی که عمدتاً درباره عملکرد گذشته شرکت‌ها می‌باشد، اطلاعات آینده‌نگر<sup>۳۰</sup> (FLS) درباره روند توسعه آینده شرکت است که می‌تواند اطلاعات مربوطتری جهت تصمیم‌گیری برای سرمایه‌گذاران فراهم کند. بنابراین افشای اطلاعات آینده‌نگر می‌تواند عدم تقارن اطلاعاتی بین شرکت‌ها و تأمین‌کنندگان منابع مالی خارجی را کاهش دهد، اما شناسایی آن‌ها توسط سرمایه‌گذاران مشکل است (تان و لیو<sup>۳۱</sup>، ۲۰۱۷). بنابراین پشتوانه ادبیات و فرضیه‌های پژوهش در چارچوب تئوری نمایندگی، تئوری عدم اطمینان محیطی، تئوری افشاء و تئوری اطلاع‌رسانی قرار دارد.

در پژوهش‌های انجام شده در خارج از کشور، حسینین و همکاران<sup>۳۲</sup> (۲۰۱۹) در پژوهش خود تحت عنوان «آیا افشای اطلاعات آینده‌نگر بر ارزشگذاری سرمایه‌گذاران از شرکت‌های سهامی انگلیس اثرگذار است؟» به این نتیجه رسیدند که افشای اطلاعات آینده‌نگر تأثیری چندانی در ارزش شرکت‌های با عملکرد بالا ندارند، اگرچه ارزیابی مطلوب سرمایه‌گذاران ارزش شرکت‌هایی با عملکرد ضعیف را تقویت می‌نمایند. همچنین این محققان به

این نتیجه رسیدند که شرکت‌هایی که توسط مؤسسات حسابرسی بزرگ، حسابرسی می‌شوند از اعتبار بیشتری برخوردار هستند. پاپاج و استروچک<sup>۳۳</sup> (۲۰۱۹) نیز در تحقیقی با عنوان «افشای اطلاعات آتی به عنوان یک عامل ریسک در حسابداری (مطالعه موردی لهستان)» نشان دادند که مسئله ریسک حسابداری از منظر افشای آتی تحلیل می‌شود. نتایج کلی نشان‌دهنده سطح نسبتاً پایین افشای اطلاعات پیشین است که می‌تواند منجر به نگرانی نسبت به ریسک در حسابداری شود. با این حال، ممکن است تغییراتی در نتایج در میان صنایع مشاهده شود. همچنین، موسی المیر<sup>۳۴</sup> (۲۰۱۸) در تحقیقی با عنوان «عوامل مؤثر بر میزان افشای اطلاعات آینده‌نگر شرکت‌ها» پرداخته و نتایج حاصل نشان می‌دهد که ویژگی‌های شرکت از جمله اندازه شرکت، اهرم مالی، نوع بخش، سود آوری دارای رابطه مثبت و معنادار با سطح افشای اطلاعات آینده نگر دارد که از بین آنها اهرم مالی دارای بیشترین اثر است؛ و همچنین از بین معیارهای سود آوری، نقدینگی شرکت دارای اثر کمی بر میزان افشای اطلاعات آینده‌نگر دارد. در ادامه، بوژانیک و همکاران (۲۰۱۸) در بررسی پیش‌بینی مدیریت سود و گزارشات آینده نگر، بین افشای گزارشات کمی درباره درآمد و سود و سایر گزارشات آینده نگر غیرمشابه به پیش‌بینی تمایز قائل شدند. نتایج آنها نشان داد که، مانند پیش‌بینی سود، سایر آینده‌نگر، پاسخ‌های سرمایه‌گذاران و تحلیلگران را به میزان قابل توجهی تحت تاثیر قرار می‌دهد. برخلاف پیش‌بینی‌های سود، سایر گزارشات آینده نگر زمانی بیشتر صادر می‌شوند که عدم قطعیت بالاتر است. به علاوه کراس و همکاران<sup>۳۵</sup> (۲۰۱۷) در پژوهش خود به «بررسی عدم قطعیت درباره ویژگی‌های کیفی افشای اطلاعات آینده نگر» پرداختند. یافته‌های حاصل از پژوهش این تحقیق بیان می‌کند که در شرایط بحران‌های اقتصادی میزان کیفیت اطلاعات کاهش می‌یابد ولی در مقابل کمیت اطلاعات رو به افزایش است.

در ایران نیز تعداد محدودی از تحقیقات مرتبط با موضوع پژوهش می‌باشد. فتوحی و همکاران (۱۴۰۰) به ارزیابی تاثیر مقوله‌های الگوی افشای اطلاعات آینده نگر پرداختند. روش پژوهش با استفاده از مدل یابی معادلات ساختاری مبتنی بر رویکرد کمترین مربعات جزئی انجام شد. پژوهش آنها با استفاده از ابزار پرسشنامه از میان فعالان بازار سرمایه از جمله تحلیل‌گران و سرمایه‌گذاران و مدیران مالی و حساب‌رسان به تعداد ۳۶۸ نفر با روش نمونه‌گیری تصادفی ساده جامعه آماری اجرا گردید. آزمون فرضیه‌ها با روش معادلات ساختاری و با استفاده از نرم افزار پی ال اس صورت گرفت. تحلیل عاملی تأییدی به روش کمترین مربعات جزئی جهت اعتبار یابی ۱۱ متغیر اصلی و گویه‌های افشای اطلاعات آتی مورد استفاده قرار گرفت. یافته‌های حاصل از معادلات ساختاری بیانگر ارتباط مطلوب در ساختار عاملی الگو می‌باشد بدین صورت که شرایط علی، زمینه‌ای و مداخله‌گر بر پدیده مقوله محوری ارتباط معناداری دارد. همچنین مقوله محوری بر راهبردها ارتباط معناداری دارد. در نهایت، راهبردها اثر میانجی و معناداری بر روابط بین مقوله محوری بر پیامدها دارد. همچنین مروتی و همکاران (۱۳۹۸) در پژوهشی تحت عنوان بررسی رابطه بین تخصص کمیته حسابرسی و افشای اطلاعات آینده نگر با تأکید بر نقش کیفیت حسابرسی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران» را مورد بررسی قرار داده و یافته‌های پژوهش نشان می‌دهند که بین تخصص کمیته حسابرسی و افشای اطلاعات آینده نگر رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. احتمال اینکه کیفیت حسابرسی بتواند بر تخصص کمیته حسابرسی و افشای

اطلاعات مالی آینده نگر اثر داشته باشد نیز تأیید شد. حمیدیان و همکاران (۱۳۹۶) پژوهشی با عنوان «بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی و افشای اطلاعات آتی بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران» انجام داده و هدف از این تحقیق بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی و افشای اطلاعات آتی بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. نتایج حاصل نشان داد که حاکمیت شرکتی با کیفیت افشای سال بعد رابطه معنادار و مثبتی، وجود دارد. در ادامه ایمانی و عبدی (۱۳۹۵) در بررسی تأثیر هموارسازی سود بر ضریب واکنش سودهای آتی با اثر تعدیلگر محیط‌های مختلف اطلاعاتی نشان دادند که هموارسازی سود بر ضریب واکنش سودهای آتی تأثیر منفی و معنادار دارد. به علاوه محیط اطلاعاتی قوی موجب می‌شود هموارسازی سود، ضریب واکنش سودهای آتی را به طور معناداری افزایش دهد. سدید و همکاران (۱۳۹۴) در پژوهش خود به «بررسی عوامل مؤثر بر سطح افشا اطلاعات آتی در گزارش‌های سالانه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران» پرداختند. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که بین متغیرهای اندازه شرکت، نسبت بدهی، اندازه موسسه حسابرسی و سود آوری با سطح افشا اطلاعات آتی حسابداری رابطه معناداری وجود دارد و بین متغیرهای تمرکز مالکیت و سن شرکت با سطح افشا اطلاعات آتی حسابداری رابطه معناداری وجود ندارد.

### ۳- فرضیه های پژوهش

در عصر اطلاعات سرمایه‌گذاران به شکل منطقی به اطلاعات جدید واکنش نشان می‌دهند، در این بین اطلاعات مالی شرکت از اهمیت ویژه‌ای نزد سرمایه‌گذاران برخوردار است. شفافیت و عدم وجود ابهامات محیطی در اطلاعات دریافتی از سوی سرمایه‌گذاران منجر می‌شود که آنان واکنشی صحیح به اطلاعات داده و قیمت سهام به ارزش ذاتی آن نزدیک گردد. اطلاعات مالی همچنین می‌تواند به صورت غیرکمی بوده و دارای بار اطلاعاتی مثبت باشد. در این میان گزارشات مدیریت حائز اهمیت می‌باشد. به عبارتی مدیریت با استفاده از واژه‌ها و کلماتی به استفاده‌کنندگان در رابطه با عملیات آتی شرکت اطلاع‌رسانی می‌کند. سرمایه‌گذاران آگاه در شرایط محیطی نامتقارن می‌توانند با دریافت این اطلاعات در پیش‌بینی‌های خود منطقی‌تر عمل نمایند. بنابراین انتظار می‌رود وجود اطلاعات آینده نگر موجب واکنش قیمت سهام گردد. با توجه به مطالب فوق فرضیه‌های پژوهش به صورت زیر تدوین گردیدند.

**فرضیه اول:** افشای اطلاعات آینده نگر بر واکنش قیمت سهام تأثیر معناداری دارد.

**فرضیه دوم:** عدم اطمینان محیطی بیرونی بر رابطه بین افشای اطلاعات آینده نگر و واکنش قیمت سهام تأثیر معناداری دارد.

### ۴- روش‌شناسی

این پژوهش در چارچوب استدالات قیاسی-استقرایی صورت گرفته است. بدین ترتیب که مبانی نظری و پیشینه پژوهش از راه مطالعات کتابخانه‌ای، مقالات و مجلات الکترونیکی در قالب قیاسی و گردآوری اطلاعات برای تأیید و رد فرضیه‌ها بصورت استقرایی قرار گرفته است. همچنین این پژوهش مبتنی بر اطلاعات واقعی بازار



سهام، صورت‌های مالی و گزارش‌های بودجه و تفسیری مدیریت شرکت‌هاست. در این پژوهش با برداشت مستقیم اطلاعات مورد نیاز از صورت‌های مالی، گزارش‌های تفسیری و بودجه مدیریت و پایگاه اطلاعاتی ره‌آوردنویین مجموع داده‌های مورد نیاز برای آزمون فرضیه‌ها جمع‌آوری شده است. پس از انتخاب شرکت‌های نمونه جهت انجام برخی محاسبات از نرم‌افزار صفحه گسترده اکسل استفاده شده است. در تجزیه و تحلیل اطلاعات با توجه به نیاز، از مدل‌های رگرسیون داده‌های ترکیبی بهره گرفته شد و برای تجزیه و تحلیل اطلاعات از نرم‌افزار ایویوز<sup>۳۶</sup> استفاده گردید. برای قسمتی از اطلاعات که مربوط به جمع‌آوری متغیر اطلاعات آینده‌نگر می‌باشد از روش پیمایشی استفاده می‌گردد. پیمایش پژوهشی است که بر اساس انتخاب نمونه‌ای تصادفی و معرف از افراد جامعه پژوهش و پاسخ آن‌ها به یک مجموعه پرسش با استفاده از پرسشنامه، نظرسنجی و یا روش‌های دیگر به مطالعه وضع موجود اعم از نگرش‌ها، عقیده‌ها، رفتارها و بطور کلی استخراج اطلاعات درباره فرضیه‌ها، می‌پردازد. در این پژوهش ابتدا واژه‌هایی که مبین اطاعات آینده نگر بود توسط خبره‌ها مورد نظر سنجی قرار گرفت. سپس توسط روش سوارا که یکی از روش‌های تصمیم‌گیری چندشاخصه است رتبه‌بندی می‌شوند. سپس اطلاعات وزن داده شده از گزارشات بودجه و گزارشات تفسیری مدیریت استخراج می‌گردند.

#### ۴-۱ متغیرهای پژوهش و نحوه اندازه‌گیری آنها

##### متغیر وابسته

**واکنش قیمت به سود سهام:** در این پژوهش ضریب واکنش سود که واکنش بازار به تغییرات سود هر سهم را مورد سنجش قرار می‌دهد از طریق رگرسیون قیمت و سود هر سهم به دست می‌آید و بیان‌کننده این مساله می‌باشد که تا چه حد اطلاعات مربوط به سود در قیمت سهام تاثیر می‌گذارد. برای محاسبه ضریب واکنش سود از مدل اولسون (۱۹۹۵) استفاده می‌شود (پورزندی و همکاران، ۱۳۹۲).  
رابطه (۱)

$$P_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 BVE_{i,t} + \beta_2 EPS_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$P_{i,t}$ : قیمت هر سهم در پایان سال مالی.

$BVE_{i,t}$ : ارزش دفتری هر سهم.

$EPS_{i,t}$ : سود هر سهم قبل از اقلام غیرمترقبه.

ضریب EPS به عنوان واکنش قیمت به سود ملاک عمل قرار می‌گیرد.

## متغیر مستقل

افشای اطلاعات آینده‌نگر: در این پژوهش افشای اطلاعات به صورت زیر می‌باشد (بوزانیک و همکاران، ۲۰۱۸). افشای اطلاعات آینده نگر غیر کمی؛ اگر اطلاعات آینده نگرانه توسط شرکتها افشا شود مقدار یک و در غیر این صورت مقدار صفر لحاظ می‌شود.

برای تعیین واژه‌های آینده نگر به پیروی از پژوهش (حسنین و حوسینی، ۲۰۱۵) ۳۸ واژه‌ای که از نظر تحلیلگران مالی موجب واکنش و انگیزه سرمایه‌گذاران در تصمیم‌گیری می‌شود از طریق پرسشنامه گردآوری می‌شود. سپس واژه‌های تایید شده با استفاده از روش تصمیم‌گیری چند شاخصه (سوارا) وزن دهی می‌شوند. تعداد واژه‌ها و نحوه تایید آنها در فصل چهارم نشان داده می‌شوند. گام‌های اصلی برای وزن‌دهی بر اساس روش سوارا به شرح زیر است (کرسولین و همکاران، ۲۰۱۰).

(۱) مرتب کردن شاخص‌ها: در ابتدا شاخص‌های مورد نظر تصمیم‌گیرندگان به عنوان شاخص‌های نهایی و بر اساس درجه اهمیت، انتخاب و مرتب می‌شوند. بر این اساس، مهم‌ترین شاخص‌ها در رده‌های بالاتر و شاخص‌های کم اهمیت‌تر در رده‌های پایین‌تر قرار می‌گیرند.

(۲) تعیین اهمیت نسبی هر شاخص ( $S_j$ ): در این مرحله می‌بایست اهمیت نسبی هر کدام از شاخص‌ها نسبت به شاخص مهم‌تر قبلی مشخص گردد که در این فرایند روش سوارا این مقدار با  $S_j$  نشان داده می‌شود.

(۳) محاسبه ضریب  $K_j$ : ضریب  $K_j$  که تابعی از مقدار اهمیت نسبی هر شاخص می‌باشد با استفاده از رابطه (۲) محاسبه می‌گردد.

رابطه (۲)

$$K_j = S_j + 1$$

(۴) محاسبه وزن اولیه هر شاخص: وزن اولیه شاخص‌ها از طریق رابطه (۳) قابل محاسبه می‌باشد. در این رابطه باید توجه داشت که وزن شاخص نخست که مهم‌ترین شاخص است برابر با ۱ در نظر گرفته می‌شود.

رابطه (۳)

$$q_j = \frac{q_{j-1}}{K_j}$$

(۵) محاسبه وزن نهایی نرمال: در آخرین گام از روش سوارا وزن نهایی شاخص‌ها که وزن نرمال شده نیز محسوب می‌گردد از طریق رابطه (۴) محاسبه می‌شود.

رابطه (۴)

$$w_j = \frac{q_j}{\sum q_j}$$

در انتها وزن نهایی واژه‌ها در کدهای مشخص شده در گزارش‌های تفسیری مدیریت ضرب می‌گردند.

### متغیر تعدیلگر

#### عدم اطمینان محیط بیرونی

الف) ضریب تغییرات فروش: هرچه نوسان فروش بیشتر باشد، محیط فعالیت شرکت با عدم اطمینان بیشتری همراه است (گوش و اولسون<sup>۳۷</sup>، ۲۰۰۸).

رابطه (۵)

$$En\_U_{it} = \frac{\delta(sales_{i,t})}{\mu(sales_{i,t})}$$

En\_U<sub>it</sub>: بیانگر ضریب تغییرات فروش است و شاخصی برای اندازه‌گیری متغیر عدم اطمینان محیطی است.

$\delta(sales_{i,t})$ : بیانگر انحراف معیار فروش‌های شرکت طی یک دوره ۴ ساله.

$\mu(sales_{i,t})$ : بیانگر میانگین فروش‌های شرکت طی یک دوره ۴ ساله.

#### ب) ضریب تغییرات نسبت P/E هر سهم:

رابطه (۶)

$$En\_U_{it} = \frac{\delta(p/e_{i,t})}{\mu(p/e_{i,t})}$$

En\_U<sub>it</sub>: بیانگر ضریب تغییرات P/E است و شاخصی برای اندازه‌گیری متغیر عدم اطمینان محیطی است.

$\delta(P/E_{i,t})$ : بیانگر انحراف معیار P/E شرکت طی یک دوره ۴ ساله.

$\mu(P/E_{i,t})$ : بیانگر میانگین P/E شرکت طی یک دوره ۴ ساله (بادآور نهندی و همکاران، ۱۳۹۲).

اگر مقادیر عدم اطمینان محیط بیرونی بزرگتر از میانه باشد مقدار یک و در غیر این صورت مقدار صفر لحاظ می‌شود.

### ۴-۲- مدل آزمون فرضیه‌های پژوهش

#### مدل رگرسیونی فرضیه اول

مدل رگرسیونی این پژوهش به پیروی از مدل اولسون (۱۹۹۵) می‌باشد. برای تایید یا عدم تایید فرضیه‌های پژوهش متغیرهای مورد بررسی در مدل اولسون (۱۹۹۵) لحاظ می‌گردند. در فرضیه اول با آزمون دو مدل زیر و مقایسه آنها از طریق آزمون Z و ونگ تاثیر افشای اطلاعات آینده‌نگر بر واکنش قیمت سهام مشخص می‌گردد. یکی از نوآوری‌های این پژوهش بسط و گسترش مدل اولسون (۱۹۹۵) می‌باشد. تا از این طریق بررسی گردد که آیا به جز سود هر سهم عامل دیگری می‌تواند موجب واکنش قیمت سهام گردد.

رابطه (۷)

$$P_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 BVE_{i,t} + \beta_2 EPS_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

رابطه (۸)

$$P_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 BVE_{i,t} + \beta_2 EPS_{i,t} + \beta_3 FLS_{i,t+1} + \beta_4 FLS_{i,t+1} \times EPS_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

برای تایید فرضیه ضرایب تعیین دو مدل با همدیگر مقایسه می‌شوند. برای حصول اطمینان از اینکه بین ضرایب تعیین دو مدل از لحاظ آماری تفاوت معناداری وجود آزمون Z انجام می‌شود.

### مدل رگرسیونی فرضیه دوم

رابطه (۹)

$$P_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 BVE_{i,t} + \beta_2 EPS_{i,t} + \beta_3 FLS_{i,t+1} + \beta_4 UC_{i,t} + \beta_5 FLS_{i,t+1} \times EPS_{i,t} \times UC + \varepsilon_{i,t}$$

در رابطه (۹) هر یک از متغیرهای عدم اطمینان محیطی به صورت جداگانه و با نقش متغیر تعدیلگر وارد مدل می‌شوند.

### ۵- یافته‌های پژوهش

یافته‌های پژوهش شامل دو قسمت می‌باشد. در قسمت اول تجزیه و تحلیل واژه‌های آینده نگر می‌باشد که برای دستیابی به این هدف از روش سوارا استفاده گردید. گزینه‌های پژوهش شناسایی شده سپس توسط روش CVR غربالگری و تایید شده و در انتها توسط روش سوارا وزن‌دهی و رتبه‌بندی شدند. تعداد خبرگان (تحلیلگران مالی) نیز ۱۵ نفر می‌باشند که به پرسشنامه‌ها امتیاز داده‌اند. در قسمت دوم نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش مورد تجزیه و تحلیل قرار می‌گیرد.

### ۵-۱- آمار توصیفی پاسخ دهندگان

در این بخش، جهت آشنایی با تعداد پاسخ‌دهندگان به پرسش‌نامه مقایسات زوجی از جنبه: جنسیت، سن، سابقه کار و تحصیلات به توصیف ویژگی‌های جمعیت شناختی پاسخ‌دهندگان پرداخته خواهد شد. با توجه به جدول (۱) ۷۳/۳۳ درصد از پاسخ‌دهندگان مرد و ۲۶/۶۷ درصد زن بوده‌اند. بیشترین فراوانی پاسخ‌دهندگان مربوط به گروه سنی ۳۰ تا ۴۰ بوده است و کمترین فراوانی مربوط به سن بین ۴۰ تا ۵۰ سال بوده است که تنها ۶/۶۷ درصد از پاسخ‌دهندگان را تشکیل می‌دهند. بیشترین پاسخ‌دهندگان دارای سابقه‌کاری بین ۵ تا ۱۰ سال بوده‌اند و کمترین فراوانی مربوط به سابقه کار بیش از ۱۵ سال با ۱۳/۳۳ درصد است. همچنین بیشترین فراوانی پاسخ‌دهندگان دارای مدرک کارشناسی با ۴۶/۶۷ درصد هستند و کمترین فراوانی مربوط به مدرک دکتری با ۱۳/۳۳ درصد است.

جدول (۱) توزیع فراوانی مربوط به پاسخ دهندگان

درصد فراوانی	فراوانی		
۷۳/۳۳	۱۱	مرد	جنسیت
۲۶/۶۷	۴	زن	
۲۰	۳	۳۰-۲۰	سن
۴۶/۶۷	۷	۴۰-۳۰	
۶۰/۶۷	۱	۵۰-۴۰	
۲۶/۶۶	۴	بالاتر از ۵۰	سابقه خدمت
۶۰	۹	۱۰-۵	
۲۶/۶۷	۴	۱۵-۱۰	
۱۳/۳۳	۲	بیشتر از ۱۵ سال	تحصیلات
۴۶/۶۷	۷	کارشناسی	
۴۰	۶	ارشد	
۱۳/۳۳	۲	دکتری	

یافته‌های پژوهش

#### ۲-۵- نتایج CVR

در این بخش ابتدا بر اساس مطالعه (حسنین و حوسینی، ۲۰۱۵) گزینه‌هایی که موجب انگیزه و واکنش بیشتر سرمایه گذاران می شدند استخراج گردیدند که شامل ۳۸ واژه آینده نگر می‌باشد سپس جهت تایید و یا غربالگری این عوامل از روایی محتوا CVR استفاده شد. بر این اساس شاخص‌ها در اختیار ۱۵ خبره (تحلیلگر) پژوهش قرار گرفت و از آن‌ها خواسته شد که بر اساس طیف «ضروری است»، «مفید اما غیرضروری» و «ضروری نیست» به ترتیب بر اساس ۱، ۲ و ۰ مشخص نمایند. بنابراین در صورتیکه حداقل مقدار CVR هر واژه از عدد ۰/۴۹ بیشتر باشد تایید می‌شود نتایج در جدول (۲) آورده شده است.

جدول (۲) مقادیر CVR و وضعیت نهایی عوامل

ردیف	معیار	CVR	وضعیت
۱	متعاقب	۰/۴۶۷	رد
۲	امکان	۰/۶۰۰	تایید
۳	توان	۰/۶۰۰	تایید
۴	تداوم	۰/۷۳۳	تایید
۵	درست جایگذاری شده	۰/۲۰۰	رد
۶	اطمینان	۰/۳۳۳	رد
۷	انگیزه	-۰/۴۶۷	رد

ردیف	معیار	CVR	وضعیت
۸	اهداف	۰/۷۳۳	تایید
۹	آینده	۰/۶۰۰	تایید
۱۰	کوتاه مدت	۰/۶۰۰	تایید
۱۱	برنامه	۰/۸۶۷	تایید
۱۲	خوش موقعیت	۰/۲۰۰	رد
۱۳	روند	۰/۷۳۳	تایید
۱۴	بلند مدت	۰/۳۳۳	رد
۱۵	نگاه	۰/۲۰۰	رد
۱۶	به دنبال	۰/۷۳۳	تایید
۱۷	تحقیق	۰/۸۶۷	تایید
۱۸	پروژه	۰/۶۰۰	تایید
۱۹	پیاده سازی	۰/۳۳۳	رد
۲۰	پیش بینی	۰/۶۰۰	تایید
۲۱	اراده	-۰/۴۶۷	رد
۲۲	امید	-۰/۴۶۷	رد
۲۳	چشم انداز	۰/۷۳۳	تایید
۲۴	حرکت	۰/۲۰۰	رد
۲۵	برنامه ریزی	۰/۷۳۳	تایید
۲۶	ارزیابی	۰/۶۰۰	تایید
۲۷	بعید	۰/۰۶۷	رد
۲۸	طرح	۰/۷۳۳	تایید
۲۹	منظر	۰/۰۶۷	رد
۳۰	تلاش	۰/۷۳۳	تایید
۳۱	سمت	-۰/۲۰۰	رد
۳۲	اجرا	۰/۷۳۳	تایید
۳۳	مزیت	-۰/۴۶۷	رد
۳۴	دستیابی	۰/۶۰۰	تایید
۳۵	موردانتظار	۰/۸۶۷	تایید
۳۶	میان مدت	۰/۲۰۰	رد
۳۷	نگرش	۰/۲۰۰	رد
۳۸	سعی	-۰/۰۶۷	رد

یافته‌های پژوهش

با توجه به نتایج CVR، ۲۰ واژه امتیاز لازم را کسب کرده و تایید شدند.

### ۵-۳- نتایج روش سوارا

در این بخش با استفاده از روش سوارا به تعیین وزن و اهمیت ۲۰ واژه تایید شده پژوهش پرداخته می‌شود ابتدا از ۱۵ خبره خواسته شد که بر اساس طیف ۱ تا ۵ لیکرت (۱- اهمیت خیلی کم، ۲- اهمیت کم، ۳- اهمیت متوسط، ۴- اهمیت زیاد، ۵- اهمیت خیلی زیاد) به هر واژه امتیاز دهند. سپس میانگین امتیازات هر شاخص محاسبه شد و سپس بر اساس الگوریتم سوارا وزن واژه‌ها محاسبه گردید.

جدول (۳) اوزان معیارها

Wj	qj	Kj	Sj	میانگین امتیاز	نام معیار
۸۲/۸۸	۱	۱	-	۴/۳۳۳	تحقق
۸۲/۳۲	۰/۹۳۸	۱/۰۶۷	۰/۰۶۷	۴/۲۶۷	طرح
۷۲/۸۰	۰/۸۷۹	۱/۰۶۷	۰/۰۶۷	۴/۲۰۰	چشم انداز
۷۲/۳۱	۰/۸۲۴	۱/۰۶۷	۰/۰۶۷	۴/۱۳۳	برنامه ریزی
۶۲/۸۶	۰/۷۷۲	۱/۰۶۷	۰/۰۶۷	۴/۰۶۷	موردانتظار
۶۲/۴۳	۰/۷۲۴	۱/۰۶۷	۰/۰۶۷	۴/۰۰۰	آینده
۶۲/۰۳	۰/۶۷۹	۱/۰۶۷	۰/۰۶۷	۳/۹۳۳	اهداف
۵۲/۶۵	۰/۶۳۷	۱/۰۶۷	۰/۰۶۷	۳/۸۶۷	پیش بینی
۴۲/۹۹	۰/۵۶۲	۱/۱۳۳	۰/۱۳۳	۳/۷۳۳	ارزیابی
۴۲/۶۷	۰/۵۲۷	۱/۰۶۷	۰/۰۶۷	۳/۶۶۷	دستیابی
۴۲/۳۸	۰/۴۹۴	۱/۰۶۷	۰/۰۶۷	۳/۶۰۰	برنامه
۴۲/۱۱	۰/۴۶۳	۱/۰۶۷	۰/۰۶۷	۳/۵۳۳	به دنبال
۳۲/۸۵	۰/۴۳۴	۱/۰۶۷	۰/۰۶۷	۳/۴۶۷	توان
۳۲/۶۱	۰/۴۰۷	۱/۰۶۷	۰/۰۶۷	۳/۴۰۰	تداوم
۳۲/۳۸	۰/۳۸۱	۱/۰۶۷	۰/۰۶۷	۳/۳۳۳	کوتاه مدت
۳۲/۱۷	۰/۳۵۷	۱/۰۶۷	۰/۰۶۷	۳/۲۶۷	پروژه
۲۲/۹۷	۰/۳۳۵	۱/۰۶۷	۰/۰۶۷	۳/۲۰۰	امکان
۲۲/۷۹	۰/۳۱۴	۱/۰۶۷	۰/۰۶۷	۳/۱۳۳	تلاش
۲۲/۶۱	۰/۲۹۵	۱/۰۶۷	۰/۰۶۷	۳/۰۶۷	اجرا
۲۲/۱۸	۰/۲۴۵	۱/۲۰۰	۰/۲۰۰	۲/۸۶۷	روند

یافته‌های پژوهش

## ۵-۴- آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

جدول (۴) متغیرهای پژوهش را نشان می‌دهد، با توجه به نزدیکی میانه و میانگین در اکثر متغیرها می‌توان بیان کرد تمام متغیرهای پژوهش از توزیع آماری مناسب و متقارن برخوردارند، و همچنین وجود انحراف معیار پایین در داده‌ها نشان‌دهنده نزدیک بودن توزیع داده‌ها از میانگین را نشان می‌دهد که این خود بیانگر پراکندگی کمتر و متجانس بودن توزیع داده‌ها است. میانگین قیمت هر سهم برابر با  $3/73$  است و نشان دهنده واکنش قیمت نسبت به سرمایه‌گذاری شرکت‌های نمونه می‌باشد. بیشترین و کمترین مقدار واکنش قیمت به ترتیب متعلق به شرکت درخشان تهران  $1395$  و صنعتی بارز  $1396$  می‌باشد. میانگین ارزش دفتری هر سهم شرکت‌های نمونه برابر با  $3/30$  بوده که بیانگر این موضوع می‌باشد که به طور متوسط  $3/30$  درصد از دارایی‌های شرکت‌های نمونه به ارزش دفتری نزدیک‌اند. بیشترین و کمترین مقدار ارزش دفتری هر سهم به ترتیب متعلق به شرکت دارو زهراوی  $1396$  و فیبر ایران  $1395$  می‌باشد. میانگین سود هر سهم شرکت‌های نمونه  $19/24$  - می‌باشد این نشان می‌دهد که در شرکت‌های نمونه سود سهام به صورت منفی و یا به عبارتی زیان وجود دارد. بیشترین و کمترین سود هر سهم به ترتیب متعلق به شرکت پارس دارو  $1398$  و دارو زهراوی  $1396$  می‌باشد. میانگین افشای اطلاعات آینده نگر  $0/25$  می‌باشد که نشان می‌دهد  $25$  درصد واژه‌های آینده‌نگر موجود در گزارشات تفسیری در تصمیم‌های سرمایه‌گذاری تاثیر گذار است. بیشترین و کمترین تاثیرگذاری به ترتیب متعلق به شرکت آذراب  $1396$  و مهرکام پارس  $1398$  می‌باشد.

جدول (۴) آمار توصیفی داده‌های پژوهش

متغیر	نماد	میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	انحراف معیار	جولگی	کشیدگی	تعداد مشاهدات
قیمت هر سهم	P	$3/73$	$3/64$	$5/34$	$2/82$	$0/48$	$0/74$	$3/50$	۷۰۰
ارزش دفتری هر سهم	BVE	$3/30$	$3/27$	$4/22$	$2/59$	$0/29$	$0/46$	$3/81$	
سود هر سهم	EPS	$-19/24$	$2/65$	$3/82$	$-634/43$	$90/60$	$-5/07$	$30/14$	
اطلاعات آینده نگر	FLS	$0/25$	$0/14$	$0/71$	$0/00$	$0/27$	$0/42$	$1/58$	
عدم اطمینان محیطی	UC1	$0/50$	$0/50$	$1/00$	$0/00$	$0/50$	$0/00$	$1/00$	
	UC2	$0/50$	$1/00$	$1/00$	$0/00$	$0/50$	$-0/01$	$1/00$	
تعدیلگر	FLSEPS	$-3/65$	$0/00$	$2/68$	$-451/90$	$30/66$	$-9/38$	$105/12$	
	FLSEPSUC1	$-3/37$	$0/00$	$2/68$	$-451/90$	$29/75$	$-10/06$	$117/90$	
	FLSEPSUC2	$-0/35$	$0/00$	$2/68$	$-216/68$	$10/84$	$-17/54$	$322/40$	

یافته‌های پژوهش



### ۵-۵- نتایج آزمون فرضیه اول پژوهش

فرضیه فرعی اول: افشای اطلاعات آینده نگر بر واکنش قیمت بازارسهم تاثیر معناداری دارد. نتایج حاصل از فرضیه فوق با استفاده از روش حداقل مربعات تعمیم یافته در جدول (۵) و (۶) ارائه گردیده است.

جدول (۵) نتیجه آزمون مدل رگرسیونی اول - فرضیه اول پژوهش

$P_{it} = \beta_0 + \beta_1 BVE_{it} + \beta_2 EPS_{it} + \epsilon_{it}$					
سطح خطا	مقادیر آماره تی	آماره استاندارد	ضرب برآورد شده	متغیرهای توضیحی	
				نماد	عنوان
۰/۳۳۳	۰/۹۷۰	۰/۰۹۹	۰/۰۹۶	BVE	ارزش دفتری هر سهم
۰/۰۱۰	-۲/۵۷۹	۰/۰۰۰	-۰/۰۰۱	EPS	سود هر سهم
۰/۰۰۰	۱۰/۳۹۸	۰/۳۲۷	۳/۳۹۷	C	عرض از مبدا
۱/۷۷۹	آماره F		۰/۲۴۳	ضرب تعیین	
۰/۰۰۰	احتمال (آماره F)		۰/۲۰۲	ضرب تعیین تعدیل شده	
			۲/۲۲۸	آماره دوربین واتسون	

یافته‌های پژوهش

جدول (۶) نتیجه آزمون مدل رگرسیونی دوم - فرضیه اول پژوهش

$P_{it} = \beta_0 + \beta_1 BVE_{it} + \beta_2 EPS_{it} + \beta_3 FLS_{i,t+1} + \beta_3 FLS_{i,t+1} \times EPS_{it} + \epsilon_{it}$					
سطح خطا	مقادیر آماره تی	آماره استاندارد	ضرب برآورد شده	متغیرهای توضیحی	
				نماد	عنوان
۰/۵۲۳	۰/۶۳۹	۰/۰۷۲	۰/۰۴۶	BVE	ارزش دفتری هر سهم
۰/۰۰۶	-۲/۷۷۹	۰/۰۰۰	-۰/۰۰۱	EPS	سود هر سهم
۰/۳۳۹	۰/۹۵۸	۰/۰۴۷	۰/۰۴۵	FLS	افشای اطلاعات آینده نگرانه
۰/۰۳۴	۱/۰۲۹	۰/۰۰۱	۰/۰۰۱	FLS × EPS	متغیر تعاملی
۰/۰۰۰	۱۴/۹۹۶	۰/۲۳۷	۳/۵۵۳	C	عرض از مبدا
۳/۰۸۴	آماره F		۰/۳۴۲	ضرب تعیین	
۰/۰۰۰	احتمال (آماره F)		۰/۲۹۹	ضرب تعیین تعدیل شده	
			۲/۲۱۵	آماره دوربین واتسون	

یافته‌های پژوهش

آماره F نشان‌دهنده برازش صحیح مدل می‌باشد، همانطور که در جداول (۵) و (۶) ملاحظه می‌گردد، احتمال آماره F در سطح خطای ۵ درصد و میزان اطمینان ۹۵ درصد معنی‌دار بوده و فرض خطی بودن مدل و معنی‌داری آن پذیرفته می‌شود. ضریب تعیین معیاری است که قوت رابطه میان متغیر مستقل و متغیر وابسته را تشریح می‌کند. که در جداول فوق ضرایب تعیین به ترتیب ۰/۲۴۳ و ۰/۳۴۲ است که نشان می‌دهد متغیرهای مستقل وارد شده در مدل به ترتیب ۲۴/۳ و ۳۴/۲ درصد از تغییرات متغیر وابسته را تبیین می‌کنند.

برای آزمون همبسته نبودن واریانس‌های بیان نشده در دوره‌های مختلف که یکی از فرضیه‌های تجزیه و تحلیل رگرسیون است و خودهمبستگی نامیده می‌شود، فرض استقلال خطاها از یکدیگر است. در صورتی که فرض استقلال خطاها رد شود و خطاها با یکدیگر همبستگی داشته باشند، امکان استفاده از رگرسیون وجود ندارد. به منظور بررسی استقلال خطاها از آزمون دوربین- واتسون استفاده شده است. چنان که آماره دوربین- واتسون در بازه ۱/۵ تا ۲/۵ قرار گیرد، فرضیه صفر آزمون (عدم خودهمبستگی بین خطاها) پذیرفته می‌شود و در غیر این صورت فرضیه صفر رد می‌شود. نتیجه آزمون دوربین- واتسون برای مدل‌های اول و دوم پژوهش نشان‌دهنده پذیرش فرضیه صفر و عدم خودهمبستگی بین خطاها می‌باشد.

با توجه به نتایج جدول (۵) ضریب بدست آمده سود هر سهم برابر با ۰/۰۰۱- می‌باشد و احتمال آماره آن ۰/۰۱۰ است. بنابراین می‌توان گفت بین سود هر سهم و واکنش قیمت سهام رابطه منفی و معناداری وجود دارد. همچنین با وارد کردن متغیر افشای اطلاعات آینده‌نگر به مدل نتایج جدول (۶) نشان می‌دهد که ضریب بدست آمده متغیر تعاملی افشای اطلاعات آینده‌نگر و سود هر سهم برابر با ۰/۰۰۱ می‌باشد و احتمال آماره آن ۰/۰۳۴ است. بنابراین می‌توان گفت بین متغیر تعاملی افشای اطلاعات آینده‌نگر و سود هر سهم با واکنش قیمت سهام رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. به منظور تایید فرضیه اول و تایید اینکه آیا افشای اطلاعات آینده‌نگر دارای بار اطلاعاتی بالاتری نسبت به سود هر سهم می‌باشد یا خیر ضریب تعیین مدل‌های فوق با استفاده از آزمون Z وونگ مقایسه شدند که نتایج در جدول (۷) نشان داده شده است.

جدول (۷) نتیجه آزمون وونگ مدل اول و دوم

آزمون وونگ مدل اول و دوم			
۰/۲۴۳	ضریب تعیین مدل اول		
۰/۳۴۲	ضریب تعیین مدل دوم		
۰/۸۷۹	سطح معناداری وونگ	۰/۱۵۲	آماره وونگ

همانطور که جدول (۷) نشان می‌دهد در آزمون وونگ ضرایب تعیین دو مدل با یکدیگر مقایسه می‌شود، و این مورد مقایسه می‌شود که آیا ضریب تعیین دو مدل دارای تفاوت معناداری است یا خیر؟ اگر سطح معناداری آزمون از ۰/۰۵ کمتر باشد، نتیجه گرفته می‌شود که تفاوت میان دو مدل اول و دوم معنادار است و اگر از ۰/۰۵

بیشتر باشد می‌توان گفت که تفاوت معناداری میان دو مدل وجود ندارد. همانطور که مشخص است سطح معناداری از ۰/۰۵ بیشتر است، در نتیجه نمی‌توان گفت که تفاوت معناداری میان دو مدل وجود دارد.

### ۵-۶ نتایج آزمون فرضیه دوم پژوهش

فرضیه دوم پژوهش: عدم اطمینان محیطی بیرونی بر رابطه بین افشای اطلاعات آینده نگر و واکنش قیمت سهام تاثیر معناداری دارد. نتایج حاصل از فرضیه فوق با استفاده از روش حداقل مربعات تعمیم یافته در جدول (۸) و (۹) ارائه گردیده است.

جدول (۸) نتیجه آزمون فرضیه دوم پژوهش

$P_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 BVE_{i,t} + \beta_2 EPS_{i,t} + \beta_3 FLS_{i,t+1} + \beta_4 UC1_{i,t} + \beta_5 FLS_{i,t+1} \times EPS_{i,t} \times UC1 + \varepsilon_{i,t}$					
سطح خطا	مقادیر آماره تی	آماره استاندارد	ضرب برآورد شده	متغیرهای توضیحی	
				نماد	عنوان
۰/۴۵۴	۰/۷۵۰	۰/۰۷۷	۰/۰۵۷	BVE	ارزش دفتری هر سهم
۰/۰۱۰	-۲/۶۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	EPS	سود هر سهم
۰/۴۷۶	۰/۷۱۳	۰/۰۴۸	۰/۰۳۴	FLS	افشای اطلاعات آینده نگرانه
۰/۰۳۰	-۱/۱۷۷	۰/۰۲۸	-۰/۰۳۳	UC2	عدم اطمینان محیطی - ضریب تغییرات فروش
۰/۰۱۸	۱/۴۱۴	۰/۰۰۱	۰/۰۰۱	FLS × EPS × UC1	متغیر تعاملی
۰/۰۰۰	۱۴/۲۵۳	۰/۲۴۸	۳/۵۳۶	C	عرض از مبدا
۳/۱۵۵	آماره F		۰/۴۵۰	مقادیر ضریب تعیین	
۰/۰۰۰	احتمال (آماره F)		۰/۳۰۷	ضریب تعیین تعدیل شده	
			۲/۳۲۲	آماره دوربین واتسون	

یافته‌های پژوهش

همانطور که در جدول (۸) مشاهده می‌شود ضریب برآوردی و آماره t متغیر تعاملی (FLS × EPS × UC1) به ترتیب به میزان ۰/۰۰۱ و ۱/۴۱۴ می‌باشد. با توجه به مقدار سطح خطا آن که به میزان ۰/۰۱۸ که بیانگر سطح خطا کمتر از ۵٪ است می‌توان گفت عدم اطمینان محیطی (ضریب تغییرات فروش) بر رابطه بین افشای اطلاعات آینده نگر و واکنش قیمت بازار سهام تاثیر مثبت و معناداری دارد.

جدول (۹) نتیجه آزمون فرضیه دوم پژوهش

$P_{it} = \beta_0 + \beta_1 BVE_{it} + \beta_2 EPS_{it} + \beta_3 FLS_{it+1} + \beta_4 UC2_{it} + \beta_5 FLS_{it+1} \times EPS_{it} \times UC2 + \varepsilon_{it}$					
سطح خطا	مقادیر آماره تی	آماره استاندارد	ضرب برآورد شده	متغیرهای توضیحی	
				نماد	عنوان
۰/۵۰۵	۰/۶۶۸	۰/۰۷۲	۰/۰۴۸	BVE	ارزش دفتری هر سهم
۰/۰۰۴	-۲/۹۳۲	۰/۰۰۰	-۰/۰۰۱	EPS	سود هر سهم
۰/۴۱۱	۰/۸۲۳	۰/۰۴۷	۰/۰۳۹	FLS	افشای اطلاعات آینده نگرانه
۰/۰۳۲	-۰/۹۷۱	۰/۰۳۷	-۰/۰۳۶	UC3	عدم اطمینان محیطی - ضریب تغییرات P/E
۰/۰۳۳	۰/۸۹۱	۰/۰۰۱	۰/۰۰۱	FLS × EPS × UC2	تعاملی
۰/۰۰۰	۱۵/۰۳۰	۰/۲۳۷	۳/۵۶۵	C	عرض از مبدا
۳/۰۶۱	آماره F		۰/۴۴۳	ضریب تعیین	
۰/۰۰۰	احتمال (آماره F)		۰/۲۹۸	ضریب تعیین تعدیل شده	
			۲/۳۲۴	آماره دوربین واتسون	

یافته‌های پژوهش

همانطور که در جدول (۹) مشاهده می‌شود ضریب برآوردی و آماره t متغیر تعاملی  $(FLS \times EPS \times UC2)$  به ترتیب به میزان ۰/۰۰۱ و ۰/۸۹۱ می‌باشد. با توجه به مقدار سطح خطا آن که به میزان ۰/۰۳۳ که بیانگر سطح خطا کمتر از ۵٪ است می‌توان گفت عدم اطمینان محیطی (ضریب تغییرات P/E) بر رابطه بین افشای اطلاعات آینده نگر و واکنش قیمت سهام تاثیر مثبت و معناداری دارد.

#### ۶- نتیجه‌گیری و پیشنهاد

سیاست‌گذاران حسابداری بعد از وقوع چندین ورشکستگی بر اهمیت کیفیت صورت‌های مالی برای افزایش کارایی و شفافیت در بازار سرمایه تاکید دارند. تداوم الزام به بهبود افشای شرکت‌ها، سودمندی صورت‌های مالی سنتی را در رفع کردن نیازهای اطلاعاتی سرمایه‌گذاران با چالش مواجه کرده است. برای کاهش این چالش، استفاده از افشای گزارشات تفسیری مدیریت همراه صورت‌های مالی پیشنهاد شده است. اطلاعات افشاء شده در گزارشات تفسیری مدیریت می‌تواند به عنوان سیگنالی برای تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران ملاک عمل قرار گیرد. این مساله در صورتی امکان پذیر می‌باشد که درک استفاده کنندگان از اطلاعات و جملاتی که دارای ماهیت آینده نگر هستند بالا باشد. در این صورت اطلاعات آینده نگر می‌تواند دارای بار اطلاعاتی بوده و موجب تغییر و واکنش بازار سهام گردد.

با توجه به نتایج فرضیه اول پژوهش که نشان داد که افشاء اطلاعات آینده نگر بر واکنش قیمت سهام تاثیر معناداری ندارد، می‌توان گفت که در اختیار گذاشتن اطلاعات آینده نگر توسط مدیریت در گزارشات تفسیری در شرکتهای مورد بررسی دارای مزیت اطلاعاتی نمی‌باشد. نتایج مدل اولسون (۱۹۹۵) در نمونه های مورد

بررسی بیانگر این موضوع بود که اطلاعات گذشته نگر شامل سود و ارزش دفتری بیشتر از اطلاعات افشاء شده در گزارشات دارای بار معنایی می باشد. محدودیت انتقال مفاهیم یکی دیگر از مواردی است که می تواند در نتایج فرضیه اول اثر گذار باشد. در واقع هنوز استفاده کنندگان اطلاعات دارای درک کافی برای تحلیل اطلاعات و جملات آینده نگر نمی باشند. درک و تحلیل نادرست سرمایه گذاران از این اطلاعات نشان داد که واژه های آینده نگر در بیان عملکرد شرکتهای دارای توان اطلاعاتی نبوده و واکنش و تغییری در بازار سهام حاصل نگردد. بنابراین می توان نتیجه گرفت برای شرکتهای ایرانی اطلاعات گذشته نگر قابلیت اعتماد بالاتری دارد. از آنجایی که کالاهای اطلاعاتی برای افراد متفاوت است، لذا بکارگیری اطلاعات آینده نگر بدون در نظر گرفتن بستر مناسب فاقد اثرگذاری بر قیمت سهام می باشد. بنابراین پیشنهاد می شود زیرساخت های لازم جهت بهبود افشای اطلاعات آینده نگر در کشور را توسعه داده و با بکارگیری یافته های حاصل از پژوهش حاضر اقدام به تدوین چک لیست کاربردی از ابعاد و مؤلفه های افشای اطلاعات آینده نگر نمایند. همچنین نهادهای حرفه ای جهت حل چالش های پیش روی شرکت ها بر آموزش و آگاهی بخشی تحلیلیگران توجه ویژه ای نمایند. همچنین نتایج فرضیه دوم پژوهش نشان داد که تاثیر افشاء اطلاعات آینده نگر بر واکنش قیمت سهام در شرایط عدم اطمینان محیطی مثبت و معنادار می باشد. به عبارتی نتایج پژوهش نشان داد که افشای اطلاعات آینده نگر بر موضوع ریسک پذیری محیط تاثیر بیشتری دارد. با افشاء اطلاعات آینده نگر استفاده کنندگان از اطلاعات مالی با شفافیت بیشتری برخوردار هستند. لذا پیشنهاد می شود سرمایه گذاران تمام عوامل اثرگذار بر تصمیمات را مورد تحلیل قرار دهند و تنها به مقوله ریسک اتکا نکنند. در تحقیق حاضر برای اندازه گیری جملات آینده نگر از واژه هایی که ماهیت اثرگذار بر تصمیمات سرمایه گذاران را دارا بود توسط تحلیلیگران انتخاب گردید و بر اساس روش سوارا وزن دهی گردید. لذا پیشنهاد می شود تحقیقات آتی در صورتی که بر روی اندازه گیری جملات آینده نگر معطوف می باشد برای اندازه گیری آن از روش های دیگری همچون AHP استفاده شود. همچنین ارائه الگویی جهت بررسی عوامل موثر بر جملات آینده نگر افشاء شده در گزارشات تفسیری می تواند به عنوان پیشنهاد برای تحقیقات آتی در نظر گرفته شود. به علاوه در تحقیق حاضر برای اندازه گیری واکنش قیمت سهام از مدل اولسون (۱۹۹۵) استفاده گردید. پیشنهاد می شود در تحقیقات آتی برای اندازه گیری تغییرات قیمت از متغیرهای دیگری همچون بازده غیرعادی (CAR) بهره گرفته شود.

در این پژوهش به دلیل اینکه هنوز در ایران بستر مناسبی برای استخراج اطلاعات آینده نگر وجود ندارد. اندازه گیری متغیر اطلاعات آینده نگر را با محدودیت مواجه کرد. به این صورت که برای استخراج اطلاعات کل گزارشات تفسیری شرکتهای نمونه به صورت جداگانه مورد بررسی قرار گرفتند. در رتبه بندی اطلاعات آینده نگر در شرکت های آمریکایی وجود انجمن تحقیقات مدیریت سرمایه گذاری - فدراسیون تحلیل گران مالی (AIMR-FAF) و سیستم برآورد کارگزاران نهادی (UB / E / S) انجام تحقیقات در این زمینه را تسهیل می نماید. همچنین انتخاب واژه های آینده نگر بر اساس تحقیق (حسنین و حوسینی، ۲۰۱۵) انجام پذیرفت. اما چون برای تایید این واژه ها در نمونه مورد بررسی از نظر تحلیلیگران استفاده گردید این امر می تواند نتایج تحقیق را تحت تاثیر قرار دهد. زیرا افراد می توانند نسبت به جملات واکنش های متفاوتی داشته باشند. با وجود این، اعتقاد بر

این است که هیچکدام از محدودیت‌های مذکور به خدشه‌دار شدن نتایج پژوهش منجر نشده و پژوهش همچنان از روایی داخلی و خارجی مناسبی برخوردار است.

### فهرست منابع

- \* ایمانی برندق، محمد و عبدی، سهراب. (۱۳۹۵). تاثیر هموارسازی سود بر ضریب واکنش سودهای آتی با اثر تعدیلگر محیط‌های مختلف اطلاعاتی. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی. دوره ۲۳. شماره ۳. صص ۲۸۹-۳۱۰.
- \* بادآورنده‌دی، یونس، برادران حسن زاده، رسول و شیخ آقایی. کیوان. (۱۳۹۲). بررسی تاثیر عدم اطمینان محیطی بر محتوای اطلاعاتی هموارسازی سود. چشم انداز مدیریت مالی. شماره ۹. صص ۹-۲۸.
- \* پورزرندی، محمد ابراهیم، حسنی، محمد و طاهری، ذبیح الله. (۱۳۹۲). آزمون مدیریت سود و ضریب واکنش سود مبتنی بر متغیرهای حسابداری. فصلنامه علمی پژوهشی دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت. سال ۲. شماره ۵. صص ۱۰۹-۱۲۲.
- \* حمیدیان، محسن، نوراله زاده، نوروز، نوری فرد یداله و قاسمی، اسماعیل. (۱۳۹۶). بررسی تاثیر حاکمیت شرکتی و افشای اطلاعات آتی بر عملکرد شرکتها. کنفرانس پارادایم‌های نوین مدیریت و علوم رفتاری. تهران. صص ۱-۲۰.
- \* سدیدی، مهدی، بدیعی، حسین، نبوی، حمید. (۱۳۹۴). بررسی عوامل موثر بر سطح افشا اطلاعات آتی در گزارشهای سالانه. دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت. سال ۴. شماره ۱۶. صص ۵۷-۶۷.
- \* فتوحی خانکهدانی، محبوبه، تفتیان، اکرم و ناظمی ادرکانی، مهدی. (۱۴۰۰). ارزیابی تاثیر مقوله‌های الگوی افشای اطلاعات آینده نگر. دانش حسابداری مالی. دوره ۸. شماره ۱. صص ۶۵-۹۲.
- \* محسنی، عبدالرضا، معظم، سامان و رئیس زاده، آمنه. (۱۳۹۸). سازو کار گزارش تفسیری. سومین کنفرانس بین المللی پژوهش‌های نوین در مدیریت، اقتصاد، حسابداری و بانکداری. صص ۱-۶.
- \* مروتی، کوروش، اخگر، محمد امید و امینی، پیمان. (۱۳۹۸). بررسی رابطه بین تخصیص کمیته حسابرسی و افشای اطلاعات آینده نگرانه با تاکید بر نقش کیفیت حسابرسی. پایان نامه کارشناسی ارشد. دانشگاه علوم انسانی و اجتماعی. دانشگاه کردستان.
- \* مهرانی، ساسان، کرمی، غلامرضا، سیدحسینی، سید مصطفی و جهرومی، مهتاب. (۱۳۹۶). تئوری حسابداری. انتشارات نگاه دانش. تهران.
- \* Barton, J., & Mercer, M. (2005). To Blame or not to Blame: Analysts' Reactions to External eExplanations for Poor Financial Performance. *Journal of accounting and economics*, 39(3), 509-533.
- \* Beattie, V., McInnes, B., & Pierpoint, J. (2008). The Management Commentary: Comparing Narrative Outcomes from Alternative Regulatory Regimes. Institute of Chartered Accountants in England and Wales. <http://www.research.lancs.ac.uk>.
- \* Beyer, A. , Cohen, D.A. , Lys, T.Z. , Walther, B.R. , 2010. The financial reporting environment: review of the recent literature. *J. Account. Econ.* 50 (2-3), 296-343.

- \* Bozanic, Z, Roulstone, D, Van Buskirk. A. (2018). Management earnings forecasts and other forward-looking statements. *Journal of Accounting and Economics* 65 (2018) 1–20.
- \* Brown, P., Taylor, S., & Walter, T. (1999). The impact of statutory sanctions on the level and information content of voluntary corporate disclosure. *Abacus*, 35 (2), 138-162.
- \* Brown, S. V., & Tucker, J. W. (2011). Large-Sample Evidence on Firms' Year-over-Year MD&A Modifications. *Journal of Accounting Research*, 49(2), 309-346.
- \* Cianci, A. M., & Kaplan, S. E. (2010). The Effect of CEO Reputation and Explanations for Poor Performance on Investors' Judgments about the Company's Future Performance and Management. *Accounting, Organizations and Society*, 35(4), 478-495.
- \* Clarkson, P. M., Kao, J. L., & Richardson, G. D. (1999). Evidence that Management Discussion and Analysis (MD&A) is a Part of a Firm's Overall Disclosure Package. *Contemporary Accounting Research*, 16(1), 111-134.
- \* FASB (2001b). *Improving Business Reporting: Insights into Enhancing Voluntary Disclosures*. Steering Committee Report, Business Reporting Research Project, Financial Accounting Standards Board.
- \* Ghosh, D. Olson I. (2008). Environmental Uncertainty and Managers Use of Discretionary Accruals. *Journal of Accounting, Organizations and Society*. 134. 188-205.
- \* Hassanein, A.; Zalata, A.; Hussainey, K., (2019). Do forward-looking narratives affect investors' valuation of UK FTSE all-shares firms?, *Review of Quantitative Finance and Accounting*, Springer, vol. 52(2): 493-519.
- \* Hassanein, Ahmed. Hussainey, Khaled. (2015). Is forward-looking financial disclosure really informative? Evidence from UK narrative statements. *International Review of Financial Analysis* 41 (2015) 52–61.
- \* Healy, P. M., & Palepu, K. G. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: a review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics*, 31 (1- 3), 405-440.
- \* Hirst, D., Koonce, L., & Venkataraman, S. (2008), "Management earnings forecasts: A review and framework", *Accounting Horizons*, 22(3), 315–338.
- \* IASB (2010). *Conceptual Framework for Financial Reporting*. London: International Accounting Standards Board.
- \* Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: management behaviour, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3 (3), 305-360.
- \* Kersuliene, V., Zavadskas, E. K. & Turskis, Z.,(2010). Selection of rational dispute resolution method by applying new step-wise weight assessment ratio analysis (SWARA). *Journal of Business Economics and Management* 11(2), 2010, pp. 243–258.
- \* Krause, J; Sellhorn, T; Ahmed, K., (2017). Extreme uncertainty and forward- looking disclosure properties, *Abacus*, 53(2): 240-272.
- \* Li, W. (2017). Level of Business Insights in the MD &A and Nonprofessional Investors' Judgments. *Accounting & Finance*, 57(4), 1043-1069.
- \* Macchioni, Riccardo, Sannino, Giuseppe, Ginesti Gianluca & Drago, Carlo. (2013). *Firms' Disclosure Compliance with IASB's Management Commentary Framework: An Empirical Investigation*, MPRA Paper No. 59380, posted 22.
- \* Mousa, G. A., & Elamir, E. A. (2018). Determinants of forward-looking disclosure: evidence from Bahraini capital market. *Afro-Asian Journal of Finance and Accounting*, 8(1): 1-19.
- \* Papaj-Wlisłocka E, Strojek-Filus M. (2019). Forward-Looking Information Disclosure as a Risk Factor in Accounting—The Case of Poland. In *Multiple perspectives in risk and risk management* (pp. 125-141). Springer, Cham.

- \* Ronen, J., & Yarri, V. (2002). Incentives for voluntary disclosure. *Journal of Financial Markets*, 5 (3), 349-390.
- \* Tan, youchao & Liu, yuyu (2017). How do investors view information disclosure quality rating? The effect of FNFI on corporate investment efficiency, *Nankai Business Review International*, 8(2), doi: 10.1108/NBRI-06-2016-002.

## یادداشت‌ها

- <sup>1</sup> Hirst and et al
- <sup>2</sup> Francis and et al
- <sup>3</sup> . Beyer and et al
- <sup>4</sup> . Bozanic et al
- <sup>5</sup> Macchioni and et al
- <sup>6</sup> Narrative Disclouser
- <sup>7</sup> Beattie and et al
- <sup>8</sup> (MD&A) Management Discussion & Analysis
- <sup>9</sup> (MC) Manag ement Commentary
- <sup>10</sup> (OFR) Operating and Financial Review
- <sup>11</sup> Management Reporting
- <sup>12</sup> . Bozanic et al
- <sup>13</sup> Hassanein and Hussainey
- <sup>14</sup> Brown and Tucker
- <sup>15</sup> Barron and et al
- <sup>16</sup> Clarkson and et al
- <sup>17</sup> . Brown and Tucker
- <sup>18</sup> Barton and Mercer
- <sup>19</sup> Cianci and Kaplan
- <sup>20</sup> Ohlson
- <sup>21</sup> Step wise Weight Assessment Ratio Analysis( SWARA)
- <sup>22</sup> Kersuliene and et al
- <sup>23</sup> Agency Theory
- <sup>24</sup> Jensen and Meckling
- <sup>25</sup> Ronen and Yarri
- <sup>26</sup> Uncertainty
- <sup>27</sup> Healy and Palepu
- <sup>28</sup> Disclousyre Theory
- <sup>29</sup> Signaling Theory
- <sup>30</sup> Forward-looking non-financial information
- <sup>31</sup> Tan and Liu
- <sup>32</sup> Hassanein and et al
- <sup>33</sup> Papaj and Strojek
- <sup>34</sup> Mousa and Elamir
- <sup>35</sup> Krause and et al
- <sup>36</sup> Eviews
- <sup>37</sup> Ghosh and Olson