

Forward-looking disclosure and corporate reputation as mechanisms to reduce stock return volatility

Mohammad Kiamehr¹, Ehsan Kermani², Ali Norouzi³

Received: March 06, 2024

Accepted: May 02, 2024

Abstract

Purpose: The purpose of this research is to investigate the relationship between the disclosure of prospective financial information and the volatility of stock returns of companies listed on the Tehran Stock Exchange, as well as to investigate the effect of companies' good reputation on this relationship.

Methodology: In order to achieve the goals of the research, two hypotheses have been developed that test the meaningfulness of the relationship between the disclosure of prospective financial information, the fluctuations of stock returns and good reputation in the companies listed on the Tehran Stock Exchange. Disclosure of prospective financial information was measured using content analysis method. The statistical method used to test the hypotheses presented in this research is the step-by-step regression analysis method, and the statistical sample of the research includes 120 companies in the years 2018 to 2022.

Findings: The results of the analysis of the research hypotheses show that the disclosure of forward-looking financial information leads to a decrease in the volatility of stock returns of companies listed on the Tehran Stock Exchange. Also, disclosure of forward-looking financial information by firms with higher reputations (as opposed to firms with lower reputations) has a greater effect on reducing stock return volatility.

Originality: By analyzing the effect of forward-looking financial information on the volatility of stock returns, it expands previous research.

Keywords: Corporate reputation, forward-looking financial disclosures, volatility of stock returns.


JEL Classification: M41, G32

1. Department of Accounting, Dariun Branch, Islamic Azad University, Dariun, Iran. (Corresponding Author). (mohammad.kiamehr@iau.ac.ir)

2. Department of Accounting, Dariun Branch, Islamic Azad University, Dariun, Iran.

3. Department of Accounting, Shiraz Branch, Islamic Azad University, Shiraz, Iran.

Cite this paper: Kiamehr, M., Kermani, E., Norouzi, A. (2024). Forward-looking disclosure and corporate reputation as mechanisms to reduce stock return volatility. *Journal of Accounting & Financial Transparency*, 1(2), 109-132. [In Persian]

 <https://doi.org/00.00000/aft.0000.0000000.0000>



افشای آینده‌نگرانه و شهرت شرکت به عنوان مکانیزم‌هایی برای کاهش نوسانات بازده سهام

محمد کیامهر^۱، احسان کرمانی^۲، علی نوروزی^۳

تاریخ دریافت: ۱۴۰۲/۱۲/۱۶

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۳/۰۲/۱۳

چکیده

هدف: هدف این پژوهش، بررسی رابطه بین افشای اطلاعات مالی آینده‌نگرانه و نوسانات بازده سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران و نیز بررسی اثر حسن شهرت شرکت‌ها بر این رابطه است.

روش‌شناسی: در راستای تحقق هدف‌های پژوهش دو فرضیه تدوین شده است که معنادار بودن رابطه بین افشای اطلاعات مالی آینده‌نگرانه، نوسانات بازده سهام و حسن شهرت را در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، مورد آزمون قرار می‌دهد. افشاء اطلاعات مالی آینده‌نگرانه، با استفاده از روش تحلیل محتوا اندازه‌گیری شد. روش آماری مورد استفاده جهت آزمون فرضیه‌های مطرح‌شده در این پژوهش، روش تجزیه و تحلیل رگرسیون گام‌به‌گام و نمونه آماری پژوهش شامل ۱۲۰ شرکت - سال در سال‌های ۱۳۹۷ الی ۱۴۰۱ است.

یافته‌ها: نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل فرضیه‌های پژوهش نشان می‌دهد که افشای اطلاعات مالی آینده‌نگرانه، منجر به کاهش نوسانات بازده سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌گردد. همچنین، افشای اطلاعات مالی آینده‌نگرانه توسط شرکت‌های با شهرت بالاتر (در مقابل شرکت‌های با شهرت پایین‌تر)، دارای اثر بیشتری بر کاهش نوسانات بازده سهام است.

دانش افزایی: با تحلیل تأثیر اطلاعات مالی آینده‌نگر بر نوسانات بازده سهام، تحقیقات پیشین را گسترش می‌دهد.

کلیدواژه‌ها: افشای مالی آینده‌نگرانه، شهرت شرکت، نوسانات بازده سهام.

طبقه‌بندی موضوعی: M41, G32

۱. گروه حسابداری، واحد داریون، دانشگاه آزاد اسلامی، داریون، ایران. (نویسنده مسئول). mohammad.kiamehr@iau.ac.ir

۲. گروه حسابداری، واحد داریون، دانشگاه آزاد اسلامی، داریون، ایران.

۳. گروه حسابداری، واحد شیراز، دانشگاه آزاد اسلامی، شیراز، ایران.

استناد: کیامهر، محمد، کرمانی، احسان، و نوروزی، علی. (۱۴۰۲). افشای آینده‌نگرانه و شهرت شرکت به عنوان مکانیزم‌هایی برای کاهش نوسانات بازده سهام. *حسابداری و شفافیت مالی*. ۱۰۹-۱۳۲. (۲) ۱

مقدمه

چارچوب گزارش‌دهی یکپارچه بین‌المللی به شدت بر اطلاعات آینده‌نگر تأکید دارد. این چارچوب مشخص می‌کند که شرکت‌ها باید گزارش‌هایی را منتشر کنند که به سؤالات مربوط به چالش‌ها و عدم قطعیت‌هایی که ممکن است در اجرای استراتژی‌های خود با آن‌ها مواجه شوند، پاسخ داده و پیامدهای بالقوه‌ای که ممکن است برای مدل‌های کسب‌وکار و عملکرد آینده‌شان به وجود آید را ارائه نمایند. همچنین این گزارش‌ها باید تغییرات مورد انتظار در طول زمان را برجسته کند، و انتظاراتی را در مورد محیط خارجی که در کوتاه مدت، میان مدت و بلند مدت ممکن است شرکت با آن مواجه شود را افشا نماید؛ اصول اصلی راهنمای آن، افشای شرکتی «استراتژیک و آینده‌نگر»، از جمله ارائه اطلاعات آینده‌نگر را ترویج می‌کند. اطلاعات آینده‌نگر شامل چشم‌انداز و روندهای پیش روی شرکت، استراتژی توسعه آتی شرکت، برنامه تجاری برای سال آینده، خطرات احتمالی آینده و اقدامات متقابل است. برای سرمایه‌گذاران، اطلاعات تاریخی و اطلاعات آینده‌نگر مکمل یکدیگر هستند و اطلاعات آینده‌نگر می‌تواند اطلاعاتی که در بهای تمام شده‌ی تاریخی هنوز ذکر نشده است یا نمی‌تواند ارائه کند را در برگیرد. بر اساس آن سرمایه‌گذاران در مورد وضعیت توسعه و آینده قضاوت می‌کنند. بنابراین، اهمیت اطلاعات آینده‌نگر از منظر نظری و عملی قابل اغراق نیست (چنجانگلی^۱ و همکاران، ۲۰۲۳).

از نقطه نظر تئوری، افزایش سطوح افشا، احتمال عدم تقارن اطلاعاتی را کاهش می‌دهد که از طریق شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش، نقد شوندگی سهام و نوسانات بازده سهام اندازه‌گیری می‌شود (کورمیر^۲ و همکاران، ۲۰۱۰). با این وجود، ادبیات موضوعی، هیچ تعریف روشنی از مفهوم «افزایش سطوح افشا» ارائه نمی‌کند (لئوز و ورچیا^۳، ۲۰۰۰). تحقیقات پیشین نشان می‌دهند که کیفیت اطلاعات، عدم اطمینان در مورد آینده یک شرکت و نوسانات سهام را تحت تأثیر قرار می‌دهد (ایزلی و اوهارا^۴، ۲۰۰۴؛ پاستور و ورونسی^۵، ۲۰۰۳). افشا، ممکن است اشکال مختلفی داشته و انواع افشای اطلاعات، تأثیر مشابهی بر بازارهای سرمایه ندارند. مدیران و سیاست‌گذاران، علاقه‌مند به تأیید و تصدیق این موضوع هستند که کدام نوع از اطلاعات، برای سرمایه‌گذاران مفید بوده و می‌توانند بر بازارهای سرمایه تأثیر داشته باشند. به طور خاص، از آنجایی که اطلاعات تاریخی، برای سرمایه‌گذاران ناکافی هستند، اطلاعات آینده‌نگر حیاتی تلقی می‌شوند. سازمان‌ها و محققان به اهمیت اطلاعات آینده‌نگر در بهبود پیش‌بینی در مورد یک شرکت و سهولت فرایندهای تصمیم‌گیری در بازارهای سرمایه اذعان داشته‌اند. با وجود اینکه نوسانات سهام به عنوان مسئله‌ای حاد برای قانون‌گذاران و مدیران قلمداد می‌شود، رابطه بین اطلاعات آینده‌نگر و نوسانات بازده سهام، ناشناخته باقی مانده است. از سوی دیگر، مباحث و گفتمان‌های جاری در رابطه با نحوه ارزیابی و تفسیر سرمایه‌گذاران از اطلاعات افشا شده توسط شرکت‌ها وجود دارد (بیر^۶ و همکاران، ۲۰۱۰). هر شرکت، درجه‌های مختلف از اعتماد را به بازار انتقال می‌دهد. اکثریت قریب به اتفاق مطالعات، بر سطح اطلاعات افشا شده تمرکز کرده‌اند، اما اثرات رویه‌های افشا، می‌تواند بسته به شهرت شرکت، تغییر بیشتری داشته باشد. اگرچه نظریه مبتنی بر منابع، بر اهمیت شهرت شرکت تأکید

¹. Chenggang Li

². Cormier

³. Leuz & Verrecchia

⁴. Easley & O'Hara

⁵. Pastor & Veronesi

⁶. Beyer

دارد، شواهد در نشان دادن این موضوع که این منبع نامشهود، می‌تواند رویه‌های افشا و تغییرات در قیمت سهام را تحت تأثیر قرار دهد، ناکام مانده‌اند. از آنجاکه شهرت یک پیام‌رسان، باید نقش مهمی را در اثربخشی خود پیام ایفا نماید (مرسل^۱، ۲۰۰۴)، سرمایه‌گذاران ممکن است دیدگاه ذاتی مثبتی در هنگام تفسیر اطلاعات افشاشده توسط شرکت‌های با اعتبار و شهرت بالا داشته باشند.

این پژوهش، با تحلیل تأثیر اطلاعات مالی آینده‌نگر (مانند پیش‌بینی‌های سود، درآمد مورد انتظار و جریان‌های نقدی پیش‌بینی‌شده) بر نوسانات بازده سهام، تحقیقات پیشین را گسترش می‌دهد. این اطلاعات می‌تواند منبع اصلی برای تمایز افشای شرکت‌ها باشند؛ چراکه به صورت واقعی قابل اثبات بوده و از این‌رو، افشای آن‌ها ممکن است به پاسخگویی بیشتر و افزایش هزینه‌های اعتباری^۲ منجر شود. با توجه به اینکه مطالعات پیشین، به تجزیه و تحلیل رابطه بین این اطلاعات و نوسانات بازده سهام پرداخته‌اند، با توجه به موارد پیش‌گفته سؤال اساسی پژوهش این است که افشای اطلاعات آینده‌نگر چه تأثیری بر نوسانات بازده سهام دارد و شهرت شرکت چگونه تأثیر اطلاعات آینده‌نگر را تعدیل می‌نماید؟

مبانی نظری و پیشینه پژوهش

افشای اطلاعات آینده‌نگر

با این وجود، اطلاعات آینده‌نگر، مفهومی گسترده است که شامل انواع مختلف افشا شده و محتوای این اطلاعات نیز، موضوع حائز اهمیتی است. افشای اطلاعات آینده‌نگر با ماهیت مالی، به‌طور خاص توسط برخی از محققان مورد بررسی قرار گرفته است (حسینی و همکاران، ۲۰۰۳)؛ چرا که فرض بر این است که این اطلاعات، برای سرمایه‌گذاران مربوط تلقی گردند. همسو با تئوری نمایندگی، افشای اطلاعات آینده‌نگر، می‌تواند درجه عدم تقارن اطلاعاتی را کاهش داده و فرآیند تصمیم‌گیری را بهبود بخشد و در نتیجه، ممکن است هزینه تأمین مالی برای شرکت، کاهش یابد (حسینی و آل‌عیسی^۳، ۲۰۰۹). تغییرات سریع در محیط‌های اقتصادی، اطلاعات تاریخی را برای ذینفعان ناکافی کرده و انتشار اطلاعات آینده‌نگر، ممکن است به سرمایه‌گذاران در جهت بهبود پیش‌بینی‌های خود در مورد یک شرکت کمک نماید (وانگ و حسینی^۴، ۲۰۱۳). فرض بر این است که افشای این اطلاعات، شکاف اطلاعاتی بین شرکت‌ها و سرمایه‌گذاران را از طریق بهبود پیش‌بینی سودهای آتی (شلیچر و واکر^۵، ۱۹۹۹)، قیمت سهم (حسینی و همکاران، ۲۰۰۳) و عملکرد آتی شرکت (حسینی و آل‌عیسی، ۲۰۰۹) کاهش دهد. افشای اطلاعات آینده‌نگر، با دقت بالاتر در پیش‌بینی‌های تحلیلگران (بارون^۶ و همکاران، ۱۹۹۹)، افزایش پیگیری تحلیلگر و ریسک اطلاعاتی پایین‌تر (گراهام^۷ و همکاران، ۲۰۰۵) رابطه دارد؛ بنابراین، منافع بالقوه افشای اطلاعات آینده‌نگر، هم توسط سازمان‌ها (AICPA، ۱۹۹۴؛ CICA، ۲۰۰۲؛ FASB، ۲۰۰۱) و هم توسط پژوهشگران تایید گردیده است.

1. Mercel

2. Reputational Costs

3. Hussainey & Aal-Eisa

4. Wang & Hussainey

5. Schleicher & Walker

6. Barron

7. Graham

سطح اطلاعاتی که لازم است افشا شود تا حدودی به میزان اطلاعات و تخصص استفاده‌کنندگان بستگی دارد (عالی‌ور، ۱۳۶۵). سطح اطلاعات افشا شده در عین حال به مفاهیم مورد قبول حرفه حسابداری نیز بستگی دارد. مفاهیم ارائه شده در این مورد عبارت‌اند از افشای کافی (مناسب)، افشای منصفانه و افشای کامل.

افشای کافی بر ارائه حداقل اطلاعات مورد نیاز استفاده‌کنندگان به نحوی که صورت‌های مالی گمراه‌کننده نباشد، دلالت دارد. افشای منصفانه به معنای دنبال کردن هدفی اخلاقی است که تمام گروه‌های استفاده‌کننده را به یک‌میزان مورد توجه قرار دهد. افشای کامل نیز به معنی ارائه کلیه اطلاعات مربوط است، به گونه‌ای که صورت‌های مالی، تصویر کاملی از فعالیت‌ها و رویدادهای مالی واحد تجاری را نشان دهد (کازم‌نژاد، ۱۳۸۹).

افشا در حسابداری و ازه‌ای فراگیر است و تقریباً تمامی فرآیند گزارشگری مالی را شامل می‌شود. یکی از اصول اولیه حسابداری، اصل افشای کلیه واقعیت‌های بااهمیت و مربوط درباره رویدادها و فعالیت‌های مالی واحدهای تجاری به‌ویژه شرکت‌های سهامی عام است. اصل مزبور ایجاب می‌کند که صورت‌های مالی به گونه‌ای تهیه و ارائه شود که از لحاظ اهداف گزارشگری مالی، قابل فهم، آگاه‌کننده و تا حد امکان کامل باشد. به عبارت دیگر، گزارشگری مالی بر ارائه اطلاعات کافی و مفهوم در صورت‌های مالی تأکید دارد و خواستار افشای اطلاعات مربوط در صورت‌های مالی به گونه‌ای است که از یک طرف، امکان اتخاذ تصمیم‌های آگاهانه را برای استفاده‌کنندگان صورت‌های مالی فراهم کند و از طرف دیگر، باعث گمراهی آنان نشود (عالی‌ور، ۱۳۶۵).

افشاء اطلاعات آینده‌نگر و نوسانات بازده سهام

اطلاعات آینده‌نگر، مانند پیش‌بینی‌های مدیریت، بیانیه‌های مطبوعاتی و تماس‌های کنفرانسی، می‌تواند به طور موثری منعکس‌کننده عدم قطعیت‌های بالقوه شرکت باشد و شکاف عدم تقارن اطلاعاتی بین شرکت‌ها و سرمایه‌گذاران را کاهش دهد. تعداد زیادی از مطالعات، از منظر نظری و تجربی، تأیید کرده‌اند که افشای اطلاعات نقدشوندگی سهام را بهبود می‌بخشد. از لحاظ نظری، افشای ناکافی اطلاعات شرکت ممکن است منجر به نقدشوندگی ضعیف سهام شود (مو^۱ و همکاران، ۲۰۲۲).

افزایش سطح افشا، عدم تقارن اطلاعاتی در بازارهای سرمایه را کاهش داده و این امر منتج به بسیاری از مزایای بالقوه می‌گردد. افشای شرکت، برای عملکرد بازار سرمایه بسیار مهم بوده و اثرات بالقوه متعددی، با کاهش عدم تقارن اطلاعاتی ارتباط دارند: بهبود نقدشوندگی سهام، کاهش هزینه سرمایه شرکت و افزایش پیگیری تحلیلگران مالی (هیلی و پالپو^۲، ۲۰۰۱). به طور خاص، سطوح پایین نوسانات، نشان‌دهنده عدم تقارن اطلاعاتی کمتر بوده و مطالعات پیشین نوسانات بازده سهام را به‌عنوان متغیر جانشینی برای عدم تقارن اطلاعاتی در نظر گرفته‌اند (کورنیر و همکاران، ۲۰۱۰). نوسان‌پذیری بازده سهام، توجه زیادی را به خود معطوف ساخته است؛ چراکه هم در تئوری و هم در عمل، مسئله‌ای مهم می‌باشد. افزایش نوسانات بازده سهام، منجر به شناخت بیشتر ریسک شرکت و از این رو، شناخت افزایش هزینه سرمایه شرکت می‌شود (بوشی و نو^۳، ۲۰۰۰). از سوی دیگر نوسانات، می‌تواند به شاخص منفی برای ارزش شرکت تبدیل شده و در نتیجه، جبران قیمت سهام، اثربخشی کمتری داشته و یا پرهزینه‌تر باشد. افزایش نوسانات سهام در

^۱. Mo

^۲. Healy & Palepu

^۳. Bushee & Noe

سال‌های اخیر و تأثیر مورد انتظار عدم تقارن اطلاعاتی بر قیمت سهام، باعث به وجود آمدن این سؤال شده است که آیا اطلاعات مالی می‌تواند نوسانات بازده سهام را کاهش دهد یا خیر (راج گوپال و ونکتچلم،^۱ ۲۰۱۱). تحقیقات پیشین در ادبیات حسابداری و تأمین مالی، دلایل متعددی را مبنی بر اینکه چرا اطلاعات می‌تواند بر نوسانات بازده سهام تأثیر گذارد، ارائه می‌دهد. ایزلی و اوهارا (۲۰۰۴) دریافتند که کیفیت گزارشگری مالی، محیط اطلاعاتی شرکت و بنابراین، هزینه سرمایه و نوسانات سهام را تحت تأثیر قرار می‌دهد.

ادبیات پیرامون افشا، گرایش به استفاده از معیارهای اطلاعاتی عمومی مبتنی بر رتبه‌بندی ذهنی ارائه‌شده توسط تحلیلگران (براون و هیلجئیسیت^۲، ۲۰۰۷؛ هاگارد^۳ و همکاران، ۲۰۰۸) یا شاخص‌های خودساخته (بوتوسان^۴، ۲۰۰۶؛ میچلون^۵، ۲۰۱۳؛ دومینگوئز و گامز^۶، ۲۰۱۴) دارند. اکثر مطالعات پیشین که اثر افشای اختیاری بر بازارهای سرمایه را تحلیل کرده‌اند، بر سطح اطلاعات افشاشده در گزارش‌های سالانه متمرکز شده‌اند. اگرچه انتظار می‌رود مشارکت‌کنندگان بازار سرمایه، از تمام منابع اطلاعاتی برای تصمیم‌گیری در مورد یک شرکت استفاده کنند، اذعان گردیده است که افشای گزارش‌های سالانه، همبستگی شدیدی با سایر شیوه‌های ارتباطاتی داشته باشد (بوتوسان، ۲۰۰۶؛ لانگ و لاند هولم، ۱۹۹۳). هم اطلاعات اجباری و هم اطلاعات اختیاری، توسط پژوهشگران مورد بررسی قرار گرفته است. انواع خاصی از اطلاعات مورد ارزیابی واقع شده‌اند: سرمایه فکری (حسین^۷ و همکاران، ۲۰۰۳)، اطلاعات بخش (پرنسپ^۸، ۲۰۰۴)، اطلاعات محیط زیستی (هوسیلوس و آلوارز-گیل^۹، ۲۰۰۸)، اطلاعات پیرامون مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها (آریبی و گائو^{۱۰}، ۲۰۱۲) و پایداری یا ثبات (مالی) (رودریگز-آریزا^{۱۱} و همکاران، ۲۰۱۴) و یا اطلاعات مربوط به ریسک (لینسلی و همکاران^{۱۲}، ۲۰۰۶؛ رودریگز-آریزا و همکاران، ۲۰۱۴). ممکن است تمامی انواع اطلاعات، بر بازارهای سرمایه تأثیر نداشته باشند. در این مطالعه، معیار افشای مبتنی بر اطلاعات آینده‌نگر با این فرض که این اطلاعات در فرایند تصمیم‌گیری با ارزش هستند، طراحی شده است.

این پژوهش با بررسی ارتباط بین افشای اطلاعات مالی آینده‌نگر و نوسانات بازده سهام، ادبیات موضوعی پیشین مرتبط با افشای اختیاری، به‌ویژه تحقیقات پیرامون اطلاعات آینده‌نگر را گسترش می‌دهد.

انتظار می‌رود اطلاعات مالی آینده‌نگر، معتبرتر باشند؛ چراکه به‌راحتی قابل اثبات بوده و افشای آن‌ها ممکن است به پاسخگویی بیشتری منجر شود. علاوه بر این، از آنجاکه اطلاعات مالی آینده‌نگر، دقیق بوده و اشاره به عملکرد آتی شرکت دارند، به احتمال زیاد این اطلاعات، برای سرمایه‌گذاران مربوط تلقی می‌شوند.

افشاء اطلاعات آینده‌نگر و شهرت شرکت

افشای اطلاعات آینده‌نگر به شیوه‌های مختلف می‌تواند بر شهرت شرکت تأثیرگذار باشد: اول، بر اساس تئوری

1. Rajgopal & Venkatachalam

2. Brown & Hillegeist

3. Haggard

4. Botosan

5. Michelon

6. Domínguez & Gámez

7. Husin

8. Prencipe

9. Husillos & Álvarez-Gil

10. Aribi & Gao

11. Rodríguez-Ariza

12. Linsley

سیگنال‌دهی بازار؛ که تلاشی از سوی مدیریت یک شرکت برای متمایز ساختن خود از سایر شرکت‌های موجود در بازار با ارائه اطلاعاتی است که به وضوح آن را از سایر شرکت‌ها متمایز می‌کند. علاوه بر این، براساس تئوری نمایندگی، مدیران و سهامداران منافع متفاوتی دارند. مدیران ممکن است برای جلب اعتماد، سهامداران را با افشای اطلاعات بیشتر متقاعد کنند. بنابراین، در صورت دریافت سیگنال مثبت یا منفی، شهرت شرکت، می‌تواند دستخوش تغییرات شود (دنگ^۱ و همکاران، ۲۰۲۲).

شهرت شرکت، نشان‌دهنده شناخت از کیفیت مدیریت شرکت (هاموند و اسلوکوم^۲، ۱۹۹۶) بوده و می‌توان انتظار داشت که اطمینان سرمایه‌گذاران در یک شرکت را افزایش دهد. افشای آینده‌نگر شرکت‌های دارای شهرت بالاتر، می‌تواند با کاهش عدم اطمینان در مورد یک شرکت، برای سرمایه‌گذاران معتبرتر بوده و تأثیر بیشتری در کاهش عدم تقارن اطلاعاتی داشته باشد. از طرف دیگر، پرواضح است که رفتار سرمایه‌گذاران نیز می‌تواند از طریق جنبه‌های اجتماعی و روانی تعیین گردیده و ممکن است شهرت شرکت، تأثیر مثبتی بر دیدگاه روانی سرمایه‌گذاران فردی داشته باشد (هلم^۳، ۲۰۰۷). کارگزاران بازار سرمایه، شرکت‌های دارای شهرت بالاتر را در قالب شرکت‌های منسجم تلقی کرده و در نتیجه، تصویر یک شرکت ممکن است به‌عنوان یک عامل نامشهود در نظر گرفته شود که وفاداری و اعتماد سرمایه‌گذاران را تعیین می‌کند. از آنجاکه نوسانات بازده سهام نیز ممکن است احساسات غیرمنطقی سرمایه‌گذاران را منعکس گرداند (ونکتچلم^۴، ۲۰۰۰)، این نوسانات را می‌توان با شهرت شرکت تعیین کرد.

علاوه بر تأثیر منحصر به فرد شهرت شرکت بر نوسانات سهام، می‌توان انتظار داشت که شهرت شرکت، شیوه تفسیر افشای شرکت توسط سرمایه‌گذاران را تحت تأثیر قرار دهد. شهرت شرکت، می‌تواند نقش مهمی در کاهش عدم اطمینان حاصل از اطلاعات افشاشده توسط شرکت‌ها ایفا کرده و در نتیجه، شیوه تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران را تحت تأثیر قرار دهد. اطلاعات افشاشده توسط شرکت‌های دارای شهرت بالاتر، ممکن است اعتبار بیشتری داشته و اعتبار اطلاعات، عامل کلیدی برای تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران است (شوارتسکف^۵، ۲۰۰۷).

با توجه به مباحث ارائه شده در بالا، نقش شهرت شرکت در استراتژی‌های افشا و نیز کاهش نوسانات سهام، هنوز هم یک موضوع پژوهشی آزاد باقی مانده است. با توجه به استدلال‌های قبلی، به‌منظور تحلیل اینکه آیا اطلاعات افشاشده توسط شرکت‌های با شهرت بالاتر، دارای اثر بیشتری بر نوسانات بازدهی سهام است یا خیر، اثر ترکیبی اطلاعات مالی آینده‌نگر و شهرت شرکت بررسی گردیده است.

پیشینه خارجی

چنجانگلی و همکاران (۲۰۲۳) در مقاله‌ای به افشای آینده‌نگر، احساسات سرمایه‌گذار و نقدشوندگی سهام در بورس چین پرداختند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد که هر چه سطح افشای اطلاعات آینده‌نگر بالاتر باشد، نقدشوندگی سهام بالاتر است. دیگر نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد احساسات سرمایه‌گذار رابطه بر سطح افشای اطلاعات آینده‌نگر و نقدشوندگی سهام اثر تعدیلی دارد.

¹. Dang

². Hammond & Slocum

³. Helm

⁴. Venkatachalam

⁵. Schwarzkopf

دی^۱ و همکاران (۲۰۲۰) در مطالعه خود به میزان افشای اطلاعات آینده‌نگر و شناسایی عوامل تعیین‌کننده برای افشای اطلاعات آینده‌نگر در اقتصاد در حال ظهور پرداختند. یافته‌های پژوهش آنها نشان داد که اندازه هیئت مدیره، وابستگی جهانی حسابرس، اهرم و سودآوری تأثیر مثبت بر عوامل تعیین‌کننده بر افشای اطلاعات آینده‌نگر داشته است. اویار و کیلیچ^۲ (۲۰۱۲) به بررسی قابلیت ایجاد ارزش توسط افشای داوطلبانه پرداختند. آن‌ها ۱۲۹ شرکت تولیدی پذیرفته‌شده در بازار بورس استانبول را برای سال مالی ۲۰۱۰ مورد بررسی قرار دادند. نتایج این تحقیق نشان داد که فعالان بازار سرمایه به افشای داوطلبانه توسط شرکت‌ها عکس‌العمل نشان می‌دهند. به عبارت دیگر، شرکت‌هایی که افشای داوطلبانه بیشتری ارائه می‌کنند، نزد سرمایه‌گذاران ارزش بیشتری دارند و این باعث افزایش ارزش این شرکت‌ها می‌شود.

بوسو و کومار^۳ (۲۰۰۷) عوامل مؤثر بر افشای داوطلبانه شرکت‌ها در ایتالیا و آمریکا را تبیین کردند. اطلاعات این پژوهش از طریق گزارش‌های هیئت‌مدیره و تجزیه و تحلیل مقطعی گزارش‌های مالی ۷۲ شرکت در سال مالی منتهی به ۳۱ دسامبر ۲۰۰۲، جمع‌آوری شد. نتایج پژوهش حاکی از آن بود که علاوه بر اطلاعات موردنیاز سرمایه‌گذاران، عواملی مانند اتکای شرکت بر مدیریت افراد ذینفع، مربوط بودن دارایی‌های نامشهود و پیچیدگی بازار، هم حجم و هم کیفیت افشای داوطلبانه را تحت تأثیر قرار می‌دهند.

کریستاندل و بونتیس^۴ (۲۰۰۷) تأثیر افشای داوطلبانه را بر هزینه سرمایه سهام عادی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بازار بورس کشورهای استرالیا، آلمان، سوئد و دانمارک بررسی کردند. نمونه این پژوهش شامل ۹۵ شرکت بود که تجزیه و تحلیل مربوط به آن‌ها به سال ۲۰۰۴ محدود شد. نتایج این بررسی نشان داد که رابطه بین هزینه سرمایه و سطح اطلاعات آینده‌نگرانه، منفی و رابطه بین هزینه سرمایه و سطح اطلاعات تاریخی مثبت است.

انگ و ماک^۵ (۲۰۰۳) به بررسی حاکمیت شرکتی و افشای داوطلبانه پرداختند. نمونه این پژوهش شامل ۱۵۸ شرکت از بازار اوراق بهادار سنگاپور می‌شد که برای سال ۱۹۹۵ مورد بررسی قرار گرفتند. نتایج این پژوهش نشان داد که ساختار مالکیت و ترکیب هیئت‌مدیره، سطح افشای داوطلبانه شرکت را تحت تأثیر قرار می‌دهند. شرکت‌های با ساختار مالکیت مدیریتی و یا ساختار مالکیت دولتی کمتر، با میزان افشای داوطلبانه بیشتر رابطه معناداری دارند. با این حال، ساختار مالکیت بلوکی سهام با سطح افشای داوطلبانه شرکت‌ها رابطه معناداری ندارند. دیگر نتیجه پژوهش نشان داد که شرکت‌های بزرگ‌تر و شرکت‌های با میزان بدهی کمتر، افشای داوطلبانه بیشتری دارند.

پیشینه داخلی

جعفری و همکاران (۱۴۰۰) به بررسی رابطه بین افشای اطلاعات آینده‌نگر و نوسان پذیری بازده سهام در بورس تهران در بازه زمانی ۱۳۹۱ الی ۱۳۹۷ پرداختند. یافته‌های پژوهش آن‌ها نشان داد که بین افشای اطلاعات آینده‌نگر مالی و نوسان‌پذیری بازده سهام رابطه وجود دارد.

خدای پور و محرومی (۱۳۹۱) تأثیر افشای داوطلبانه را بر مربوط بودن سود هر سهم بررسی کردند. جامعه مورد

^۱. Dey

^۲. Uyar & Kilic

^۳. Boesso & Kumar

^۴. Kristandl & Bontis

^۵. Eng & Mak

بررسی شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران و دوره زمانی تحقیق از ابتدای سال ۱۳۸۶ تا پایان سال ۱۳۸۹ می‌باشد. نتایج بیانگر این بود که افشای داوطلبانه اثر معناداری بر مربوط بودن سود هر سهم ندارد. یک دلیل مهم برای این نتیجه‌گیری، می‌تواند ناتوانی سرمایه‌گذاران و سایر استفاده‌کنندگان از گزارش‌های مالی در استفاده از اطلاعات حسابداری افشا شده باشد.

فخاری و فلاح محمدی (۱۳۸۸) به بررسی تأثیر افشای اطلاعات بر نقدشوندگی سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. در این پژوهش، میزان افشا از طریق چک‌لیستی که بر مبنای افشای اختیاری و استانداردهای الزامی سازمان حسابرسی تنظیم گردیده، اندازه‌گیری شده است. یافته‌های بررسی ۱۱۲ شرکت در سال ۱۳۸۶ حاکی از آن است که ارتباط معکوس و معناداری بین افشای اطلاعات و شاخص نقدشوندگی سهام وجود دارد. قائمی و وطن‌پرست (۱۳۸۴) نقش اطلاعات حسابداری در کاهش عدم تقارن اطلاعاتی در بورس اوراق بهادار تهران را مورد بررسی قرار دادند. در این پژوهش وجود عدم تقارن اطلاعاتی و تأثیر آن بر روی قیمت سهام و حجم مبادلات در ۲۱ روز قبل و بعد از اعلان سود برآوردی هر سهم مورد بررسی قرار گرفته است. جامعه آماری این پژوهش، متشکل از ۱۲۱ مورد اعلان سود برآوردی شرکت‌ها در طی سال‌های ۱۳۸۱ الی ۱۳۸۳ است. نتایج حاصل از این تحقیق نشان می‌دهد که در دوره مورد مطالعه، عدم تقارن اطلاعاتی در بورس اوراق بهادار تهران بین سرمایه‌گذاران وجود داشته و این امر در دوره‌های قبل از اعلان سود به مراتب بیشتر از دوره‌های پس از اعلان سود است. هم‌چنین مشخص شد که عدم تقارن اطلاعاتی با حجم مبادلات و قیمت سهام مرتبط بوده است به طوری که در دوره قبل از اعلان سود حجم مبادلات افزایش یافته و قیمت سهام شرکت‌ها نیز دچار نوسان شدند.

فرضیه‌های پژوهش

با توجه به مبانی نظری و پیشینه پژوهش، فرضیه‌های پژوهش به شرح زیر است:

فرضیه اول: افشای اطلاعات مالی آینده‌نگر، منجر به کاهش نوسانات بازده سهام می‌شود.

فرضیه دوم: افشای اطلاعات مالی آینده‌نگر توسط شرکت‌های با شهرت بالاتر (در مقابل شرکت‌های با شهرت پایین‌تر)، دارای اثر بیشتری بر نوسانات بازده سهام است.

روش‌شناسی پژوهش

این پژوهش از نوع پژوهش‌های کمی است که از روش علمی ساخت و اثبات تجربی استفاده می‌کند و بر اساس فرضیه‌ها و طرح‌های پژوهش از قبل تعیین شده انجام می‌شود. از این دسته پژوهش‌ها زمانی استفاده می‌شود که معیار اندازه‌گیری داده‌ها کمی است و برای استخراج نتیجه‌ها از فن‌های آماری استفاده می‌شود (نمازی، ۱۳۸۲). در این پژوهش برای جمع‌آوری داده‌ها و اطلاعات، از روش کتابخانه‌ای؛ برای نگارش و جمع‌آوری اطلاعات مورد نیاز بخش مبانی نظری از مجلات تخصصی داخلی و خارجی؛ برای گردآوری سایر داده‌ها و اطلاعات مورد نیاز از بانک‌های اطلاعاتی سازمان بورس اوراق بهادار تهران و نرم‌افزار ره‌آورد نوین و برای تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه‌های پژوهش از نرم‌افزار EViews نسخه ۹ و SPSS نسخه ۲۱ استفاده گردید.

همچنین برای اندازه‌گیری افشاء آینده‌نگر از تحلیل محتوا و برای آزمون فرضیه‌ها از تجزیه و تحلیل رگرسیون گام به گام استفاده گردید. تحلیل محتوا از روش‌های اسنادی است که به بررسی نظام مند، عینی، کمی و تعمیم‌پذیر پیام‌های ارتباطی می‌پردازد. این روش در دسته‌بندی روش‌ها، پنهانگر محسوب می‌شود و از آن برای بررسی محتوای آشکار پیام‌های موجود در یک متن می‌پردازد و در نتیجه وارد تاویل و نشانه‌شناسی محتوای پیام نمی‌شود. تحلیل محتوا روشی مناسب برای پاسخ دادن به سؤال‌هایی درباره محتوای یک پیام است. هر چند در رویکردهای اولیه، ادعا می‌شد که تحلیل محتوا می‌تواند علاوه بر محتوای پیام، به ویژگی‌های مؤلف و تأثیر بر مخاطب بپردازد، اما امروزه دو کارکرد اخیر را تنها در روش‌های تلفیقی میدانی و اسنادی امکان‌پذیر می‌دانند (نئوندورف، ۱۳۹۵). یکی از مشکلاتی که در حد بسیار گسترده در پژوهش‌های مربوط به رگرسیون معمولی به چشم می‌خورد، هم‌خطی چندگانه^۱ است. این پدیده زمانی اتفاق می‌افتد که بین متغیرهای مستقل رابطه‌ای قابل توجه و بالا وجود داشته باشد (رضایی و سلطانی، ۱۳۸۲). در این صورت کارایی روش‌های متداول رگرسیون کاهش یافته و از سایر روش‌ها مانند رگرسیون گام به گام استفاده می‌شود که تعدادی متغیر مستقل وارد مدل می‌شوند و مرتبه ورود آنها توسط معیار آماری که به وسیله روش گام به گام حاصل می‌شود، تعیین می‌گردد (فادن و بوکو^۲، ۱۹۸۲).

جامعه آماری و نمونه پژوهش

جامعه آماری پژوهش حاضر کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در سال‌های ۱۳۹۷ الی ۱۴۰۱ است. در این پژوهش از نمونه‌گیری آماری استفاده نمی‌شود، اما شرکت‌های مورد بررسی بر اساس محدودیت‌های زیر انتخاب شدند:

۱. جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری و هلدینگ نباشند.
 ۲. به منظور ایجاد قابلیت مقایسه پایان سال مالی شرکت منتهی به ۲۹ اسفند باشد.
 ۳. اطلاعات مالی شرکت‌ها در دوره مورد مطالعه در دسترس باشد.
 ۴. معاملات سهام شرکت‌ها به‌طور مداوم در بورس اوراق بهادار تهران صورت گرفته باشد و توقف معاملاتی با اهمیت نداشته باشند.
- با توجه به بررسی‌های انجام‌شده، تعداد ۱۲۰ شرکت - سال مورد بررسی قرار گرفت.

متغیرهای پژوهش

متغیرهای مستقل

سطح اطلاعات مالی آینده‌نگر: با بررسی گزارش‌های هیئت‌مدیره منتشرشده توسط شرکت‌ها به دست خواهد آمد. افشای آینده‌نگر، به برنامه‌های جاری و پیش‌بینی‌های آتی اشاره دارد که سرمایه‌گذاران و کاربران دیگر را قادر به ارزیابی عملکرد مالی آتی شرکت می‌سازد (حسینی و آل‌عیسی، ۲۰۰۹). در این پژوهش، بر اطلاعات مالی خاص مانند پیش‌بینی‌های سود، درآمدهای مورد انتظار، جریان‌های نقدی پیش‌بینی‌شده و یا هر شاخص مالی دیگر تمرکز خواهد شد. این اطلاعات، واقعی و به سهولت قابل اثبات بوده و موارد افشای قابل اثبات (دارای منبع) از نظر مالی، در بهبود

^۱. Multicollinearity

^۲. Faden & Bobko

دقت و کاهش پراکندگی پیش‌بینی تحلیلگران، مؤثرتر از موارد افشای غیرقابل اثبات (بدون منبع) هستند (بوزولان^۱ و همکاران، ۲۰۰۹).

تکنیک‌های تحلیل محتوا برای تعیین میزان اطلاعات مالی آینده‌نگر در گزارش‌های سالانه، استفاده خواهد شد. متغیر افشای مالی آینده‌نگر (FFLDISC)، به تعداد جملات حاوی این اطلاعات در گزارش سالانه مجزا اشاره دارد. برای انتخاب تمام جملات حاوی اطلاعات مالی آینده‌نگر، هر بخش از این اطلاعات به صورت دستی تحلیل می‌گردد. استفاده از این جملات به عنوان یک واحد اندازه‌گیری برای افشا، در قالب ارائه‌کننده اطلاعات کامل، قابل اعتماد و معنی‌دار برای تحلیل بیشتر، مشخص می‌شود (میلنی و آدلر^۲، ۱۹۹۹). مطالعات پیشین در مورد افشای آینده‌نگر نیز، جملات را به منظور اندازه‌گیری سطح افشا بکار گرفته‌اند (حسینی و آل‌عیسی، ۲۰۰۹؛ برتا و بوزولان، ۲۰۰۸؛ چلیک و همکاران، ۲۰۰۶؛ وانگ و حسینی، ۲۰۱۳). همسو با مطالعات پیشین (لینسلی و شرایوز، ۲۰۰۶)، برای کمی‌سازی سطح افشا، قواعد تصمیم‌گیری خاصی پیش گرفته شدند. به عنوان مثال، جداولی که اطلاعات مالی آینده‌نگر را ارائه می‌کنند، به صورت یک خط برابر با یک جمله تفسیر خواهد شد. در واقع به هر یک از جملات حاوی اطلاعات آینده‌نگرانه مالی و غیرمالی ارائه‌شده در گزارش‌های هیئت‌مدیره که به صورت داوطلبانه ارائه‌شده باشد، یک امتیاز تعلق می‌گیرد و در نهایت، مجموع این امتیازات، سطح افشای اختیاری آینده‌نگرانه هر شرکت را مشخص می‌کند.

شهرت شرکت‌ها: با وجود مشکلات موجود در اندازه‌گیری شهرت شرکت، محققان اعلام کرده‌اند که بسیاری از شرکت‌های شهیر و معتبر، مزایای مالی بیشتری به دست می‌آورند (بلک^۳ و همکاران، ۲۰۰۰). به منظور اندازه‌گیری شهرت شرکت، رتبه‌بندی بر اساس ۵۰ شرکت اول بورس به عنوان مبنا، در نظر گرفته خواهد شد؛ بنابراین، شهرت شرکت یک متغیر مجازی خواهد بود که اگر یک شرکت در بین ۵۰ شرکت اول بورسی قرار گیرد، مقدار ۱ گرفته و در غیر این صورت، مقدار آن صفر خواهد بود.

متغیر وابسته

نوسانات بازده سهام: به منظور تجزیه و تحلیل تأثیر افشای اطلاعات مالی آینده‌نگر بر نوسانات بازده سهام، اطلاعات قیمت سهام جمع‌آوری می‌شود؛ بنابراین، تغییر در قیمت سهم، بلافاصله پس از انتشار گزارش‌های سالانه اندازه‌گیری خواهد شد. نوسانات بازده سهام (STDRET)، با عبارت‌های لگاریتمی (بوشی و نو، ۲۰۰۰؛ گارسیا لارا^۴ و همکاران، ۲۰۱۲) و به صورت لگاریتم طبیعی یک به علاوه انحراف معیار بازده سهام محاسبه می‌شود.

$$r_t = \frac{p_t - p_{t-1}}{p_{t-1}}$$

پس از محاسبه انحراف معیار فرمول بالا، لگاریتم طبیعی آن به علاوه یک محاسبه می‌شود:

$$\text{Log}(r_{t+1})$$

متغیرهای کنترلی

به منظور کنترل سایر متغیرهایی که به نحوی در تجزیه و تحلیل مسئله پژوهش مؤثرند، متغیرهای کنترلی لازم با توجه به مرور متون به شرح زیر تعیین شدند:

¹. Bozzolan

². Milne & Adler

³. Black

⁴. García Lara

اهرم مالی (LEV): اهرم مالی شاخصی برای ریسک شرکت بوده و ادبیات نظری در این حوزه، پیش‌بینی می‌کند که رابطه‌ای مثبت بین اهرم مالی و نوسانات بازده سهام وجود دارد (بوشی و نو، ۲۰۰۰؛ راج گوپال و ونکتچلم، ۲۰۱۱). نسبت مجموع بدهی‌ها به مجموع دارایی‌ها برای محاسبه اهرم استفاده خواهد شد.

اندازه شرکت (SIZE): شواهد تجربی پیشین نشان می‌دهد که شرکت‌های کوچک، نوسانات بالاتر بازده را تجربه می‌کنند (بوشی و نو، ۲۰۰۰؛ پاستور و ورونسی، ۲۰۰۳). لگاریتم فروش به‌عنوان جانشینی برای اندازه‌گیری اندازه شرکت مورد استفاده قرار خواهد گرفت.

حجم معاملات (TVOL): تحقیقات پیشین، رابطه‌ای مثبت بین حجم معاملات و نوسانات قیمت سهام را نشان داده‌اند (بوشی و نو، ۲۰۰۰؛ کایرولاین^۱، ۲۰۰۸). حجم معاملات به‌صورت متوسط حجم ماهانه در طول سال تقسیم بر متوسط سهام منتشره اندازه‌گیری خواهد شد.

عملکرد شرکت (PERF): عملکرد بهتر، منجر به کاهش نوسانات سهام می‌شود (راج گوپال و ونکتچلم، ۲۰۱۱). در این پژوهش، عملکرد شرکت از طریق بازده سهام اندازه‌گیری خواهد شد.

مدل‌های پژوهش

تجزیه و تحلیل رگرسیون گام‌به‌گام، برای استخراج متغیرهای معنی‌دار از کل گروه متغیرهای مستقل اجرا خواهد شد. اگرچه مدل اولیه بر اساس تئوری ایجادشده بود، تکنیک رگرسیون گام‌به‌گام برای تعیین متغیرهایی که بهتر می‌توانند نوسانات بازده سهام را پیش‌بینی کنند، استفاده خواهد شد.

در بخش بعدی، رگرسیون حداقل مربعات معمولی (OLS) برای تعیین اثر اطلاعات مالی آینده‌نگر و شهرت شرکت بر نوسانات بازده سهام اجرا می‌شود. در ابتدا، چهار مدل آماری جهت آزمون فرضیه اول پژوهش اجرا شد:

$$\text{Model 1: } STDRET_{t+1} = \alpha + \beta_1 Lev_t + \beta_2 Size_t + \beta_3 TVOL_t + \beta_4 PERF_t + \varepsilon$$

$$\text{Model 2: } STDRET_{t+1} = \alpha + \beta_1 FFLDISC_t + \beta_2 Lev_t + \beta_3 Size_t + \beta_4 TVOL_t + \beta_5 PERF_t + \varepsilon$$

$$\text{Model 3: } STDRET_{t+1} = \alpha + \beta_1 REP_t + \beta_2 Lev_t + \beta_3 Size_t + \beta_4 TVOL_t + \beta_5 PERF_t + \varepsilon$$

$$\text{Model 4: } STDRET_{t+1} = \alpha + \beta_1 FFLDISC_t + \beta_2 REP_t + \beta_3 Lev_t + \beta_4 Size_t + \beta_5 TVOL_t + \beta_6 PERF_t + \varepsilon$$

که در آن:

$STDRET_{t+1}$: نوسانات بازدهی سهام در سال $t+1$ ؛

$FFLDISC_t$: افشای اطلاعات مالی آینده‌نگر در سال t ؛

REP_t : حسن شهرت شرکت در سال t ؛

Lev_t : اهرم مالی شرکت در سال t ؛

$Size_t$: اندازه شرکت در سال t ؛

$TVOL_t$: حجم معاملات شرکت در سال t و

$PERF_t$: عملکرد شرکت در سال t است.

^۱. Kyröläinen

علاوه بر این، تأثیر اطلاعات مالی آینده‌نگر برای شرکت‌های دارای حسن شهرت در نمونه (آزمون فرضیه دوم پژوهش)، مدل زیر مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت:

$$\text{Model 5: } STDRET_{t+1} = \alpha + \beta_1 FFLDISC_t + \beta_2 FFLDISC_t \times REP_t + \beta_3 Lev_t + \beta_4 Size_t + \beta_5 TVOL_t + \beta_6 PERF_t + \varepsilon$$

یافته‌های پژوهش

آمار توصیفی متغیرهای پژوهش، به شرح جدول زیر است:

جدول ۱. آمار توصیفی متغیرهای مدل‌های آزمون فرضیه‌ها

نام متغیر	نماد	میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی
نوسانات بازدهی سهام افشای اطلاعات مالی آینده‌نگر	STDRET	۲/۱۴۸	۲/۲۱۲	۲/۷۷۴	۰/۸۲۶	۰/۴۷۱	-۰/۸۲۲	۳/۳۹۵
حسن شهرت شرکت	REP	۰/۰۸۲	۰/۰۰۰	۱/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۲۷۶	۳/۰۳۱	۱/۱۹۰
اهرم مالی	LEV	۰/۶۳۷	۰/۶۴۰	۱/۰۸۲	۰/۲۵۲	۰/۲۱۹	۰/۰۷۸	۲/۳۶۵
اندازه شرکت	SIZE	۶/۰۱۳	۵/۹۶۹	۷/۰۶۱	۵/۰۱۱	۰/۵۴۰	۰/۰۵۸	۲/۴۱۲
حجم معاملات شرکت	TVOL	۰/۰۰۱	۰/۰۰۵	۰/۰۰۵	۰/۰۰۰	۰/۰۰۱	۵/۱۰۸	۵/۱۰۸
عملکرد شرکت	PERF	۲۶/۹۰۲	۹/۸۲۰	۱۶۷/۴۴۳	-۴۰/۱۹	۵۷/۰۲۵	۱/۱۰۹	۳/۳۱۷

میانگین متغیر نوسانات بازدهی سهام برابر ۲/۱۴۸ است که نشان می‌دهد بیشتر داده‌ها حول این عدد پراکنده‌اند. همچنین برای متغیر اندازه شرکت این مقدار برابر ۶/۰۱۳ می‌باشد.

میانه متغیر نوسانات بازدهی سهام برابر با ۲/۲۱۲ می‌باشد که نشان می‌دهد نیمی از داده‌ها کمتر از این مقدار و نیمی دیگر بیش‌تر از این مقدار هستند. برای متغیر افشای اطلاعات مالی آینده‌نگر این مقدار برابر با ۴۴/۰۰ است. بررسی پراکندگی متغیرها، به‌ویژه متغیرهای مستقل، از اهمیت زیادی برخوردار است. پراکندگی نوسانات بازدهی سهام برابر با ۰/۴۷۱ می‌باشد. یکی دیگر از آماره‌های مهم متغیرها که می‌تواند استنتاج آماری را تحت تأثیر قرار دهد، آماره‌های مربوط به چولگی و کشیدگی متغیرهاست. میزان عدم تقارن منحنی فراوانی را چولگی می‌نامند. اگر ضریب چولگی صفر باشد، جامعه کاملاً متقارن است و چنانچه ضریب مثبت باشد، چولگی به راست و اگر منفی باشد، چولگی به چپ وجود خواهد داشت. به عنوان مثال ضریب چولگی متغیر نوسانات بازدهی سهام برابر با -۰/۸۲۲ می‌باشد، یعنی این متغیر، چولگی به چپ دارد و به این اندازه از مرکز تقارن انحراف دارد. متغیر حجم معاملات شرکت با احتساب مقدار ۵/۱۰۸، بیش‌ترین کشیدگی را نسبت به منحنی نرمال دارند.

پایایی متغیرهای پژوهش

در جدول ۲ پایایی متغیرها با استفاده از آزمون لوین و لین وچاو مورد بحث قرار می‌گیرد.

جدول ۲. نتایج مربوط به آزمون پایایی متغیرها

متغیر	آماره آزمون	سطح معناداری
نوسانات بازدهی سهام	-۱۱/۰۹۰	۰/۰۰۰
افشای اطلاعات مالی آینده‌نگر	-۱۱/۹۴۲	۰/۰۰۰
حسن شهرت شرکت	-۸/۵۳۷	۰/۰۰۰
اهرم مالی	-۱۲/۹۲۲	۰/۰۰۰
اندازه شرکت	-۱۰/۱۵۴	۰/۰۰۰
حجم معاملات شرکت	-۵/۸۵۹	۰/۰۰۰
عملکرد شرکت	-۸/۷۱۷	۰/۰۰۰

با توجه به اینکه سطح معنی‌داری آزمون برای تمام متغیرهای موجود در پژوهش کمتر از ۰/۰۵ است، لذا فرض مبنی بر وجود ریشه واحد در سری‌ها را رد کرده و داده‌ها پایا هستند.

بررسی عدم وجود همخطی در مدل‌های پژوهش

مطابق با جدول ۳ برای بررسی عدم وجود همخطی در نتایج مدل از نرم‌افزار EViews و آزمون VIF استفاده شده است.

جدول ۳. نتایج مربوط به بررسی همخطی متغیرها

متغیر	مقدار VIF
افشای اطلاعات مالی آینده‌نگر	۱/۰۷
حسن شهرت شرکت	۱/۳۷
اهرم مالی	۱/۰۳
اندازه شرکت	۱/۳۷
حجم معاملات شرکت	۱/۰۸
عملکرد شرکت	۱/۱۳

با توجه به یافته‌های مندرج در جدول ۳ از آنجاکه VIF ضرایب مدل برآورد شده کوچک‌تر از عدد ۱۰ می‌باشد، در نتیجه مدل دارای مشکل همخطی نمی‌باشد.

بررسی ناهمسانی واریانس در مدل‌های پژوهش

در این پژوهش به منظور برآورد مدل‌های پژوهش از روش حداقل مربعات معمولی استفاده شده است و به منظور رفع ناهمسانی واریانس و تقویت نتایج از تکنیک رگرسیون Robust استفاده شده است. لذا پس از اجرای این آزمون مشکل ناهمسانی واریانس وجود نخواهد داشت و سایر مدل‌های پژوهش دارای مشکل ناهمسانی واریانس و خودهمبستگی نمی‌باشند.

آزمون فرضیه اول

فرضیه اول این پژوهش بدین صورت بیان شد که افشای اطلاعات مالی آینده‌نگر، منجر به کاهش نوسانات بازده سهام می‌شود. در این پژوهش برای آزمون فرضیه اول از تجزیه و تحلیل رگرسیون گام‌به‌گام، برای استخراج متغیرهای معنی‌دار

از کل گروه متغیرهای مستقل استفاده می‌شود. خلاصه نتایج حاصل از بررسی هر کدام از مدل‌ها به صورت جداگانه در جداول ۴ تا ۷ نشان داده شده است.

جدول ۴. نتایج برآورد مدل اول مرتبط با فرضیه اول

$$Model 1: STDRET_{t+1} = \alpha + \beta_1 Lev_t + \beta_2 Size_t + \beta_3 TVOL_t + \beta_4 PERF_t + \varepsilon$$

نام متغیر	نماد متغیر	ضریب	آماره t	ارزش احتمال
عرض از مبدأ	C	۲/۳۸۵	۸/۰۱۸	۰/۰۰۰
اهرم مالی	LEV	-۰/۵۹۸	-۳/۶۵۳	۰/۰۰۰
اندازه شرکت	SIZE	۰/۰۲۱	۰/۳۸۶	۰/۷۰۰
حجم معاملات شرکت	TVOL	۱۲/۲۱۱	۰/۳۳۳	۰/۸۳۹
عملکرد شرکت	PERF	۰/۰۰۰	۰/۳۹۶	۰/۶۹۳
R^2	۰/۰۸۰	R^2 تعدیل شده		۰/۰۴۸
آماره F فیشر	۲/۵۰۸	ارزش آماره F فیشر		۰/۰۴۶

جدول ۴ نتایج برآورد مدل اول برای فرضیه اول را به طور خلاصه نشان می‌دهد. بر طبق نتایج مندرج در این جدول P-Value آماره F، کوچک‌تر از ۵ درصد می‌باشد، می‌توان گفت که مدل اول برای این فرضیه در سطح اطمینان ۹۵ درصد، معنی‌دار می‌باشد. با توجه به جدول ۴ ضریب تعیین (R^2) برابر است با ۰/۰۸۰ که نشان می‌دهد متغیر مستقل و متغیرهای کنترلی ۸ درصد از تغییرات در متغیر وابسته را توضیح داده است. همان‌طور که جدول ۴ نشان می‌دهد، نتایج حاصل از برآورد مدل مربوط به فرضیه اول حاکی از عدم معنی‌داری متغیرهای کنترلی اندازه شرکت، حجم معاملات شرکت، عملکرد شرکت و تأثیر معنادار و مثبت متغیر اهرم مالی بر نوسانات بازده سهام در سطح معناداری ۵ درصد می‌باشد.

جدول شماره ۵. نتایج برآورد مدل دوم مرتبط با فرضیه اول

$$Model 2: STDRET_{t+1} = \alpha + \beta_1 FFLDISC_t + \beta_2 Lev_t + \beta_3 Size_t + \beta_4 TVOL_t + \beta_5 PERF_t + \varepsilon$$

نام متغیر	نماد متغیر	ضریب	آماره t	ارزش احتمال
عرض از مبدأ	C	۱/۹۱۹	۴/۷۷۱	۰/۰۰۰
افشای اطلاعات مالی آینده‌نگر	FFLDISC	-۰/۰۱۰	-۲/۱۸۳	۰/۰۳۱
اهرم مالی	LEV	-۰/۵۷۱	-۳/۶۵۰	۰/۰۰۰
اندازه شرکت	SIZE	۰/۰۲۵	۰/۴۵۴	۰/۶۵۰
حجم معاملات شرکت	TVOL	۸/۱۷۷	۰/۲۱۲	۰/۸۳۲
عملکرد شرکت	PERF	۰/۰۰۰	۰/۲۹۴	۰/۷۷۰
R^2	۰/۱۱۳	R^2 تعدیل شده		۰/۰۷۴
آماره F فیشر	۲/۹۱۸	ارزش آماره F فیشر		۰/۰۱۶

جدول ۵ نتایج برآورد مدل دوم برای فرضیه اول را به طور خلاصه نشان می‌دهد. بر طبق نتایج مندرج در این جدول P-Value آماره F، کوچک‌تر از ۵ درصد می‌باشد، می‌توان گفت که مدل دوم برای این فرضیه در سطح اطمینان ۹۵ درصد، معنی‌دار می‌باشد. با توجه به جدول ۵ ضریب تعیین (R^2) برابر ۰/۱۱۳ است که نشان می‌دهد متغیر مستقل و متغیرهای کنترلی ۱۱ درصد از تغییرات در متغیر وابسته را توضیح داده است. همچنین بر طبق نتایج بیان شده در جدول ضریب برآورد شده برای متغیر افشای اطلاعات مالی آینده‌نگر برابر ۰/۰۱۰- است، همچنین P-Value برای این ضریب مقدار (۰/۰۳۱) می‌باشد که کمتر از ۵ درصد است، از این رو بیانگر تأثیر منفی و معنادار افشای اطلاعات مالی آینده‌نگر بر نوسانات بازده سهام می‌باشد. نتایج حاصل از برآورد مدل دوم مربوط به فرضیه اول حاکی از عدم معنی‌داری متغیرهای کنترلی اندازه شرکت، حجم معاملات شرکت و عملکرد شرکت بوده و تأثیر معنادار و مثبت متغیر اهرم مالی بر نوسانات بازده سهام در سطح معناداری ۵ درصد می‌باشد.

جدول ۶. نتایج برآورد مدل سوم مرتبط با فرضیه اول

<i>Model 3: STDRET_{t+1} = α + β_1REP_t + β_2Lev_t + β_3Size_t + β_4TVOL_t + β_5PERF_t + ε</i>					
نام متغیر	نماد متغیر	ضریب	آماره t	ارزش احتمال	
عرض از مبدأ	C	۲/۷۱۱	۸/۵۵۷	۰/۰۰۰	
حسن شهرت شرکت	REP	-۰/۲۵۱	-۲/۴۷۱	۰/۰۱۵	
اهرم مالی	LEV	-۰/۶۰۶	-۳/۷۱۵	۰/۰۰۰	
اندازه شرکت	SIZE	-۰/۰۳۵	-۰/۵۸۳	۰/۵۶۱	
حجم معاملات شرکت	TVOL	۹/۸۲۰	۰/۲۶۵۷۶۲	۰/۷۹۱	
عملکرد شرکت	PERF	۰/۰۰۰	۰/۳۵۲	۰/۷۲۵	
R^2	۰/۰۹۵	R^2 تعدیل شده		۰/۰۵۶	
آماره F فیشر	۲/۴۲۶	ارزش آماره F فیشر		۰/۰۳۹	

جدول ۶ نتایج برآورد مدل سوم برای فرضیه اول را به طور خلاصه نشان می‌دهد. بر طبق نتایج مندرج در این جدول P-Value آماره F، کوچک‌تر از ۵ درصد می‌باشد، می‌توان گفت که مدل سوم برای این فرضیه در سطح اطمینان ۹۵ درصد، معنی‌دار می‌باشد. با توجه به جدول ۶ ضریب تعیین (R^2) برابر ۰/۰۹۵ است که نشان می‌دهد متغیر مستقل و متغیرهای کنترلی ۹ درصد از تغییرات در متغیر وابسته را توضیح داده است. همچنین بر طبق نتایج بیان شده در جدول ضریب برآورد شده برای متغیر حسن شهرت شرکت برابر ۰/۲۵۱- است، همچنین P-Value برای این ضریب مقدار (۰/۰۱۵) می‌باشد که کمتر از ۵ درصد است، از این رو بیانگر تأثیر منفی و معنادار حسن شهرت شرکت بر نوسانات بازده سهام می‌باشد. همان‌طور که جدول ۶ نشان می‌دهد، همچنین نتایج حاصل از برآورد مدل سوم مربوط به فرضیه اول حاکی از عدم معنی‌داری متغیرهای کنترلی اندازه شرکت، حجم معاملات شرکت و عملکرد شرکت بوده و تأثیر معنادار و مثبت متغیر اهرم مالی بر نوسانات بازده سهام در سطح معناداری ۵ درصد می‌باشد.

جدول ۷. نتایج برآورد مدل چهارم مرتبط با فرضیه اول

$$Model\ 4: STDRET_{t+1} = \alpha + \beta_1 FFLDISC_t + \beta_2 REP_t + \beta_3 Lev_t + \beta_4 Size_t + \beta_5 TVOL_t + \beta_6 PERF_t + \varepsilon$$

نام متغیر	نماد متغیر	ضریب	آماره t	ارزش احتمال
عرض از مبدأ	C	۲/۱۹۷	۵/۲۶۹	۰/۰۰۰
افشای اطلاعات مالی آینده‌نگر	FFLDISC	-۰/۰۰۹	-۲/۰۶۹	۰/۰۴۱
حسن شهرت شرکت	REP	-۰/۲۲۵	-۲/۰۸۱	۰/۰۴۰
اهرم مالی	LEV	-۰/۰۵۷۶	-۳/۶۳۹	۰/۰۰۰
اندازه شرکت	SIZE	-۰/۰۱۹	-۰/۳۰۸	۰/۷۵۹
حجم معاملات شرکت	TVOL	۶/۳۷۱	۰/۱۶۸	۰/۸۶۷
عملکرد شرکت	PERF	-۰/۰۰۰	-۰/۱۷۴	۰/۸۶۲
R^2	۰/۱۲۴	R^2 تعدیل شده		۰/۰۷۸
آماره F فیشر	۲/۶۹۷	ارزش آماره F فیشر		۰/۰۱۷

جدول ۷ نتایج برآورد مدل چهارم برای فرضیه اول را به‌طور خلاصه نشان می‌دهد. بر طبق نتایج مندرج در این جدول P-Value آماره F، کوچک‌تر از ۵ درصد می‌باشد، می‌توان گفت که مدل سوم برای این فرضیه در سطح اطمینان ۹۵ درصد، معنی‌دار می‌باشد. با توجه به جدول ۷ ضریب تعیین (R^2) برابر ۰/۱۲۴ است که نشان می‌دهد متغیر مستقل و متغیرهای کنترلی ۱۲ درصد از تغییرات در متغیر وابسته را توضیح داده است که میزان توضیح دهنده‌گی متغیرهای مستقل و کنترلی در این مدل نسبت به مدل‌های ۱ تا ۳ بیشتر می‌باشد، از این رو این مدل به‌منظور آزمون فرضیه‌های پژوهش مناسب‌تر است. همچنین بر طبق نتایج بیان شده در جدول ضریب برآورد شده برای متغیر افشای اطلاعات مالی آینده‌نگر برابر ۰/۰۰۹- است، همچنین P-Value برای این ضریب مقدار (۰/۰۴۱) می‌باشد که کمتر از ۵ درصد است، از این رو بیانگر تأثیر منفی و معنادار افشای اطلاعات مالی آینده‌نگر بر نوسانات بازده سهام می‌باشد؛ بنابراین فرضیه اول پژوهش رد نمی‌شود.

از طرفی ضریب برآورد شده برای متغیر حسن شهرت شرکت نیز برابر ۰/۲۲۵- است، همچنین P-Value برای این ضریب مقدار (۰/۰۴۰) می‌باشد که کمتر از ۵ درصد است، از این رو بیانگر تأثیر منفی و معنادار حسن شهرت شرکت بر نوسانات بازده سهام می‌باشد. همچنین نتایج حاصل از برآورد مدل چهارم مربوط به فرضیه اول حاکی از عدم معنی‌داری متغیرهای کنترلی اندازه شرکت، حجم معاملات شرکت، عملکرد شرکت و تأثیر معنادار و مثبت متغیر اهرم مالی بر نوسانات بازده سهام در سطح معناداری ۵ درصد می‌باشد.

آزمون فرضیه دوم

فرضیه دوم این پژوهش بدین صورت بیان شد افشای اطلاعات مالی آینده‌نگر توسط شرکت‌های با شهرت بالاتر (در مقابل شرکت‌های با شهرت پایین‌تر)، دارای اثر بیشتری بر کاهش نوسانات بازده سهام است. همان‌طور که بیان شد به‌منظور بررسی تأثیر افشای اطلاعات مالی آینده‌نگر برای شرکت‌های دارای حسن شهرت و شرکت‌های دارای شهرت پایین‌تر در نمونه، متغیر حسن شهرت به‌صورت یک متغیر مجازی وارد مدل شده و در متغیر افشای اطلاعات مالی آینده‌نگر

ضرب گردیده است، از این رو به منظور عدم رد فرضیه دوم انتظار می رود در سطح معناداری مورد نظر، ضریب برآوردی و سطح معناداری متغیر حاصل ضربی معنادار باشد. خلاصه نتایج حاصل از این بررسی در جدول ۸ نشان داده شده است.

جدول ۸. نتایج برآورد مدل پنجم مرتبط با فرضیه دوم

Model 5: $STDRET_{t+1}$				
$= \alpha + \beta_1 FFLDISC_t + \beta_2 FFLDISC_t \times REP_t + \beta_3 Lev_t + \beta_4 Size_t + \beta_5 TVOL_t + \beta_6 PERF_t + \varepsilon$				
ارزش احتمال	آماره t	ضریب	نماد متغیر	نام متغیر
۰/۰۰۰	۵/۲۴۸	۲/۱۷۸	C	عرض از مبدأ
۰/۰۴۴	-۲/۰۳۶	-۰/۰۰۹	FFLDISC	افشای اطلاعات مالی آینده‌نگر
۰/۰۳۹۵	-۲/۰۸۲	-۰/۰۰۵	FFLDISCREP	حسن شهرت شرکت * افشای اطلاعات مالی آینده‌نگر
۰/۰۰۰	-۳/۶۳۷	-۰/۰۵۷۷	LEV	اهرم مالی
۰/۸۱۲	-۰/۲۳۸	-۰/۰۱۴	SIZE	اندازه شرکت
۰/۸۶۵	۰/۱۷۰	۶/۴۴۱	TVOL	حجم معاملات شرکت
۰/۸۵۶	-۰/۱۸۱	-۰/۰۰۰	PERF	عملکرد شرکت
۰/۰۷۷		R^2 تعدیل شده	۰/۱۲۳	R^2
۰/۰۱۸		ارزش آماره F فیشر	۲/۶۷۰	آماره F فیشر

جدول ۸ نتایج برآورد مدل پنجم برای فرضیه دوم را به طور خلاصه نشان می دهد. بر طبق نتایج مندرج در این جدول P-Value آماره F، کوچک تر از ۵ درصد می باشد، می توان گفت که مدل پنجم برای این فرضیه در سطح اطمینان ۹۵ درصد، معنی دار می باشد. با توجه به جدول ۸ ضریب تعیین (R^2) برابر ۰/۱۲۳ است که نشان می دهد متغیر مستقل و متغیرهای کنترلی ۱۲ درصد از تغییرات در متغیر وابسته را توضیح داده است. همچنین بر طبق نتایج بیان شده در جدول ضریب برآورد شده برای متغیر افشای اطلاعات مالی آینده‌نگر برابر ۰/۰۰۹- است، همچنین P-Value برای این ضریب مقدار (۰/۰۴۴) می باشد که کمتر از ۵ درصد است، از این رو بیانگر تأثیر منفی و معنادار افشای اطلاعات مالی آینده‌نگر بر نوسانات بازده سهام می باشد. همچنین مقدار متغیر تعاملی حسن شهرت شرکت در افشای اطلاعات مالی آینده‌نگر برابر (۰/۰۰۴-) است و P-Value برای این ضریب مقدار (۰/۰۴۰) می باشد که کمتر از ۵ درصد است، از این رو افشای اطلاعات مالی آینده‌نگر توسط شرکت‌های با شهرت بالاتر (در مقابل شرکت‌های با شهرت پایین‌تر)، دارای اثر بیشتری بر کاهش نوسانات بازده سهام است. از این رو فرضیه دوم پژوهش رد نمی شود.

خلاصه نتایج حاصل از برآورد مدل‌های پژوهش

در این پژوهش به منظور بررسی دو فرضیه تدوین گردیده است که در این بخش به تجزیه و تحلیل فرضیه‌های پژوهش پرداخته می شود. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های پژوهش به شرح جدول ۹ بیان شده است.

جدول ۹. نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش

شماره فرضیه	عنوان فرضیه	نتیجه
۱	افشای اطلاعات مالی آینده‌نگر، منجر به کاهش نوسانات بازده سهام می‌شود.	عدم رد فرضیه
۲	افشای اطلاعات مالی آینده‌نگر توسط شرکت‌های با شهرت بالاتر (در مقابل شرکت‌های با شهرت پایین‌تر)، دارای اثر بیشتری بر کاهش نوسانات بازده سهام است.	عدم رد فرضیه

بحث و نتیجه‌گیری

در این پژوهش سؤال مطرح این بود که آیا افشای اطلاعات مالی آینده‌نگر، منجر به کاهش نوسانات بازده سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌شود؟ برای پاسخ دادن به این سؤال پژوهش، به بررسی رابطه بین افشای اطلاعات مالی آینده‌نگر و نوسانات بازده سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شد؛ و در فرضیه دوم پژوهش نیز به بررسی رابطه بین افشای اطلاعات مالی آینده‌نگر توسط شرکت‌های با شهرت بالاتر (در مقابل شرکت‌های با شهرت پایین‌تر) و نوسانات بازده سهام پرداخته شد.

فرضیه اول این پژوهش بدین صورت بیان شد که افشای اطلاعات مالی آینده‌نگر، منجر به کاهش نوسانات بازده سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌شود. با توجه به این‌که چون ضریب متغیر مستقل فرضیه معنادار است، پس به‌طورکلی بین افشای اطلاعات مالی آینده‌نگر و نوسانات بازده سهام شرکت‌ها رابطه معناداری وجود دارد؛ بنابراین، فرضیه اصلی اول پژوهش مبنی بر وجود رابطه منفی معنادار بین افشای اطلاعات مالی آینده‌نگر و نوسانات بازده سهام رد نمی‌شود.

نتایج به‌دست‌آمده از آزمون فرضیه اول پژوهش با نتایج پژوهش‌های کریستاندل و بونتیس (۲۰۰۷)، بوشی و نو (۲۰۰۰)، آرمسترانگ و همکاران (۲۰۱۱) و براوو (۲۰۱۶)، تطابق دارد. با توجه به این‌که در ایران پژوهشی که به بررسی رابطه بین افشای اطلاعات مالی آینده‌نگر و نوسانات بازده سهام شرکت‌ها پرداخته باشد یافت نشد، در نتیجه مقایسه یافته‌های پژوهش حاضر با سایر پژوهش‌های داخلی، عملاً امکان‌پذیر نیست.

نتایج نشان می‌دهد که افشای اطلاعات مالی آینده‌نگرانه افشاشده در گزارش‌های سالانه، به کاهش نوسانات سهام کمک می‌کند. از آنجاکه نوسانات سهام، تبدیل به موضوعی عمده برای قانون‌گذاران و مدیران گردیده است، این پژوهش به گسترش و توسعه ادبیات موجود درباره افشای اطلاعات مالی آینده‌نگرانه کمک می‌کند. افزایش در این متغیر، منجر به استنباط وجود ریسک بالاتر در یک شرکت شده و از این‌رو، افزایش هزینه سرمایه شرکت‌ها را در پی خواهد داشت (بوشی و نو، ۲۰۰۰). از آنجاکه شناخت اثر استراتژی‌های خاص افشا در بازارهای سرمایه، می‌تواند گسترش یابد، این تحلیل یک گام روبه‌جلو در ادبیات افشا بوده و مفاهیم کاربردی خاصی را برای مدیران و قانون‌گذاران ارائه می‌کند. این نتایج، مفهومی را به مدیران منتقل می‌کند که می‌توانند در هنگام طراحی سیاست‌های افشا برای اثرگذاری بر سرمایه‌گذاران، به‌صورت استراتژیک از این اطلاعات بهره‌گیرند. این یافته‌ها همچنین، مفاهیم مستقیمی برای نهادهای نظارتی در تهیه قوانین و پیشنهادها در مورد الزامات افشا دارند. از سوی دیگر، نتایج این پژوهش مباحث قابل‌تأملی را در بحث پیرامون نیاز به ایجاد دستورالعمل‌های خاص درباره افشای اطلاعات داوطلبانه آینده‌نگرانه، مطرح می‌سازد.

فرضیه دوم این پژوهش بدین صورت بیان شد که افشای اطلاعات مالی آینده‌نگر توسط شرکت‌های با شهرت بالاتر (در مقابل شرکت‌های با شهرت پایین‌تر)، دارای اثر بیشتری بر کاهش نوسانات بازده سهام است. نتایج نشان می‌دهد که اگرچه سطح افشا، اثر معنی‌داری بر نوسانات سهام دارد، با این حال اثر این افشا، بسته به شهرت شرکت تغییر می‌کند. این مطالعه بایان این مطلب که تفسیر و اثربخشی اطلاعات آینده‌نگرانه، به شهرت یک شرکت بستگی دارد، تحقیقات پیشین را بسط و گسترش می‌بخشد. مطالعات پیرامون مبحث افشا، پیش‌ازین بر روی روند افشا متمرکز شده بودند، اما تلاش بیشتری در این زمینه برای تحلیل اینکه چگونه شناخت سرمایه‌گذاران در مورد یک شرکت، ممکن است اثرات اطلاعات افشاشده را تحت تأثیر قرار دهد، مورد مطالعه قرار نگرفته بود. اگرچه مزایای شهرت شرکت، عمدتاً از دیدگاه مبتنی بر منابع مورد بحث واقع شده است، به دلیل اینکه شهرت شرکت بر فرایند گزارش دهی شرکت‌ها تأثیرگذار است، این دیدگاه را می‌توان از دریچه نوع افشا بسط داد. این شواهد همچنین، مفاهیمی برای مدیران در خود دارند که باید به‌خوبی به اهمیت دستیابی به شهرت و حفظ آن، آگاه باشند. شهرت شرکت، نقش مهمی را در روند افشا ایفا می‌کند؛ زیرا به نظر می‌رسد که شهرت شرکت، در اثربخشی و کارایی اطلاعات، مهم تلقی می‌شود.

نتایج به‌دست‌آمده از آزمون فرضیه دوم پژوهش با نتایج پژوهش‌های بوتوسان (۲۰۰۶)، بوتوسان و پلاملی (۲۰۰۲)، فرانسیس و همکاران (۲۰۰۵)، گیتزمن و آیرلند (۲۰۰۵)، ژانگ و دینگ (۲۰۰۶)، فرانسیس و همکاران (۲۰۰۸)، لویز و آلنکار (۲۰۱۰)، امبانگ و همکاران (۲۰۱۲) و براوو (۲۰۱۶)، مطابقت دارد. با توجه به این‌که در ایران پژوهشی که به بررسی رابطه بین افشای اطلاعات مالی آینده‌نگر، شهرت شرکت و نوسانات بازده سهام پرداخته باشد یافت نشد، در نتیجه مقایسه یافته‌های پژوهش حاضر با سایر پژوهش‌های داخلی، عملاً امکان‌پذیر نیست.

استنباط کلی از یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که هزینه سرمایه شرکت‌ها تحت تأثیر اقدامات و تصمیم‌های مدیریتی در جهت افشای داوطلبانه اطلاعات مالی آینده‌نگرانه، کاهش می‌یابد که همین امر موجب کاهش نوسانات بازدهی سهام شرکت‌ها می‌شود. بر طبق یافته‌های پژوهش، افشای داوطلبانه اطلاعات توسط شرکت‌های بررسی‌شده، از طرف سرمایه‌گذاران مورد توجه قرار گرفته است و به این دلیل، این نوع از افشا توانسته است میزان عدم تقارن اطلاعاتی در بازار سرمایه و هزینه سرمایه شرکت‌ها را تحت تأثیر قرار داده که در نتیجه موجب کاهش نوسانات بازدهی سهام شده است.

فهرست منابع

- جعفری، علی، صحراری، ناصر، و صلحی فام اصل، ملیحه. (۱۴۰۰). بررسی رابطه بین افشای اطلاعات آینده‌نگر و نوسان‌پذیری بازده سهام، چشم‌انداز حسابداری و مدیریت، ۴(۵۰)، ۱۱-۱.
- https://www.jamv.ir/article_141221.html?lang=en
- خدای پور، احمد، و محرومی، رامین. (۱۳۹۱). تأثیر افشای داوطلبانه بر مربوط بودن سود هر سهم، حسابداری مدیریت، ۵(۳)، ۱-۱۲.
- <https://sanad.iau.ir/en/Article/816344>

رضایی، عبدالمجید، و سلطانی، افشین. (۱۳۸۲). مقدمه‌ای بر تحلیل رگرسیون کاربردی (چاپ دوم)، اصفهان، مرکز نشر دانشگاه صنعتی اصفهان.

عالی‌ور، عزیز. (۱۳۶۵). افشا در گزارشگری مالی، چاپ اول، تهران، موسسه حسابرسی سازمان صنایع ملی و سازمان برنامه.

فخاری، حسین، و فلاح محمدی، نرگس. (۱۳۸۸). بررسی تاثیر افشای اطلاعات بر نقد شوندگی سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، تحقیقات حسابداری و حسابرسی، ۱۲(۳)، ۱۶۳-۱۴۸. doi: 10.22034/iaar.2009.105181

قائمی، محمدحسین، و وطن پرست، محمدرضا. (۱۳۸۴). بررسی نقش اطلاعات حسابداری در کاهش عدم تقارن اطلاعاتی در بورس اوراق بهادار تهران، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۱۲(۳)، ۱۰۳-۸۵. doi: 20.1001.1.26458020.1384.12.3.3.4

کاظم‌نژاد، مصطفی، و ستایش، محمدحسین. (۱۳۸۹). افشا در حسابداری، مجله حسابداری، ۲۲۷، ۶۹-۶۶. نمازی، محمد. (۱۳۸۲ب). بررسی عملکرد اقتصادی بازار بورس اوراق بهادار در ایران. چاپ اول، تهران: انتشارات معاونت اقتصادی وزارت امور اقتصادی و دارایی.

نئوندورف، کیمبرلی‌ای. (۱۳۹۵). راهنمای تحلیل محتوا، ترجمه: حامد بخشی و وجیهه جلائیان بخشنده، چاپ اول، انتشارات جهاد دانشگاهی مشهد.

Aribi, Z. A., & Gao, S. S. (2011). Narrative disclosure of corporate social responsibility in Islamic financial institutions. *Managerial Auditing Journal*, 27(2), 199-222. doi: 10.1108/02686901211189862

Armstrong, C. S., Core, J. E., Taylor, D. J., & Verrecchia, R. E. (2011). When does information asymmetry affect the cost of capital?. *Journal of accounting research*, 49(1), 1-40. doi: 10.1111/j.1475-679X.2010.00391.x

Barron, O. E., Kile, C. O., & O'KEEFE, T. B. (1999). MD&A quality as measured by the SEC and analysts' earnings forecasts. *Contemporary Accounting Research*, 16(1), 75-109. doi: 10.1111/j.1911-3846.1999.tb00575.x

Beyer, A., Cohen, D. A., & Beverly, R. W. (2010). The financial reporting environment: Review of the recent literature. *Journal of Accounting and Economics*, 50(2-3), 296-343. doi: 10.1016/j.jacceco.2010.10.003

Boesso, G., & Kumar, K. (2007). Drivers of corporate voluntary disclosure: A framework and empirical evidence from Italy and the United States. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 20(2), 269-296. doi: 10.1108/09513570710741028

Botosan, C. A. (2006). Disclosure and the cost of capital: what do we know?. *Accounting and business research*, 36(sup1), 31-40. doi: 10.1080/00014788.2006.9730042

Bravo, F. (2016). Forward-looking disclosure and corporate reputation as mechanisms to reduce stock return volatility. *Spanish Accounting Review*, 19(1), 122-131. doi: 10.1016/j.rcsar.2015.03.001

Brown, S., & Hillegeist, S. A. (2007). How disclosure quality affects the level of information asymmetry. *Review of accounting studies*, 12, 443-477. doi: 10.1007/s11142-007-9032-5

- Bushee, B. J., & Noe, C. F. (2000). Corporate disclosure practices, institutional investors, and stock return volatility. *Journal of Accounting Research*, 171-202. doi: 10.2307/2672914
- Cormier, D., Ledoux, M. J., Magnan, M., & Aerts, W. (2010). Corporate governance and information asymmetry between managers and investors. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 10(5), 574-589. doi: 10.1108/14720701011085553
- Dang, M., Puwanenthiren, P., Nguyen, M. T., Hoang, V. A., Mazur, M., & Henry, D. (2022). Does managerial tone matter for stock liquidity? Evidence from textual disclosures. *Finance Research Letters*, 48, 102917. doi: 10.1016/j.frl.2022.102917
- Dey, P. K., Roy, M., & Akter, M. (2020). What determines forward-looking information disclosure in Bangladesh?. *Asian Journal of Accounting Research*, 5(2), 225-239. doi: 10.1108/AJAR-03-2020-0014
- Easley, D., & O'hara, M. (2004). Information and the cost of capital. *The journal of finance*, 59(4), 1553-1583. doi: 10.1111/j.1540-6261.2004.00672.x
- Eng, L. L., & Mak, Y. T. (2003). Corporate governance and voluntary disclosure. *Journal of accounting and public policy*, 22(4), 325-345. doi: 10.1016/S0278-4254(03)00037-1
- Faden, V., & Bobko, P. (1982). Validity shrinkage in ridge regression: A simulation study. *Educational and Psychological Measurement*, 42(1), 73-85. doi: 10.1177/0013164482421009
- Fakhari, H., & Fallah Mohammadi, N. (2009). Investigating the Impact of Information Disclosure on Liquidity of Companies Listed in Tehran Stock Exchange. *Accounting and Auditing Research*, 1(4), 148-163. doi: 10.22034/iaar.2009.105181
- Francis, J. R., Khurana, I. K., & Pereira, R. (2005). Disclosure incentives and effects on cost of capital around the world. *The accounting review*, 80(4), 1125-1162. doi: 10.2308/accr.2005.80.4.1125
- Francis, J., Nanda, D., & Olsson, P. (2008). Voluntary disclosure, earnings quality, and cost of capital. *Journal of accounting research*, 46(1), 53-99. doi: 10.1111/j.1475-679X.2008.00267.x
- Ghaemi, MH., Vatanparast, MR. (2005). Role of accounting information in information asymmetry in Tehran Stock. *Accounting and Auditing Review*, 12(3), 85-103. dor: 20.1001.1.26458020.1384.12.3.3.4 [In Persian]
- Gietzmann, M., & Ireland, J. (2005). Cost of capital, strategic disclosures and accounting choice. *Journal of Business Finance & Accounting*, 32(3-4), 599-634. doi: 10.1111/j.0306-686X.2005.00606.x
- Graham, J. R., Harvey, C. R., & Rajgopal, S. (2005). The economic implications of corporate financial reporting. *Journal of accounting and economics*, 40(1-3), 3-73. doi: 10.1016/j.jacceco.2005.01.002
- Haggard, S., MacIntyre, A., & Tiede, L. (2008). The rule of law and economic development. *Annu. Rev. Polit. Sci.*, 11, 205-234. doi: 10.1146/annurev.polisci.10.081205.100244
- Hammond, S. A., & Slocum Jr, J. W. (1996). The impact of prior firm financial performance on subsequent corporate reputation. *Journal of Business Ethics*, 15(2), 159-165. doi: 10.1007/BF00705584
- 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. doi: 10.1016/S0165-4101(01)00018-0
- Helm, S. (2007). The role of corporate reputation in determining investor satisfaction and loyalty. *Corporate reputation review*, 10, 22-37. doi: 10.1057/palgrave.crr.1550036
- Husillos, J., & Álvarez-Gil, M. J. (2008). A stakeholder-theory approach to environmental disclosures by small and medium enterprises (SMES). *Revista de Contabilidad-Spanish Accounting Review*, 11(1), 125-156. <https://revistas.um.es/rcsar/article/view/384521>
- Hussainey, K., & Aal-Eisa, J. (2009). Disclosure and dividend signalling when sustained earnings growth declines. *Managerial Auditing Journal*, 24(5), 445-454. doi: 10.1108/02686900910956801

- Hussainey, K., Schleicher, T., & Walker, M. (2003). Undertaking large-scale disclosure studies when AIMR-FAF ratings are not available: the case of prices leading earnings. *Accounting and Business Research*, 33(4), 275-294. doi: 10.1080/00014788.2003.9729654
- Jafari, A., Sahrarey, N., & Solhi Fam Asl, M. (2021). Investigating the relationship between prospective information disclosure and stock volatility. *Journal of Accounting and Management Vision*, 4(50), 1-11. https://www.jamv.ir/article_141221.html?lang=en [In Persian]
- Khodamioor A., & Mahroomi R. (2012). Effect of voluntary disclosure on value relevance of earnings per share. *Management Accounting*, 5(3), 1-12. <https://sanad.iau.ir/en/Article/816344> [In Persian]
- Kristandl, G., & Bontis, N. (2007). The impact of voluntary disclosure on cost of equity capital estimates in a temporal setting. *Journal of intellectual capital*, 8(4), 577-594. doi: 10.1108/14691930710830765
- Leuz, C., & Verrecchia, R. E. (2000). The economic consequences of increased disclosure. *Journal of Accounting Research*, 91-124. doi: 10.2307/2672910
- Lara, J. M. G., Osmá, B. G., & Penalva, F. (2012). Accounting conservatism and the limits to earnings management. https://www.wiwi.hu-berlin.de/en/professuren/bwl/finance/seminars/papers-fin-acc-res-seminars/15w/garcia_lara.pdf
- Li, C., Yan, Y., Liu, X., Wan, S., Xu, Y., & Lin, H. (2023). Forward looking statement, investor sentiment and stock liquidity. *Heliyon*, 9(4). doi: 10.1016/j.heliyon.2023.e15329
- Linsley, P. M., Shrivés, P., & Kajuter, P. (2008). Risk reporting: development, regulation and current practice. *International Risk Management* (pp. 185-207). <https://pure.york.ac.uk/portal/en/publications/risk-reporting-development-regulation-and-current-practice>
- Lopes, A. B., & de Alencar, R. C. (2010). Disclosure and cost of equity capital in emerging markets: the Brazilian case. *The International Journal of Accounting*, 45(4), 443-464. doi.org/10.1016/j.intacc.2010.09.003
- Mercel, M. (2004). How do investors assess the credibility of management disclosures? *Accounting Horizons*, 18(3), 185-196. doi: 10.2308/acch.2004.18.3.185
- Michelon, G., Boesso, G., & Kumar, K. (2013). Examining the link between strategic corporate social responsibility and company performance: An analysis of the best corporate citizens. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 20(2), 81-94. doi: 10.1002/csr.1278
- Mo, Y. A. N. G., & DONG Dayong, X. (2022). Risk Information Disclosure and Stock Liquidity: Based on Textual Analysis of Annual Report of A-share Listed Firms in China. *Journal of Systems & Management*, 31(4), 794. doi: 10.3969/j.issn.1005-2542.2022.04.015
- Pastor, L., & Veronesi, P. (2003). Stock valuation and learning about profitability. *Journal of Finance*, 58(5), 1749-1789. doi: 10.1111/1540-6261.00587
- Prencipe, A. (2004). Proprietary costs and determinants of voluntary segment disclosure: evidence from Italian listed companies. *European Accounting Review*, 13(2), 319-340. doi: 10.1080/0963818042000204742
- Rajgopal, S., & Venkatachalam, M. (2011). Financial reporting quality and idiosyncratic return volatility. *Journal of Accounting and Economics*, 51(1-2), 1-20. doi: 10.1016/j.jacceco.2010.06.001
- Rezaei, A., Soltani, A. (2003). *An introduction to applied regression analysis*. Isfahan University of Technology Publication Center. [In Persian]
- Rodríguez-Domínguez, L., & Gámez, L. C. N. (2014). Corporate reporting on risks: Evidence from Spanish companies. *Revista de Contabilidad-Spanish Accounting Review*, 17(2), 116-129. doi: 10.1016/j.rcsar.2013.10.002

Schleicher, T., & Walker, M. (1999). Share price anticipation of earnings and management's discussion of operations and financing. *Accounting and Business Research*, 29(4), 321-335. doi: 10.1080/00014788.1999.9729591

Schwarzkopf, S. (2007). Transatlantic invasions or common culture? Modes of cultural and economic exchange between the American and the British advertising industries, 1945–2000. *Anglo-American media interactions, 1850–2000* (pp. 254-274). London: Palgrave Macmillan UK. doi: 10.1057/9780230286221_14

Uyar, A., & Kılıç, M. (2012). Value relevance of voluntary disclosure: evidence from Turkish firms. *Journal of Intellectual Capital*, 13(3), 363-376. doi: 10.1108/14691931211248918

Venkatachalam, M. (2000). Discussion of corporate disclosure practices, institutional investors, and stock return volatility. *Journal of Accounting Research*, 38, 203-207. doi: 10.2307/2672915

Wang, M., & Hussainey, K. (2013). Voluntary forward-looking statements driven by corporate governance and their value relevance. *Journal of accounting and public policy*, 32(3), 26-49. doi: 10.1016/j.jaccpubpol.2013.02.009