

افشای اطلاعات آینده‌نگر بر واکنش قیمت سهام با استفاده از روش سوارا: با تاکید بر گزارشات تفسیری مدیریت

سید محمدرضا مسعودیان

دانشجوی دکتری حسابداری، واحد فیروزکوه، دانشگاه آزاد اسلامی، فیروزکوه، ایران
smr_masoudian@yahoo.com

سید یوسف احدی سرکانی

دانشیار گروه حسابداری، واحد فیروزکوه، دانشگاه آزاد اسلامی، فیروزکوه، ایران (نویسنده مسئول)
ahadiserkani@gmail.com

محمد محمودی

استادیار گروه حسابداری، واحد فیروزکوه، دانشگاه آزاد اسلامی، فیروزکوه، ایران
mahmoodi_1978@yahoo.com

صالح قوبدل دوست کوبی

دانشیار گروه علوم اقتصادی، واحد فیروزکوه، دانشگاه آزاد اسلامی، فیروزکوه، ایران
salleh_mogh@yahoo.com

تاریخ دریافت: ۱۴۰۰/۰۷/۰۴ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۰/۰۸/۱۰

چکیده

گزارش‌های تفسیری مدیریت در برگزیده جملاتی است که از آن به عنوان اطلاعات آینده‌نگر یاد می‌شود. افشای گزارش تفسیری مدیریت اطلاعاتی را ارائه می‌دهد که سرمایه‌گذار منطقی در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری خود با توجه به ارزش افزوده ایجاد شده از آن استفاده می‌کند. 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 و 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 عدم اطمینان محیطی 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

اقتصادی و دوره‌های عملی آینده است و شامل اطلاعات مالی آینده محور با توجه به عملکرد مالی آینده، وضعیت مالی و یا جریان‌های نقدی است که به صورت پیش‌بینی یا طرح ریزی ارائه شده است» می‌باشد (محمودی و مسعودیان، ۱۳۹۸). اطلاعات آینده‌نگر به دلیل دارا بودن محتوای اطلاعاتی بر روی قیمت سهام تاثیرگذار باشند. منظور از محتوای اطلاعاتی یک معیار حسابداری، میزان استفاده و فایده آن در فرآیند تصمیم‌گیری فعالان بازار سرمایه می‌باشد. وجود محتوای اطلاعاتی در اطلاعات منتشر شده توسط واحدهای تجاری منجر به تغییر در رفتار سرمایه‌گذاران می‌شود. تغییر رفتار سرمایه‌گذاران برای انجام سرمایه‌گذاری در بورس به عنوان واکنش بازار سرمایه مورد بررسی قرار می‌گیرد و موجب تحریک بازار سرمایه می‌شود (نیکومرام و همکاران، ۱۳۹۳). سودمندی و کیفیت گزارش تفسیری مدیریت از دیدگاه سیاستگذاران حسابداری موضوع مهمی است. در این رابطه بارون و همکاران^۸ (۱۹۹۹)، کلارکسون و همکاران^۹ (۱۹۹۹)، لی (۲۰۱۷) و براون و تاکر (۲۰۱۱) به بررسی کیفیت گزارش تفسیری مدیریت پرداختند. نتایج پژوهش‌های آنها نشان داد که کیفیت گزارش تفسیری مدیریت بر قیمت سهم تأثیر دارد. بارتون و مرکز^{۱۰} (۲۰۰۵) و کیانکی و کاپلن^{۱۱} (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.

با توجه به ادبیات و پژوهش‌های انجام شده می‌توان گفت که افشای اطلاعات آینده‌نگر 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^{۱۲} (۱۹۹۵) بهره گرفته می‌شود. همچنین در پژوهش‌های گذشته رابطه بین افشای اطلاعات آینده‌نگر 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 با مشکل روبرو می‌شوند. از طرفی می‌توان گفت آنچه

سرمایه‌گذاران و استفاده‌کنندگان از اطلاعات مالی نیازمند اطلاعاتی در رابطه با آینده شرکت هستند (حساس یگانه و امید، ۱۳۹۳). به سبب اینکه صورت‌های مالی عمدتاً بیان‌کننده آثار مالی رویدادهای گذشته بوده‌اند و معیارهای غیرمالی عملکرد یا چشم اندازها و برنامه‌های آتی شرکت‌ها را افشا نمی‌کنند، تمام اطلاعات مورد نیاز استفاده‌کنندگان را برای اتخاذ تصمیم‌های اقتصادی فراهم نمی‌آورند. این محدودیت‌ها سبب شده‌اند گزارش تفسیری مدیریت^۱ به منزله مکمل و متمم صورت‌های مالی افشا شود (بوزانیک و همکاران^۲، ۲۰۱۸). گزارش تفسیری مدیریت، بخش کلیدی از افشاهای مالی برای ذینفعان فراهم می‌کند و دیدگاه‌های مدیریت درباره عملکرد فعلی و آتی شرکت را افشا می‌سازد (ساتون و همکاران^۳، ۲۰۱۲). تدوین‌کنندگان استانداردهای حسابداری در سراسر جهان از جمله هیأت استانداردهای حسابداری مالی آمریکا^۴ و هیأت استانداردهای بین‌المللی حسابداری^۵، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار را به ارائه گزارش تفسیری مدیریت در گزارش‌های سالانه و سه ماهه خود با هدف کمک به سرمایه‌گذاران برای ارزیابی کیفیت سود شرکت و پیش‌بینی عملکرد آینده آن از طریق «چشم اندازهای» مدیران ملزم می‌کنند (لی^۶، ۲۰۱۷). تمام الزامات گزارش تفسیری مدیریت توصیه می‌کند که تجزیه و تحلیل و بحث در گزارش تفسیری باید جهت‌گیری آینده‌نگر داشته باشد، بنابراین شرکت‌ها باید این نوع اطلاعات را ارائه دهند (حسنین و حوسینی^۷، 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^۸، ۲۰۱۱).

تمام گزارش‌های تفسیری مدیریت که در سطح جهان تولید می‌شوند در برگزیده جملاتی است که از آن به عنوان جملات آینده‌نگر^۹ یاد می‌شود. جملات یا اطلاعات آینده‌نگر عنصر مهمی از جهت‌گیری آینده و رو به جلو است. اطلاعات آینده‌نگر به طور گسترده توسط تهیه‌کنندگان یا قانونگذاران اوراق بهادار به عنوان «افشاگری در خصوص وقایع احتمالی، شرایط یا عملکرد مالی تعریف شده است که بر اساس مفروضات در مورد شرایط

⁸ Brown and Tucker

⁹ Forward Looking Statement

¹⁰ Barron and et al

¹¹ Clarkson and et al

¹² Barton and Mercer

¹³ Cianci and Kaplan

¹⁴ Ohlson

¹ Management Commentary

² Bozanic et al

³ Sutton and et al

⁴ Financial Accounting Standards Board

⁵ International Accounting Standards Board

⁶ Li

⁷ Hassanein and Hussainey

نوع اطلاعات در قالب گزارش‌های تفسیری مدیریت می‌باشد (حسین و حوسینی، ۲۰۱۵). گزارش تفسیری مدیریت اطلاعاتی را ارائه می‌دهد که سرمایه‌گذار منطقی می‌خواهد در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری با توجه به ارزش افزوده ایجاد شده در طول زمان، بداند. این امر شامل یکپارچه‌سازی اطلاعات کمی و کیفی است که استراتژی تولید ارزش برای سرمایه‌گذاران در طول زمان را نشان می‌دهد. برای کمک به سرمایه‌گذاران جهت درک مسیر استراتژیک یک شرکت، مدیریت می‌بایست افشاء اهداف و استراتژی‌های مربوطه و همچنین نشان دادن منابع موجود یا برای کمک به اجرای طرح‌های عملی را در نظر بگیرد (محمودی و مسعودیان، ۱۳۹۸). گزارش‌های تفسیری توصیه می‌کند که تجزیه و تحلیل و بحث در گزارش تفسیری باید جهت‌گیری آینده‌نگر داشته باشد. هیئت استاندارد حسابداری بین‌المللی 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 تفسیری یا از طریق داده‌های کمی ارائه دهد (هیئت استاندارد حسابداری بین‌المللی، ۲۰۱۰).

آینده‌نگری در گزارش تفسیری مدیریت در پی توضیح وقایع گذشته، تصمیم‌گیری‌ها، شرایط و عملکرد در این زمینه است که آیا به طور منطقی این احتمال وجود دارد که چشم انداز آینده را نشان دهد و تأثیر موضوعی بر روی آن داشته باشد. همچنین گزارش تفسیری مدیریت برای توصیف استراتژی مدیریت و رویدادهای آینده، تصمیمات، شرایط، فرصت‌ها و ریسک‌هایی است که مدیران در نظر دارند احتمالاً به طور مؤثر چشم انداز آینده را تشریح کنند (محمودی و مسعودیان، ۱۳۹۸). 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 تفسیری توانایی گنجاندن این نوع افشای اطلاعات را دارد (هیئت استاندارد حسابداری مالی، ۲۰۰۱). گزارش تفسیری مدیریت رویه‌های حسابداری و برآوردهای حسابداری مهم را که برای فهم نتایج گزارش شده ضروری اند را برجسته

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 استفاده‌کنندگان 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 آینده‌نگر و به منظور کمی کردن واژه‌هایی که ماهیت علامت‌دهی در گزارش‌های تفسیری را دارند از روش سوارا^۱ بهره گرفته شد. روش سوارا یکی از روش‌های تصمیم‌گیری چند شاخصه است که هدف آن محاسبه وزن معیارها و زیرمعیارها است که اولین بار توسط کرسولین و همکاران^۲ (۲۰۱۰) معرفی شد. در این روش 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. یکی از جنبه‌های نوآوری در روش پژوهش و مدل‌های آزمون فرضیه‌ها می‌باشد که 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 آینده‌نگر از بسط و گسترش مدل السون (۱۹۹۵) بهره گرفته می‌شود. نتایج این تحقیق می‌تواند موجب بسط مبانی نظری متون مرتبط با افشای اطلاعات آینده‌نگر و واکنش قیمت سهام گردد.

۲- مبانی نظری و پیشینه پژوهش

افشا اطلاعات برای عملکرد بازار سرمایه بسیار مهم است بر اساس تئوری افشاء^۳، افشاگری به عنوان «هرگونه انتشار عمدی اطلاعات، اعم از کمی یا کیفی، اجباری یا داوطلبانه یا از طریق کانال‌های رسمی یا غیررسمی» تعریف می‌شود. افشاگری بر نتایج کوتاه مدت کسب و کار تمرکز داشته، و تأکید اندکی بر پتانسیل ارزش بلند مدت آنها دارد (بوزانیک و همکاران، ۲۰۱۸). هیئت استاندارد حسابداری بین‌المللی استدلال می‌کند که «اگر صورت‌های مالی برای دستیابی به اهداف گزارشگری مالی کافی نباشد، آنگاه آن هیئت 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

³ Disclousyre Theory

¹ Step wise Weight Assessment Ratio Analysis(SWARA)

² Kersulienė and et al

می‌نماید و توضیح می‌دهد که چگونه این رویه‌ها و برآوردها نتایج گزارش شده را تحت تأثیر قرار می‌دهد. همچنین گزارش تفسیری هر گونه تغییر در رویه های حسابداری و برآوردها، از جمله آنهایی را که انتظار می‌رود بعد از پایان دوره تصویب شود، مد نظر قرار دهد (محمودی و مسعودیان، ۱۳۹۸). بعلاوه، از لحاظ نظری، تئوری علامت‌دهی^۱ ممکن است دیدگاه دیگری فراهم کند که ممکن است سودمندی افشاگری 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 افشاگری 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^۲ 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، ۲۰۱۷).

در پژوهش‌های انجام شده در خارج از کشور، حسینین و همکاران^۳ (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 می‌نماید. پایاج و

استروچک^۴ (۲۰۱۹) نیز در تحقیقی با عنوان «افشای اطلاعات آتی به عنوان یک عامل ریسک در حسابداری» 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. همچنین، موسی المیر^۶ (۲۰۱۸) در تحقیقی با عنوان «عوامل مؤثر بر میزان افشای اطلاعات آینده‌نگر شرکت‌ها» پرداخت و نتایج حاصل نشان داد که ویژگی‌های شرکت از جمله اندازه شرکت، اهرم مالی، نوع بخش، سود آوری دارای رابطه مثبت و معنادار با سطح افشای اطلاعات آینده‌نگر دارد. بوژانیک و همکاران (۲۰۱۸) در بررسی پیش‌بینی مدیریت سود و گزارش آینده‌نگر، بین افشای گزارش کمی درباره درآمد و سود و سایر گزارش آینده‌نگر غیرمشابه به پیش‌بینی تمایز قائل شدند. نتایج آنها نشان داد که، مانند پیش‌بینی سود، سایر اطلاعات آینده‌نگر، پاسخ‌های سرمایه‌گذاران و تحلیلگران را به میزان قابل توجهی تحت تأثیر قرار می‌دهد. به علاوه کراس و همکاران^۷ (۲۰۱۷) در پژوهش خود به «بررسی عدم قطعیت درباره ویژگی‌های کیفی افشای اطلاعات آینده‌نگر» 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 تاکنون مطالعه‌ای در رابطه با اطلاعات آینده‌نگر افشاء شده در گزارش‌های تفسیری و تأثیر آن بر قیمت سهام انجام نشده است. اما مروتی و همکاران (۱۳۹۸) در بررسی رابطه بین تخصص کمیته حسابرسی و افشای اطلاعات آینده‌نگر نشان دادند که بین تخصص کمیته حسابرسی و افشای اطلاعات آینده‌نگر رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. همچنین حمیدیان و همکاران (۱۳۹۶) در بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی و افشای اطلاعات آتی بر عملکرد شرکت‌ها نشان دادند که حاکمیت شرکتی با کیفیت افشای سال بعد رابطه معنادار و مثبتی، وجود دارد. در ادامه، سدیدی و همکاران (۱۳۹۴) در بررسی عوامل مؤثر بر سطح افشا اطلاعات آتی در گزارش‌های سالانه نشان دادند 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.

⁵ Papaj and Strojek

⁶ Mousa and Elamir

⁷ Krause and et al

¹ Signaling Theory

² Forward-looking non-financial information

³ Tan and Liu

⁴ Hassanein and et al

۳- فرضیه‌های 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. اطلاعات مالی می‌تواند به صورت غیرکمی بوده و دارای بار اطلاعاتی مثبت باشد. در این میان گزارش‌های تفسیری 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 آینده‌نگر موجب واکنش قیمت سهام گردد. با توجه به مطالب فوق فرضیه‌های پژوهش به صورت زیر تدوین گردیدند.

فرضیه اول: افشای اطلاعات آینده‌نگر بر واکنش قیمت سهام تاثیر معناداری دارد.

فرضیه دوم: عدم اطمینان محیطی درونی بر رابطه بین افشای اطلاعات آینده‌نگر و واکنش قیمت سهام تاثیر معناداری دارد.

۴- روش‌شناسی

این پژوهش در چارچوب استدلال 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 تایید 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^۱ 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 اطلاعات آینده‌نگر 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 آینده‌نگر غیرکمی؛ اگر اطلاعات آینده‌نگرانه توسط شرکت‌ها افشا شود مقدار یک و در غیر این صورت مقدار صفر لحاظ می‌شود.

برای تعیین واژه‌های آینده‌نگر به پیروی از پژوهش (حسین 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

^۱ Eviews

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 محیطی (UC): در این پژوهش از تغییرپذیری سود به عنوان معیار عدم اطمینان محیطی استفاده می‌شود. تغییرپذیری سود هر سهم که نشان دهنده نوسانات موجود در سود می‌باشد، به صورت ضریب تغییرات سود هر سهم در طول سالهای مالی $t-4$ تا t محاسبه می‌شود (بادآور نهندی و همکاران، ۱۳۹۲).

رابطه (۵)

$$UC = \frac{\delta(EPS_{i,t})}{\mu(EPS_{i,t})}$$

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 وونگ 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)

$$P_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 BVE_{i,t} + \beta_2 EPS_{i,t} + \epsilon_{i,t} \quad \text{رابطه (۸)}$$

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

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)

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

۵- یافته‌های پژوهش

یافته‌های پژوهش شامل دو قسمت می‌باشد. در قسمت اول تجزیه و تحلیل واژه‌های آینده‌نگر 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 فرضیه های پژوهش مورد تجزیه و تحلیل قرار می‌گیرد.

۱-۵- 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 پاسخ-دهندگان پرداخته خواهد شد.

با توجه به جدول (۱) ۷۳/۳۳ درصد از پاسخ دهندگان مرد و ۲۶/۶۷ درصد زن بوده‌اند. بیشترین فراوانی پاسخ دهندگان 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 پاسخ دهندگان را تشکیل می‌دهند. بیشترین پاسخ‌دهندگان دارای سابقه کاری 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	۲۰-۳۰	سن
۴۶/۶۷	۷	۳۰-۴۰	
۶۰/۶۷	۱	۴۰-۵۰	
۲۶/۶۶	۴	بالتر از ۵۰	
۶۰	۹	۵-۱۰	سابقه خدمت
۲۶/۶۷	۴	۱۰-۱۵	
۱۳/۳۳	۲	بیشتر از ۱۵ سال	
۴۶/۶۷	۷	کارشناسی	تحصیلات
۴۰	۶	ارشد	
۱۳/۳۳	۲	دکتری	

یافته‌های پژوهش

۵-۲- نتایج CVR

در این بخش ابتدا بر اساس مطالعه (حسنین و حوسینی، ۲۰۱۵) گزینه‌هایی که موجب انگیزه و واکنش بیشتر سرمایه گذاران می‌شدند استخراج گردیدند که شامل ۳۸ واژه آینده‌نگر 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 ۲، ۱ 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. با توجه به نتایج CVR، ۲۰ واژه امتیاز لازم را کسب کرده و تایید شدند.

جدول (۲) مقادیر CVR و وضعیت نهایی عوامل

ردیف	معیار	CVR	وضعیت	ردیف	معیار	CVR	وضعیت
۱	متعاقب	۰/۴۶۷	رد	۲۰	پیش بینی	۰/۶۰۰	تایید
۲	امکان	۰/۶۰۰	تایید	۲۱	اراده	-۰/۴۶۷	رد
۳	توان	۰/۶۰۰	تایید	۲۲	امید	-۰/۴۶۷	رد
۴	تداوم	۰/۷۳۳	تایید	۲۳	چشم انداز	۰/۷۳۳	تایید
۵	درست جایگذاری شده	۰/۲۰۰	رد	۲۴	حرکت	۰/۲۰۰	رد

وضعیت	CVR	معیار	ردیف	وضعیت	CVR	معیار	ردیف
تایید	۰/۷۳۳	برنامه ریزی	۲۵	رد	۰/۳۳۳	اطمینان	۶
تایید	۰/۶۰۰	ارزیابی	۲۶	رد	-۰/۴۶۷	انگیزه	۷
رد	۰/۰۶۷	بعید	۲۷	تایید	۰/۷۳۳	اهداف	۸
تایید	۰/۷۳۳	طرح	۲۸	تایید	۰/۶۰۰	آینده	۹
رد	۰/۰۶۷	منظر	۲۹	تایید	۰/۶۰۰	کوتاه مدت	۱۰
تایید	۰/۷۳۳	تلاش	۳۰	تایید	۰/۸۶۷	برنامه	۱۱
رد	-۰/۲۰۰	سمت	۳۱	رد	۰/۲۰۰	خوش موقعیت	۱۲
تایید	۰/۷۳۳	اجرا	۳۲	تایید	۰/۷۳۳	روند	۱۳
رد	-۰/۴۶۷	مزیت	۳۳	رد	۰/۳۳۳	بلند مدت	۱۴
تایید	۰/۶۰۰	دستیابی	۳۴	رد	۰/۲۰۰	نگاه	۱۵
تایید	۰/۸۶۷	موردانتظار	۳۵	تایید	۰/۷۳۳	به دنبال	۱۶
رد	۰/۲۰۰	میان مدت	۳۶	تایید	۰/۸۶۷	تحقق	۱۷
رد	۰/۲۰۰	نگرش	۳۷	تایید	۰/۶۰۰	پروژه	۱۸
رد	-۰/۰۶۷	سعی	۳۸	رد	۰/۳۳۳	پیاده سازی	۱۹

یافته‌های پژوهش

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.

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

جدول (۳) اوزان معیارها

Wj	qj	Kj	Sj	میانگین امتیاز	نام معیار
۸/۸۸٪	۱	۱	-	۴/۳۳۳	تحقق
۸/۳۳٪	۰/۹۳۸	۱/۰۶۷	۰/۰۶۷	۴/۲۶۷	طرح
۷/۸۰٪	۰/۸۷۹	۱/۰۶۷	۰/۰۶۷	۴/۲۰۰	چشم انداز
۷/۳۱٪	۰/۸۲۴	۱/۰۶۷	۰/۰۶۷	۴/۱۳۳	برنامه ریزی
۶/۸۶٪	۰/۷۷۲	۱/۰۶۷	۰/۰۶۷	۴/۰۶۷	موردانتظار
۶/۴۳٪	۰/۷۲۴	۱/۰۶۷	۰/۰۶۷	۴/۰۰۰	آینده
۶/۰۳٪	۰/۶۷۹	۱/۰۶۷	۰/۰۶۷	۳/۹۳۳	اهداف
۵/۶۵٪	۰/۶۳۷	۱/۰۶۷	۰/۰۶۷	۳/۸۶۷	پیش بینی
۴/۹۹٪	۰/۵۶۲	۱/۱۳۳	۰/۱۳۳	۳/۷۳۳	ارزیابی
۴/۶۷٪	۰/۵۲۷	۱/۰۶۷	۰/۰۶۷	۳/۶۶۷	دستیابی
۴/۳۸٪	۰/۴۹۴	۱/۰۶۷	۰/۰۶۷	۳/۶۰۰	برنامه
۴/۱۱٪	۰/۴۶۳	۱/۰۶۷	۰/۰۶۷	۳/۵۳۳	به دنبال
۳/۸۵٪	۰/۴۳۴	۱/۰۶۷	۰/۰۶۷	۳/۴۶۷	توان
۳/۶۱٪	۰/۴۰۷	۱/۰۶۷	۰/۰۶۷	۳/۴۰۰	تداوم
۳/۳۸٪	۰/۳۸۱	۱/۰۶۷	۰/۰۶۷	۳/۳۳۳	کوتاه مدت
۳/۱۷٪	۰/۳۵۷	۱/۰۶۷	۰/۰۶۷	۳/۲۶۷	پروژه
۲/۹۷٪	۰/۳۳۵	۱/۰۶۷	۰/۰۶۷	۳/۲۰۰	امکان
۲/۷۹٪	۰/۳۱۴	۱/۰۶۷	۰/۰۶۷	۳/۱۳۳	تلاش
۲/۶۱٪	۰/۲۹۵	۱/۰۶۷	۰/۰۶۷	۳/۰۶۷	اجرا
۲/۱۸٪	۰/۲۴۵	۱/۲۰۰	۰/۲۰۰	۲/۸۶۷	روند

یافته‌های پژوهش

۵-۴- آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

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 ۱۳۹۶ و فیبر ایران ۱۳۹۵ می‌باشد. میانگین سود هر سهم شرکت‌های نمونه ۱۹/۲۴- 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 ۱۳۹۸ و دارو زهراوی ۱۳۹۶ می‌باشد. میانگین افشای اطلاعات آینده‌نگر ۰/۲۵ می‌باشد که نشان می‌دهد ۲۵ درصد واژه‌های آینده‌نگر موجود در گزارشات تفسیری در تصمیم‌های سرمایه‌گذاری تاثیر گذار است. بیشترین و کمترین تاثیرگذاری به ترتیب متعلق به شرکت آذراب ۱۳۹۶ و مهرکام پارس ۱۳۹۸ می‌باشد.

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 ۳/۷۳ است و نشان‌دهنده واکنش قیمت نسبت به سرمایه‌گذاری شرکت‌های نمونه می‌باشد. بیشترین و کمترین مقدار واکنش قیمت به ترتیب متعلق به شرکت درخشان تهران ۱۳۹۵ و صنعتی بارز ۱۳۹۶ می‌باشد. میانگین ارزش دفتری هر سهم شرکت‌های نمونه برابر با 3/30

جدول (۴) آمار توصیفی داده‌های پژوهش

متغیر	نماد	میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی	تعداد مشاهدات
قیمت هر سهم	P	۳/۷۳	۳/۶۴	۵/۳۴	۲/۸۲	۰/۴۸	۰/۷۴	۳/۵۰	۷۰۰
ارزش دفتری هر سهم	BVE	۳/۳۰	۳/۲۷	۴/۲۲	۲/۵۹	۰/۲۹	۰/۴۶	۳/۸۱	
سود هر سهم	EPS	-۱۹/۲۴	۲/۶۵	۳/۸۲	-۶۳۴/۴۳	۹۰/۶۰	-۵/۰۷	۳۰/۱۴	
افشای اطلاعات آینده‌نگر	FLS	۰/۲۵	۰/۱۴	۰/۷۱	۰/۰۰	۰/۲۷	۰/۴۲	۱/۵۸	
عدم اطمینان محیطی	UC	۰/۵۰	۰/۵۰	۱/۰۰	۰/۰۰	۰/۵۰	۰/۰۰	۱/۰۰	

یافته‌های پژوهش

۵-۵ نتایج آزمون فرضیه اول پژوهش

تعیین مدل‌های فوق با استفاده از آزمون Z وونگ مقایسه شدند که نتایج در جدول (۷) نشان داده شده است.

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 مدل 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.

همانطور که در جدول (۱۷-۴) مشاهده می‌شود ضریب برآوردی و آماره t متغیر تعاملی (UC × EPS × FLS) به ترتیب به میزان ۰/۰۰۱ و ۱/۲۰۴ می‌باشد. با توجه به مقدار سطح خطا آن که به میزان ۰/۰۲۹ که بیانگر سطح خطا کمتر از ۵٪ است می‌توان گفت عدم اطمینان محیطی (تغییرپذیری سود) بر رابطه بین افشای اطلاعات آینده‌نگر و واکنش قیمت سهام تاثیر مثبت و معناداری دارد.

فرضیه فرعی اول: افشای اطلاعات آینده‌نگر بر واکنش قیمت بازار سهام تاثیر معناداری دارد. نتایج حاصل از فرضیه فوق با استفاده از روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته در جدول (۵) و (۶) ارائه گردیده است.

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

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

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

سطح خطا	مقادیر آماره تی	آماره استاندارد	ضرب بر آورد 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	مقادیر ضریب تعیین	
۰/۰۰۰	احتمال (آماره F)		۰/۲۰۲	ضریب تعیین تعدیل شده	
			۲/۲۲۸	آماره دوربین واتسون	

یافته‌های پژوهش

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

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

سطح خطا	مقادیر آماره تی	آماره استاندارد	ضرب بر آورد 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 آینده‌نگرانه
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	ضریب تعیین	
۰/۰۰۰	احتمال (آماره F)		۰/۲۹۹	ضریب تعیین تعدیل شده	
			۲/۲۱۵	آماره دوربین واتسون	

یافته‌های پژوهش

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

دارد. نتایج حاصل از فرضیه فوق با استفاده از روش حداقل مربعات تعمیم یافته در جدول (۸) ارائه گردیده است.

۵-۶- نتایج آزمون فرضیه دوم پژوهش

فرضیه دوم پژوهش: عدم اطمینان محیطی بر رابطه بین افشای اطلاعات آینده‌نگر و واکنش قیمت سهام تاثیر معناداری

جدول (۸) نتیجه آزمون مدل رگرسیونی سوم - فرضیه دوم پژوهش

$$P_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 BVE_{i,t} + \beta_2 EPS_{i,t} + \beta_3 FLS_{i,t+1} + \beta_4 UC_{i,t} + \beta_5 FLS_{i,t+1} \times EPS_{i,t} + \beta_6 UC_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

سطح خطا	مقادیر آماره تی	آماره استاندارد	ضرب بر آورد شده	متغیرهای توضیحی	
				نماد	عنوان
۰/۵۶۱	۰/۵۸۲	۰/۰۷۳	۰/۰۴۲	BVE	ارزش دفتری هر سهم
۰/۰۰۸	-۲/۶۵۹	۰/۰۰۰	-۰/۰۰۱	EPS	سود هر سهم
۰/۵۸۸	۰/۵۴۲	۰/۰۴۶	۰/۰۲۵	FLS	افشای اطلاعات آینده‌نگرانه
۰/۰۳۱	۲/۱۵۹	۰/۰۳۳	۰/۰۷۱	UC	عدم اطمینان محیطی

$P_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 BVE_{i,t} + \beta_2 EPS_{i,t} + \beta_3 FLS_{i,t+1} + \beta_4 UC_{i,t} + \beta_5 FLS_{i,t+1} \times EPS_{i,t} + \beta_6 UC_{i,t} + \epsilon_{i,t}$					
سطح خطا	مقادیر آماره تی	آماره استاندارد	ضرب بر آورد شده	متغیرهای توضیحی	
				نماد	عنوان
۰/۰۲۹	۱/۲۰۴	۰/۰۰۱	۰/۰۰۱	FLS × EPS × UC	متغیر تعاملی
۰/۰۰۰	۱۴/۹۰۰	۰/۲۳۷	۳/۵۳۵	C	عرض از مبدا
۳/۱۹۶	آماره F		۰/۴۵۳	ضریب تعیین	
۰/۰۰۰	احتمال (آماره F)		۰/۳۱۲	ضریب تعیین تعدیل شده	
			۲/۳۰۲	آماره دوربین واتسون	

یافته‌های پژوهش

آینده‌نگر و از همه مهمتر اهداف گزارش تفسیری مدیریت را ارائه نمایند. همچنین نهادهای حرفه‌ای جهت حل چالش‌های پیش‌روی شرکت‌ها بر آموزش و آگاهی بخشی تحلیلگران توجه ویژه‌ای نمایند.

نتایج فرضیه دوم نشان داد که تاثیر افشای اطلاعات آینده‌نگر بر واکنش قیمت سهام در شرایط عدم اطمینان محیطی تاثیرگذار است. تغییرپذیری سود ناشی از عدم اطمینان محیطی بر رابطه بین افشای اطلاعات آینده‌نگر و واکنش قیمت سهام تاثیر مثبت و معناداری دارد. بدان معنی که نوسانات سود قادر است نوع استنباط سرمایه‌گذاران از اطلاعات افشاء شده (پیرامون ریسک و بازده و شرایط آتی شرکت و حتی تداوم فعالیت شرکت‌ها) را متاثر و در نتیجه عرضه و تقاضای سهام و در نهایت قیمت سهام را تحت تاثیر قرار دهد. به عبارتی زمانی که عدم اطمینان محیطی بالاست مدیران کمتر مایل به پیش‌بینی‌های کمی سود هستند (مانند نتایج وای مایر^۱ (۱۹۸۵) و نتایج لو و تاکر^۲ (۲۰۱۲)، که نشان دادند در زمان عدم اطمینان بالا شرکت‌ها تمایل کمتری به پیش‌بینی سود دارند). در این شرایط مدیران با انتشار گزارش‌های تفسیری، به منظور پاسخگو بودن در مقابل استفاده‌کنندگان نشان می‌دهند که علاوه بر پیش‌بینی‌های کمی، اطلاعات آینده‌نگر می‌تواند به عنوان سیگنالی برای تصمیم‌گیری‌های آتی باشد. در شرایط عدم اطمینان، گزارش تفسیری مدیریت تمایل دارد تا بر عواقب منفی مانند تحمل زیان یا کاهش درآمد یا سود تمرکز کند. بنابراین تمام موارد افشا شده در گزارش تفسیری مدیریت در رابطه با عدم اطمینان باید عینی و واقعی باشد. افشای ریسک به استفاده کنندگان از اطلاعات مالی اجازه می‌دهد تا بهتر درک کنند که چگونه خطرات مختلف بر عناصر مختلف کسب و کار تأثیر می‌گذارند. بنابراین پیشنهاد می‌شود که استفاده‌کنندگان از اطلاعات مالی از گزارش تفسیری مدیریت، در ترکیب با

۶- نتیجه‌گیری و پیشنهاد

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 استفاده‌کنندگان از اطلاعات و جملاتی که دارای ماهیت آینده‌نگر هستند بالا باشد. در این صورت اطلاعات آینده‌نگر می‌تواند دارای بار اطلاعاتی بوده و موجب تغییر و واکنش بازار سهام گردد. با توجه به نتایج فرضیه اول پژوهش نشان داد افشاء اطلاعات آینده‌نگر بر واکنش قیمت سهام تاثیر معناداری ندارد، می‌توان گفت که در اختیار گذاشتن اطلاعات آینده‌نگر توسط مدیریت در گزارش‌های تفسیری در شرکت‌های مورد بررسی دارای مزیت اطلاعاتی نمی‌باشد. نتایج مدل اولسون (۱۹۹۵) در نمونه‌های مورد بررسی بیانگر این موضوع بود که اطلاعات گذشته‌نگر شامل سود و ارزش دفتری بیشتر از اطلاعات افشاء شده در گزارش‌های دارای بار معنایی می‌باشد. محدودیت انتقال مفاهیم یکی دیگر از مواردی است که می‌تواند در نتایج فرضیه اول اثر گذار باشد. در واقع هنوز استفاده‌کنندگان اطلاعات، دارای درک کافی برای تحلیل اطلاعات و جملات آینده‌نگر نمی‌باشند. درک و تحلیل نادرست سرمایه‌گذاران از این اطلاعات نشان داد که واژه‌های آینده‌نگر در بیان عملکرد شرکت‌ها دارای توان اطلاعاتی نبوده و واکنش و تغییری در بازار سهام حاصل نشود. بنابراین می‌توان نتیجه گرفت برای شرکت‌های ایرانی اطلاعات گذشته‌نگر قابلیت اعتماد بالاتری دارد. از آنجایی که کالاهای اطلاعاتی برای افراد متفاوت است، لذا بکارگیری اطلاعات آینده‌نگر بدون در نظر گرفتن بستر مناسب فاقد اثرگذاری بر قیمت سهام می‌باشد. بنابراین پیشنهاد می‌شود زیرساخت‌های لازم جهت بهبود افشای اطلاعات آینده‌نگر در کشور را توسعه داده و با بکارگیری یافته‌های حاصل از پژوهش حاضر اقدام به تدوین چک لیست کاربردی از ابعاد و مؤلفه‌های افشای اطلاعات

¹ Waymire

² Lu and Tucker

- * سدید، 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.
- * محمودی، محمد و مسعودیان، سید محمدرضا. (۱۳۹۸). گزارش تفسیری مدیریت (راهنمای تهیه و افشاء): جامعه حسابداران رسمی کانادا. انتشارات بورس (وابسته به شرکت اطلاع رسانی و خدمات بورس. تهران.
- * مروتی، کوروش، اخگر، محمد امید و امینی، پیمان. (۱۳۹۸). بررسی رابطه بین تخصیص کمیته حسابرسی و افشای اطلاعات آینده‌نگران با تاکید بر نقش کیفیت حسابرسی. پایان نامه کارشناسی ارشد. دانشگاه علوم انسانی و اجتماعی. دانشگاه کردستان.
- * نیکومرام، هاشم، تقوی، مهدی و احمدزاده، حمید. (۱۳۹۳). پیامدهای اقتصادی کیفیت اطلاعات حسابداری با تاکید بر متغیر ضریب واکنش سود. فصلنامه علمی پژوهشی دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت. سال سوم. شماره ۱۱. صص ۱-۱۵.

- * 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.
- * 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. (1994). The voluntary inclusion of forecasts in the MD&A section of annual reports. *Contemporary Accounting Research*, 11 (1), 423-450.
- * 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.
- * 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.

صورت‌های مالی بیش از گذشته بهره‌مند شوند، زیرا گزارش تفسیری مدیریت می‌تواند یک ابزار قدرتمند برای مدیریت در رابطه با چگونگی ایجاد ارزش شرکت و ادامه آن باشد. همچنین پیشنهاد می‌شود که شرکت‌ها از طریق افشای عینی و واقعی اطلاعات با استفاده‌کنندگان ارتباط برقرار کنند، تا آنها بتوانند پتانسیل و چشم انداز اساسی شرکت را درک کنند. همچنین این امکان را برای استفاده‌کنندگان فراهم آورد تا درک بهتر از تجزیه و تحلیل و مدیریت ریسک شرکت داشته باشند. در تحقیق حاضر برای اندازه‌گیری جملات آینده‌نگر از واژه‌هایی که ماهیت اثرگذار بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاران را دارا بود توسط تحلیلگران انتخاب گردید و بر اساس روش سوارا وزن دهی گردید. لذا پیشنهاد می‌شود تحقیقات آتی در صورتی که بر روی اندازه‌گیری جملات آینده‌نگر معطوف می‌باشد برای اندازه‌گیری آن از روش‌های دیگری همچون AHP استفاده شود. همچنین ارائه الگویی جهت بررسی عوامل موثر بر جملات آینده‌نگر افشاء شده در گزارشات تفسیری می‌تواند به عنوان پیشنهاد برای تحقیقات آتی در نظر گرفته شود.

در این پژوهش به دلیل اینکه هنوز در ایران بستر مناسبی برای استخراج اطلاعات آینده‌نگر وجود ندارد. اندازه‌گیری متغیر اطلاعات آینده‌نگر را با محدودیت مواجه کرد. به این صورت که برای استخراج اطلاعات کل گزارشات تفسیری شرکت‌های نمونه به صورت جداگانه مورد بررسی قرار گرفتند. همچنین انتخاب واژه‌های آینده‌نگر بر اساس تحقیق (حسنین و حوسینی، ۲۰۱۵) انجام پذیرفت. اما چون برای تایید این واژه‌ها در نمونه مورد بررسی از نظر تحلیلگران استفاده گردید این امر می‌تواند نتایج تحقیق را تحت تاثیر قرار دهد. زیرا افراد می‌توانند نسبت به جملات واکنش‌های 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

- * حساس یگانه، یحیی و امیدی، الهام. (۱۳۹۳). رابطه کیفیت اطلاعات حسابداری، تأخیر واکنش قیمت و بازدهی آتی سهام. فصلنامه مطالعات تجربی حسابداری مالی. سال یازدهم. شماره ۲۴. صص ۳۱-۵۸.
- * حمیدیان، محسن، نوراله زاده، نوروز، نوری فرد یداله و قاسمی، اسماعیل. (۱۳۹۶). بررسی تاثیر حاکمیت شرکتی و افشای اطلاعات آتی بر عملکرد شرکتها. کنفرانس پارادایم های نوین مدیریت و علوم رفتاری. تهران. صص ۱-۲۰.

- * FASB (2001b). Improving Business Reporting: Insights into Enhancing Voluntary Disclosures. Steering Committee Report, Business Reporting Research Project, Financial Accounting Standards Board.
- * 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.
- * IASB (2010). Conceptual Framework for Financial Reporting. London: International Accounting Standards Board.
- * Kersulienė, 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, F. (2010b). Textual analysis of corporate disclosure: A survey of the literature. *Journal of Accounting literature*, 29, 143-165.
- * Li, W. (2017). Level of Business Insights in the MD &A and Nonprofessional Investors' Judgments. *Accounting & Finance*, 57(4), 1043-1069.
- * 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.
- * Sutton, M., Nikolova, S., Boaden, R., Lester, H., McDonald, R., & Roland, M. (2012). Reduced Mortality with Hospital Pay for Performance in England. *New England Journal of Medicine*, 367(19), 1821-1828.
- * 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.



Accounting Knowledge & Management Auditing
Vol. 12/ No. 45/ Spring 2023

Disclosure of forward-looking information on stock price response using the Savara method: including the emphasis on Management discussion and analysis (MD&A) reports

Seyed Mohammad Reza Masoudian

PhD student, Department of Accounting, Firoozkooh Branch, Islamic Azad University, Firoozkooh, Iran.

Yousef Ahadi Serkani

Associate Professor, Department of Accounting, Firoozkooh Branch, Islamic Azad University, Firoozkooh, Iran.
(Corresponding Author)

Mohammad Mahmoodi

Assistant Professor, Department of Accounting, Firoozkooh Branch, Islamic Azad University, Firoozkooh, Iran.

Saleh Ghavidel

Associate Professor, Department of Economics, Firoozkooh Branch, Islamic Azad University, Firoozkooh, Iran.

Abstract

Management discussion and analysis (MD&A) include statements that are referred to as forward-looking information. Disclosure of the Management discussion and analysis (MD&A) Report provided information that you invest your rationale in making your investment decision concerning the added value created by your use. The primary purpose of this study is to investigate the effect of forward-looking information disclosure on stock price response. For this purpose, the data of 140 manufacturing companies listed on the Tehran Stock Exchange and OTC from 1394 to 1398 have been studied and analyzed through combined data. In order to investigate the effect of forward-looking information disclosure on stock prices, Olson (1995) model and then, through the Zong Wong test, the significance of Olson (1995) model coefficients and the first hypothesis model were required. Initially, To measure the disclosure of forward-looking information stimulated the impact of future words and was surveyed by financial analysts following research (Hassanin and Hosseini, 2015). Then, using the Savara method, which is one of the methods to solve the multi-criteria problem, the words influencing the decision of investors to pass the eleventh weight were placed. The results of the first hypothesis study showed that the disclosure of forward-looking information was examined in a sample of cases, whether the information was not high and whether a stock price response was required. Also, the results of the second hypothesis show that the lack of environmental need has a positive and significant effect on the relationship between forward-looking information disclosure and stock price reaction.

Keywords: forward-looking information disclosure, stock price response, uncertainty, Savara method, Z Wong test