

## بررسی رابطه بین افشای اطلاعات آینده نگر و نوسان پذیری بازده سهام

دکتر علی جعفری

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

Jafari.ali.iau@gmail.com

ناصر صحراری

کارشناسی ارشد حسابداری، واحد بناب، دانشگاه آزاد اسلامی، بناب، ایران.

sahrarinaser1356@gmail.com

ملیحه صلیحی فام اصل

دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری، واحد بناب، دانشگاه آزاد اسلامی، بناب، ایران.

M.Solhifamasl@gmail.com

### چکیده

هدف این پژوهش، بررسی رابطه بین افشای اطلاعات آینده‌نگر و نوسان‌پذیری بازده سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. این پژوهش از لحاظ هدف، از نوع کاربردی و از نظر روش شناخت، از نوع توصیفی است و در زمره پژوهش‌های شبه تجربی، همبستگی و پس‌رویدادی قرار دارد. جامعه آماری پژوهش شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. نمونه آماری پژوهش شامل ۱۱۴ شرکت طی سال‌های ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۷ است که از طریق حذف سیستماتیک انتخاب شده‌اند. اطلاعات لازم برای مبانی نظری و پیشینه پژوهش با استفاده از روش کتابخانه‌ای جمع‌آوری شده است. برای گردآوری داده‌های مورد نیاز جهت اندازه‌گیری متغیرهای پژوهش، از نرم افزار ره‌آورد نوین و همچنین اطلاعات موجود در وب سایت سازمان بورس اوراق بهادار تهران استفاده شده است. آزمون فرضیه‌های پژوهش با استفاده از مدل رگرسیون خطی چند متغیره و داده‌های ترکیبی با استفاده از نسخه نهم نرم‌افزار ایوبوز انجام شده است. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که بین افشای اطلاعات آینده‌نگر مالی و نوسان‌پذیری بازده سهام رابطه وجود دارد.

**واژگان کلیدی:** افشای اطلاعات آینده نگر، نوسان پذیری، بازده سهام.

### مقدمه

مهمترین و با ارزش‌ترین اطلاعات مالی در صورت افشای کافی و به‌موقع می‌توانند بر تصمیم‌گیری استفاده‌کنندگان موثر واقع شوند. افشای اطلاعات آینده‌نگر نوعی از اطلاعات را افشا می‌کند که می‌تواند در صورت عدم آگاهی از آن‌ها تصمیمات استفاده‌کنندگان از صورت‌های مالی را متغییر سازد. در این میان افشای اطلاعات داوطلبانه که شامل اطلاعات مالی، غیر مالی و سایر اطلاعات مندرج در گزارشات تفسیری مدیریت در کنار صورت‌های مالی شرکت‌ها که عمدتاً گذشته‌نگر بوده، می‌تواند چشم‌انداز بهتری در خصوص آینده و عملکرد آتی شرکت در اختیار استفاده‌کنندگان قرار بدهد. شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار و الزام آن‌ها به ارائه گزارشات تفسیری مدیریت در کنار صورت‌های مالی حسابرسی شده و وجود کمیته حسابرسی، گامی موثر در جهت بهبود گزارش‌دهی بوده است. در این راستا، افشای اطلاعات آینده‌نگر از اهمیت زیادی برخوردار است، زیرا اطلاعات تاریخی برای سرمایه‌گذاران کافی نیست. سازمان‌ها و پژوهشگران بیان می‌کنند که افشای اطلاعات آینده‌نگر برای بهبود پیش‌بینی‌های مربوط به یک واحد اقتصادی و سهولت فرایندهای تصمیم‌گیری در بازارهای سرمایه مهم می‌باشد. در سال‌های اخیر، استفاده‌کنندگان برون‌سازمانی در عمل به داده‌های غیرمالی، علاقه بیشتری نشان داده‌اند، زیرا به آن‌ها این امکان را می‌دهد که وضعیت واحدهای اقتصادی

را در یک زمینه گسترده‌تر تجزیه و تحلیل کنند و زمینه‌های ریسک کمتری را شناسایی کنند. به همین دلیل، اهمیت گزارش اطلاعات غیرمالی، به ویژه نوع، دامنه و نحوه ارائه اطلاعات آینده‌نگر در حال افزایش است (بیگلر و رستمی، ۱۳۹۹، ۶). افشای آتی طبقه‌ای از اطلاعات است که شامل برنامه‌های فعلی و پیش‌بینی آینده است که سرمایه‌گذاران و سایر استفاده‌کنندگان را قادر به ارزیابی عملکرد مالی آینده شرکت می‌کند. چنین افشایی شامل پیش‌بینی مالی از قبیل درآمد سال آینده، بازده مورد انتظار و گردش وجوه نقد پیش‌بینی شده می‌باشد. افشای آتی همچنین شامل اطلاعات غیرمالی نیز می‌باشد. به عبارتی دیگر، اطلاعات آتی شکلی از افشای اختیاری است که به معنای توضیح اطلاعاتی فراتر از محدوده‌ای است که بیش از این در سیستم گزارشگری مالی موجود بوده است. تعریف ساده‌ی افشا، انتقال و ارائه اطلاعات اقتصادی اعم از مالی و غیرمالی، کمی یا سایر اشکال اطلاعات مرتب با وضعیت و عملکرد مالی شرکت است. این افشا در صورتی که به واسطه یک منبع مقرراتی و وضع‌کننده قوانین الزامی شده باشد، افشای اجباری گفته می‌شود و در صورتی که افشای اطلاعات تحت تاثیر قوانین خاصی نباشد، افشای اختیاری تلقی می‌شود (سدیدی و همکاران، ۱۳۹۴). همچنین، افشا به طور ضمنی بیانگر ارائه‌ی حداقلی از اطلاعات در گزارش‌های شرکت است به نحوی که بتوان به وسیله آن ارزیابی قابل قبولی از ریسک‌ها و ارزش نسبی شرکت به عمل آورد و به استفاده‌کنندگان اطلاعات در این زمینه کمک کرد.

نوسان‌پذیری بازده سهام یکی از موضوعات بحث‌برانگیز مالی است که در سال‌های اخیر مورد توجه پژوهشگران بازار سرمایه در بازارهای نوظهور قرار گرفته است. دلیل این گرایش به ارتباط بین نوسان‌پذیری قیمت و به تبع آن بازده و تاثیر آن بر عملکرد بخش مالی و همچنین کل اقتصاد برمی‌گردد (فخاری و طاهری، ۱۳۸۹). نوسان‌پذیری بازده سهام ابزاری برای نشان دادن درجه عدم اطمینان نسبت به تغییرات آتی بازده سهام می‌باشد، به طوری که هر گاه درجه نوسان‌پذیری افزایش یابد، احتمال کاهش یا افزایش قیمت سهام نیز افزایش می‌یابد (حیدرپور و زارع رفیع، ۱۳۹۳). فایده‌مندی مطالعه نوسان‌پذیری بازده سهام از طرف سرمایه‌گذاران از این جهت است که آن‌ها نوسان‌پذیری بازده سهام را به عنوان معیاری از ریسک در نظر می‌گیرند و همچنین خط‌مشی‌گذاران بازار سرمایه می‌توانند از این معیار به عنوان ابزاری برای اندازه‌گیری میزان آسیب‌پذیری بازار سهام استفاده نمایند (کیقبادی و همکاران، ۱۳۹۷). پیندیک<sup>۱</sup> (۱۹۸۴) بیان می‌کند که ریسک سهام با نوسان‌های قیمت سهام یا نوسان‌های بازده آن شناخته می‌شود، چرا که میزان تغییرات بازده می‌تواند معرف میزان عدم اطمینان از کسب بازده باشد. افزایش نوسان‌های بازده سهام موجب افزایش بازده مورد انتظار سهام خواهد شد. افزایش بازده مورد انتظار سهام موجب کاهش قیمت سهام می‌شود. به عبارتی سرمایه‌گذاران تنها در ازای بازده بیشتر، ریسک بیشتری را قبول می‌کنند. بدین ترتیب بازده سهام از تغییرات نوسان‌های آن تاثیر می‌پذیرد، بدین صورت که افزایش نوسان‌های بازده موجب کاهش قیمت سهام و در نتیجه کاهش بازده سهام خواهد شد (دیلمی و همکاران، ۱۳۹۱).

پژوهش‌های قبلی در ادبیات حسابداری و مالی دلایل مختلفی ارائه می‌دهند که چرا اطلاعات می‌توانند بر نوسان‌پذیری بازده سهام تأثیر بگذارند. به طور خاص، کاهش عدم تقارن اطلاعاتی موجب کاهش نوسانات قیمت سهام یک شرکت می‌شود (بوش و نوئی<sup>۲</sup>، ۲۰۰۰). پاستور و ورنسی<sup>۳</sup> (۲۰۰۳) استدلال می‌کنند که کیفیت پایین اطلاعات بر عدم اطمینان از عملکرد آینده یک شرکت تاثیر می‌گذارد. اکثر مطالعات قبلی که تأثیر افشای داوطلبانه بر بازارهای سرمایه را تحلیل کرده‌اند، بر سطح اطلاعات افشای گزارش‌های سالانه متمرکز بوده است. اگرچه انتظار می‌رود فعالان بازار سرمایه از تمام منابع اطلاعاتی برای تصمیم‌گیری در مورد یک شرکت استفاده کنند، نشان داده شده است که افشای گزارش سالانه ارتباط بسیاری با روش‌های دیگر ارتباطات دارد. مطابق تئوری‌ها، افشای شرکت‌ها عامل مهمی برای بازار سرمایه تلقی

1. Pindyck

2. Bushee and Noe

3. Pastor and Veronesi

شده و همچنین دارای اثرات بالقوه زیادی است که به خاطر کاهش عدم تقارن اطلاعات به دنبال دارد. از جمله این اثرها می‌توان به بهبود در نقدینگی، کاهش هزینه سرمایه و افزایش توجه مشارکت‌کنندگان در بازار سرمایه اشاره کرد (هیالی و پالوپو<sup>۱</sup>، ۲۰۰۱). به ویژه، کاهش عدم تقارن اطلاعات ناشی از افشا می‌تواند باعث کاهش نوسان‌پذیری بازده سهام شود. به طوری که بعضی از دانشمندان (کورمیر و همکاران<sup>۲</sup>، ۲۰۱۰ و لانگ و لاند هولم<sup>۳</sup>، ۱۹۹۳) از نوسان‌پذیری بازده سهام به عنوان شاخصی برای عدم تقارن اطلاعات در تحقیقات خود استفاده کرده‌اند. در ادبیات مالی و حسابداری نوسان‌پذیری بازده سهام به معنای ریسک بیشتر تلقی شده که افزایش در هزینه سرمایه را می‌تواند به دنبال داشته باشد (بوشی و همکاران<sup>۴</sup>، ۲۰۰۰). نوسان‌پذیری در واقع یک نوع علامت‌دهی منفی در مورد قیمت اوراق در بازار است که از نظر علمی هنگامی که مدیران طرح‌های پاداش خود را براساس قیمت سهام تعیین می‌کنند می‌تواند برای شرکت هزینه‌بر باشد (سیلیک و همکاران<sup>۵</sup>، ۲۰۰۶).

با توجه به مطالبی که در بالا ذکر گردید، این پژوهش در پی یافتن پاسخ به این سؤال است که آیا بین افشای اطلاعات آینده‌نگر و نوسان‌پذیری بازده سهام رابطه وجود دارد؟

### تعریف مفهومی متغیرهای تحقیق

افشای اطلاعات آینده‌نگر: افشای آتی طبقه‌ای از اطلاعات است که شامل برنامه‌های فعلی و پیش‌بینی آینده است که سرمایه‌گذاران و سایر استفاده‌کنندگان را قادر به ارزیابی عملکرد مالی آینده شرکت می‌کند. چنین افشایی شامل پیش‌بینی مالی از قبیل درآمد سال آینده، بازده مورد انتظار و گردش وجوه نقد پیش‌بینی شده می‌باشد. افشای آتی شامل اطلاعات غیر مالی نیز می‌باشد. به عبارتی دیگر، اطلاعات آتی شکلی از افشای اختیاری است که به معنای توضیح اطلاعاتی فراتر از محدوده‌ای است که بیش از این در سیستم گزارشگری مالی موجود بوده است. تعریف ساده‌ی افشا، انتقال و ارائه اطلاعات اقتصادی اعم از مالی و غیرمالی، کمی یا سایر اشکال اطلاعات مرتب با وضعیت و عملکرد مالی شرکت است. این افشا در صورتی که به واسطه یک منبع مقرراتی و وضع‌کننده قوانین الزامی شده باشد، افشای اجباری گفته می‌شود و در صورتی که افشای اطلاعات تحت تأثیر قوانین خاصی نباشد، افشای اختیاری تلقی می‌شود. همچنین، افشا بطور ضمنی بیانگر آرایه‌ی حداقلی از اطلاعات در گزارش‌های شرکت است به نحوی که بتوان به وسیله آن ارزیابی قابل قبولی از ریسک‌ها و ارزش نسبی شرکت به عمل آورد و کاربران اطلاعات را در این زمینه یاری نماید (سدیدی و همکاران، ۱۳۹۴).

نوسان‌پذیری بازده سهام: نوسان‌پذیری بازده سهام به تغییرات در قیمت سهام اطلاق می‌شود. قیمت سهام یک شرکت سهامی عام معمولاً از طریق عرضه و تقاضا در بازار تعیین می‌شود. قیمت سهام به دلیل وابستگی آن به انتظارات خریداران و فروشندگان می‌تواند نوسان یابد (اونیامیکوگو و همکاران<sup>۶</sup>، ۲۰۱۸). در پژوهش حاضر، از نوسان‌پذیری بازده سهام به عنوان معیاری از ریسک استفاده شده است. سودمندی مطالعه نوسان‌پذیری بازده سهام از طرف سرمایه‌گذاران از این جهت است که آن‌ها نوسان‌پذیری بازده سهام را به عنوان معیاری از ریسک در نظر می‌گیرند و همچنین خط مشی-

1. Healy and Palepu  
2. Cormier, et al.  
3. Lang, and Lundholm  
4. Bushee et al  
5. Celik et al  
6. Uniamikogbo et al

گذاران بازار سرمایه می‌توانند از این معیار به عنوان ابزاری برای اندازه‌گیری میزان آسیب‌پذیری بازار سهام استفاده نمایند (حیدرپور و زارع رفیع، ۱۳۹۳).

### پیشینه تحقیق

دموری و خوشنود (۱۳۹۸) در پژوهشی به بررسی تاثیر حد نوسان و توقف نماد معاملاتی بر فعالیت معاملاتی، نقدشوندگی و نوسان‌پذیری در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. آن‌ها برای آزمون اثربخشی نسبی توقف نماد و حد نوسان قیمت، به بررسی تغییرات در میانگین از دوره پیش از رویداد به دوره پس از رویداد پرداختند. ۴۰۰ وقفه معاملاتی و ۸۹۳ حد نوسان قیمت مربوط به ۸۰ شرکت منتخب از طریق غربالگری، طی دوره زمانی ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۶ بررسی شدند. آزمون فرضیه‌ها نیز با استفاده از نرم‌افزار SPSS و روش مقایسه میانگین و آزمون ویلکاکسون صورت پذیرفته است. یافته‌ها نشان داد که فعالیت معاملاتی پس از توقف نماد کاهش و پس از حد نوسان افزایش می‌یابد. نقدشوندگی بعد از توقف نماد افزایش می‌یابد؛ اما پس از حد نوسان قیمت رو به کاهش می‌گذارد. همچنین، نتایج نشان دادند که نوسان‌پذیری پس از توقف نماد کاهش می‌یابد و پس از حد نوسان، تفاوت معناداری با قبل از آن ندارد. طبق نتایج این پژوهش، بازده غیرعادی پس از توقف افزایش و پس از حد نوسان کاهش می‌یابد.

موسوی شیری و همکاران (۱۳۹۴) در پژوهشی به بررسی رابطه بین کیفیت افشای اطلاعات حسابداری و نوسان‌پذیری بازده سهام پرداختند. یافته‌های پژوهش آن‌ها حاکی از آن است که بین کیفیت افشای اطلاعات و نوسان‌پذیری بازده سهام رابطه منفی و معنی داری وجود دارد، اما با توجه به ضریب تعیین تعدیل شده سه مدل و آماره Z کرامر، می‌توان گفت این رابطه منفی در پرتفوی شرکت‌های با امتیاز افشای بالاتر از میانگین، شدت بیشتری دارد.

فخاری و طاهری (۱۳۸۹) در پژوهشی به بررسی رابطه سرمایه‌گذاران نهادی و نوسان‌پذیری بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. یافته‌های پژوهش نشان داد حضور سرمایه‌گذاران نهادی موجب افزایش نظارت بر عملکرد مدیران شده، از عدم تقارن اطلاعاتی می‌کاهد و نهایتاً با افزایش درصد مالکیت این گروه از سهامداران، از نوسان‌پذیری بازده کاسته می‌شود.

دی و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۲۰) در مطالعه خود سطح و میزان افشای اطلاعات آینده‌نگر و شناسایی عوامل تعیین‌کننده برای افشای اطلاعات آینده‌نگر در اقتصاد در حال ظهور و در حال توسعه را بررسی کردند. یافته‌های پژوهش آن‌ها نشان داد که اندازه هیئت مدیره، وابستگی جهانی حسابرس، اهرم و سودآوری تاثیر مثبت قابل توجهی بر عوامل تعیین‌کننده برای افشای اطلاعات آینده‌نگر ارتباط منفی معنی داری داشته است. در مقابل، اندازه شرکت و سن لیست با عوامل تعیین‌کننده برای افشای اطلاعات معکوس بر عوامل تعیین‌کننده برای افشای اطلاعات آینده‌نگر داشته است. با این حال، مطالعه آن‌ها تاثیر قابل توجه استقلال هیئت مدیره را نشان نداده است.

آگی منسا<sup>۲</sup> (۲۰۱۷) به بررسی رابطه بین حاکمیت شرکتی، فساد و افشای اطلاعات آینده‌نگر در شرکت‌های ذکر شده در کشورهای آفریقایی، بوتسوانا و غنا پرداخت. یافته‌های پژوهش نشان داد که شرکت‌های کشور دارای کمترین فساد، یعنی بوتسوانا، اطلاعات آینده‌نگر بیشتری نسبت به شرکت‌های غنا، یکی از فاسدترین کشورها در جنوب صحرای آفریقا، افشا کرده بودند. این رابطه بین سطح شفافیت یک کشور و سطح شفافیت شرکت‌های لیست شده در آن کشور را تایید کرده است.

<sup>1</sup> Dey et al

<sup>2</sup> Agyei-Mensah

سان (۲۰۱۰) به بررسی افشاهای تجزیه و تحلیل و توضیحات مدیریت پرداخت و به این نتیجه رسید که افشاهای تجزیه و تحلیل مدیریت درباره افزایش نامتعارف موجودی‌ها می‌تواند به استفاده‌کنندگان کمک نماید. در واقع یکی از اهداف اطلاعات تجزیه و تحلیل و توضیحات مدیریت، افزایش سودمندی صورت‌های مالی است. هر چند که اطلاعات تجزیه و تحلیل و توضیحات مدیریت در بسیاری از صنایع و زمینه‌ها محدود است، ولی آگاهی از نقش و سودمندی اطلاعات آن هنوز با اهمیت است.

### روش شناسی پژوهش

روش پژوهش آن است که مشخص می‌کند که چه روشی انتخاب شود تا اهداف پژوهش سریع‌تر، آسان‌تر و با هزینه کمتر به دست آید. این امر به هدف‌ها، ماهیت و موضوع پژوهش و امکانات پژوهشگر بستگی دارد. پژوهش حاضر در زمره پژوهش‌های نیمه‌تجربی (شبه تجربی) می‌باشد، زیرا امکان دستکاری متغیر مستقل و یا مداخله در آن وجود ندارد. همچنین، این پژوهش از لحاظ هدف، از نوع کاربردی و از نظر ماهیت پژوهش، از نوع پژوهش اصیل (دست اول) و از لحاظ ماهیت داده‌ها، از نوع پژوهش کمی و از نظر روش شناخت، پژوهش توصیفی و از نوع پژوهش همبستگی و پس رویدادی (علی-مقایسه‌ای) است. علاوه بر این، پژوهش حاضر از لحاظ طول مدت زمان، از نوع ترکیبی و از نظر انجام استدلال، از نوع قیاسی-استقرایی می‌باشد.

برای اجرای هر پژوهش لازم است جامعه آماری مشخص و معین شود. برای انتخاب جامعه آماری به شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رجوع خواهد شد. چرا که: اطلاعات شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران توسط حسابداران رسمی، حسابرسی می‌شود، لذا نسبت به اطلاعات سایر شرکت‌ها از قابلیت اتکاء بالاتری برخوردار است. و دسترسی به این اطلاعات نسبت به سایر شرکت‌ها راحت‌تر است. به منظور انجام تحقیق، در هر سال از سالهای ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۷، اطلاعات شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار، که دارای ویژگی‌های زیر می‌باشند، جمع‌آوری می‌گردد:

#### جدول (۱): انتخاب نمونه آماری با اعمال محدودیت‌ها و شرایط جامعه

سال - شرکت	شرکت	محدودیت‌ها و شرایط
۳۵۴۹	۵۰۷	کل شرکتهای عضو بورس اوراق بهادار تهران در پایان سال ۱۳۹۷
(۴۷۶)	(۶۸)	حذف شرکتهای پذیرش شده در بورس اوراق بهادار تهران بعد از سال مالی ۱۳۹۱
(۲۷۳)	(۳۹)	حذف شرکتهای که طی سال های مالی ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۷ تغییر فعالیت و یا تغییر سال مالی داشته باشند
(۹۲۴)	(۱۳۲)	حذف شرکتهای غیر از دوره منتهی به تاریخ ۲۹ اسفند ماه ( برای وجود یکنواختی میان شرکت های مورد آزمون، فقط شرکت هایی بررسی شده‌اند که پایان سال مالی آنها، ۲۹ اسفند ماه بوده است.)
(۷۷۷)	(۱۱۱)	شرکت های در دست بررسی، جزء شرکت های واسطه گری مالی نباشند، زیرا افشای اطلاعات مالی و ماهیت فعالیت آنها متفاوت است؛
(۳۰۱)	(۴۳)	حداقل ۶ ماه از سال بازده ماهانه داشته باشند و داده های لازم آنها در دسترس باشد.
۷۹۸	۱۱۴	تعداد شرکت های موجود در جامعه آماری بعد از اعمال محدودیت ها و شرایط

## فرضیه پژوهش

مطابق با تئوری‌ها افشاء افزایش در سطح افشاء باعث کاهش عدم تقارن اطلاعات شده و دارای مزایای بالقوه زیادی برای ذی‌نفعان است. افشای شرکتی عامل مهمی برای بازار سرمایه تلقی شده و همچنین دارای اثرات بالقوه زیادی است که بخاطر کاهش عدم تقارن اطلاعات به دنبال دارد. از جمله این اثرها می‌توان به بهبود در نقدینگی، کاهش هزینه سرمایه و افزایش توجه مشارکت کنندگان در بازار اشاره کرد (هیالی و پالوپو، ۲۰۰۱). به طور خاص کاهش عدم تقارن اطلاعات ناشی از افشاء می‌تواند باعث کاهش نوسان پذیری بازده سهام شود. نوسان پذیری در واقع یک نوع علامت‌دهی منفی در مورد قیمت اوراق در بازار است که از نظر علمی هنگامی که مدیران طرح‌های پاداش خود را براساس قیمت سهام تعیین می‌کنند می‌تواند برای شرکت هزینه بر باشد (سیلیک و همکاران، ۲۰۰۶). افزایش نوسان پذیری بازده سهام در سال‌های اخیر و عدم تقارن اطلاعاتی موجود در بازار سرمایه این سوال را که آیا افشاء اطلاعاتی می‌تواند باعث تغییر عدم تقارن اطلاعات و در نهایت باعث کاهش نوسان پذیری شود، در ادبیات حسابداری مطرح کرده است (راجگوپال و ونکاتچارلام، ۲۰۱۱). به طور خلاصه یافته‌ها نشان داد که کاهش عدم تقارن به معنای کاهش خبرهای هیجان‌انگیز در مورد شرکت‌ها بوده که می‌تواند موجب کاهش نوسانات بازده شرکت‌ها باشد. ازلی اوهارا (۲۰۰۴)، معتقد است که کاهش کیفیت گزارشگری مالی می‌تواند بر نوسان پذیری بازده سهام تاثیر داشته باشد. به هر حال مطابق با تئوری نمایندگی، شرکت‌ها از طریق افشاء اطلاعات آتی و همچنین افزایش کیفیت اطلاعات در تلاش‌اند تا هزینه تضاد منافع ناشی از عدم تقارن اطلاعات را کم کنند. همچنین مطابق با تئوری ذینفعان استراتژی افشاء اخذ شده توسط شرکت در واقع یک نوع مکانیزم ضروری است که شرکت برای مقابله با نحوه ادراک و انتظارات ذینفعان نسبت به شرکت اخذ می‌کند (آرچیل و همکاران، ۲۰۰۹؛ میچلین، ۲۰۱۳). مطابق با این تئوری‌ها انتظار داریم که افشاء اطلاعات آتی شرکتی، بتواند عدم اطمینان را کم کرده و عدم تقارن را کاهش دهد و از آنجایی که عدم تقارن بر نوسان پذیری بازده سهام تاثیر دارد، لذا انتظار داریم که افشاء اطلاعات آتی بر نوسان پذیری بازده سهام اثر داشته باشد (فخاری و اردشیری، ۱۳۹۸). لذا با توجه به مطالب فوق فرضیه پژوهش به شرح زیر تدوین می‌شود.

**فرضیه پژوهش:** بین افشای اطلاعات آینده‌نگر و نوسان پذیری بازده سهام رابطه وجود دارد.

## نحوه اندازه گیری متغیرهای پژوهش

**الف- متغیر وابسته: نوسان پذیری بازده سهام (STDRET):** نوسان پذیری بازده سهام ابزاری برای نشان دادن درجه عدم اطمینان نسبت به تغییرات آتی بازده سهام می‌باشد، به طوری که هر گاه درجه نوسان پذیری افزایش یابد، احتمال کاهش یا افزایش قیمت سهام نیز افزایش می‌یابد. در این پژوهش، نوسان پذیری بازده سهام با استفاده از انحراف معیار بازده روزانه سهام و به صورت رابطه ۱ محاسبه می‌شود (حیدرپور و زارع رفیع، ۱۳۹۳):

$$\text{STDRET}_{i,t} = \sqrt{\frac{1}{D_{i,t}-1} \sum_1^{D_{i,t}} (R_i - \bar{R})^2} \quad \text{رابطه ۱}$$

$R_i$ : بازده روزانه سهام شرکت  $i$  می‌باشد که با استفاده از رابطه ۱۷ محاسبه می‌گردد، به طوری که اگر  $P_t$  قیمت پایانی روز  $t$  ام باشد، داریم:

$$R_i = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} \quad \text{رابطه ۲}$$

$D_{i,t}$ : تعداد روزهایی از سال  $t$  که برای آن‌ها بازده روزانه سهام شرکت  $i$  محاسبه شده است.

$\bar{R}$ : میانگین بازده روزانه سهام شرکت  $i$  طی سال است.

**ب- متغیر مستقل: افشای اطلاعات آینده‌نگر (FFLDISC):** به برنامه‌های جاری و پیش‌بینی‌های آینده اشاره دارد که سرمایه‌گذاران و سایر کاربران را قادر می‌سازد عملکرد مالی آینده شرکت را ارزیابی کنند. افشای اطلاعات آینده‌نگر شامل

اطلاعات مالی و غیر مالی است. در این پژوهش به پیروی از پژوهش براوو (۲۰۱۶) با استفاده از یک لیستی شامل اطلاعات مالی خاص به شرح جدول ۲ مورد استفاده قرار می‌گیرد. که در صورت وجود آن اطلاعات در گزارش هیئت مدیره به مجمع، عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر در نظر گرفته می‌شود. سپس مجموع امتیازات به دست آمده را بر تعداد اطلاعات مالی تقسیم نموده و عدد به دست آمده بیانگر افشای اطلاعات آینده‌نگر می‌باشد. تعدادی از مطالعات نشان داده‌اند که افشای اطلاعات آینده‌نگرانه از ماهیت مالی و به ویژه در مورد سود، مورد توجه سرمایه‌گذاران است (براوو، ۲۰۱۶).

جدول (۲): اطلاعات مالی خاص افشای اطلاعات آینده نگر

ردیف	شرح	امتیاز شرکت	محاسبات
۱	تأثیر احتمالی استراتژی کسب و کار روی عملکرد آینده		افشای اطلاعات آینده نگر 8/امتیاز کسب شده شرکت =
۲	محصولات جدید / توسعه خدمات		
۳	هزینه‌های سرمایه برنامه‌ریزی شده		
۴	تحقیقات برنامه‌ریزی شده و هزینه‌های توسعه		
۵	تبلیغات برنامه‌ریزی شده و هزینه تبلیغات		
۶	پیش‌بینی سود هر سهم		
۷	پیش‌بینی درآمد فروش		
۸	پیش‌بینی سود		

متغیرهای کنترلی: در این پژوهش، متغیرهای کنترلی مطابق با پژوهش براوو (۲۰۱۶) به شرح جدول ۳ می‌باشند.

جدول (۳): متغیرهای کنترلی پژوهش

منبع	نحوه محاسبه	متغیر
براوو (۲۰۱۶)	لگاریتم طبیعی کل دارایی‌ها در پایان سال مالی	اندازه شرکت (SIZE)
براوو (۲۰۱۶)	نسبت سود خالص به جمع دارایی‌های شرکت	نرخ بازده دارایی‌ها (ROA)
براوو (۲۰۱۶)	کل بدهی‌ها تقسیم بر کل دارایی‌های شرکت در پایان سال مالی	اهرم مالی (LEV)
براوو (۲۰۱۶)	ارزش بازار دارایی‌ها تقسیم بر ارزش دفتری دارایی‌ها (ارزش بازار دارایی‌ها برابر است با ارزش بازار حقوق صاحبان سهام به اضافه‌ی ارزش دفتری بدهی‌ها)	فرصت‌های رشد (MTB)
براوو (۲۰۱۶)	فروش سال جاری منهای فروش سال قبل، تقسیم بر فروش سال قبل	نرخ رشد شرکت (GRO)
براوو (۲۰۱۶)	سال تاسیس شرکت تا سال شروه بازه‌ی زمانی پژوهش	سن شرکت (AGE)
براوو (۲۰۱۶)	سود خالص تقسیم بر حقوق صاحبان سهام	سودآوری (ROE)

### مدل رگرسیون آزمون فرضیه پژوهش

براساس مبانی نظری و پژوهش‌های بیان شده برای آزمون فرضیه پژوهش از مدل زیر استفاده می‌شود

$$STDRET_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 FFLDISC_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 MTB_{i,t} + \beta_5 ROA_{i,t} + \beta_6 GRO_{i,t} + \beta_7 ROE_{i,t} + \beta_8 AGE_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

### آمار توصیفی

آمار توصیفی متغیرهای پژوهش به شرح زیر است:

جدول (۴): آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیرهای پژوهش	نوسان پذیری بازده سهام	نگر	افشای اطلاعات آینده	اندازه شرکت	نرخ بازده دارایی‌ها	اهرم مالی	سودآوری	سن شرکت	فرصت‌های رشد	نرخ رشد شرکت
تعداد شرکت	۱۱۴	۱۱۴	۱۱۴	۱۱۴	۱۱۴	۱۱۴	۱۱۴	۱۱۴	۱۱۴	۱۱۴
سال - شرکت	۷۹۸	۷۹۸	۷۹۸	۷۹۸	۷۹۸	۷۹۸	۷۹۸	۷۹۸	۷۹۸	۷۹۸
میانگین	۰,۰۳۲	۰,۲۶۰	۶,۲۳۵	۰,۰۹۰	۰,۶۴۰	۰,۲۳۷	۱,۵۶۲	۲,۷۷۴	۰,۱۸۵	
میانه	۰,۰۲۵۵	۰,۲۵۰	۶,۱۵۶	۰,۰۷۴	۰,۶۲۶	۰,۲۳۲	۱,۶۰۲	۱,۷۳۴	۰,۱۳۲	
ماکزیمم	۲,۷۳۳	۰,۳۷۵	۸,۵۸۹	۰,۶۲۶	۳,۹۷۵	۰,۸۲۳	۱,۸۲۶	۴۵,۷۶۹	۲,۳۲۰	
مینیمم	۰,۰۰۰	۰,۰۰۰	۴,۵۵۶	-۱,۰۶۳	۰,۰۹۰	-۰,۸۸۴	۱,۰۷۹	۰,۷۴۴	-۰,۹۹۸	
انحراف معیار	۰,۰۹۸	۰,۱۱۳	۰,۶۵۶	۰,۱۶۱	۰,۳۰۳	۰,۲۹۱	۰,۱۵۶	۳,۳۴۷	۰,۴۷۸	
چولگی	۲۶,۹۹	-۰,۷۳۵	۰,۹۱۲	-۰,۷۱۲	۳,۴۳۹	-۰,۵۳۳	-۰,۶۴۷	۶,۲۶۶	۰,۷۵۴	
کشیدگی	۷۱۹,۸۱۳	۲,۶۹۸	۴,۵۸۶	۹,۲۸۱	۲۸,۷۶۸	۳,۸۶۴	۲,۴۷۱	۶۱,۴۲۸	۵,۳۸۴	

منبع: یافته‌های پژوهشگر

### آزمون فرضیه پژوهش

فرضیه پژوهش: بین افشای اطلاعات آینده نگر و نوسان پذیری بازده سهام رابطه وجود دارد.

جدول (۶): آزمون رگرسیون رابطه بین افشای اطلاعات آینده‌نگر و نوسان‌پذیری بازده سهام

متغیرها	ضرایب	خطا	آماره t	سطح معناداری	آزمون هم‌خطی
افشای اطلاعات آینده نگر	۰,۰۱۰	۰,۰۰۳	۲,۷۳۲	۰,۰۰۶	۱,۰۲۰
اندازه شرکت	-۰,۰۰۲	۰,۰۰۱	-۲,۸۹۹	۰,۰۰۳	۱,۰۳۷
اهرم مالی	۰,۰۰۳	۰,۰۰۲	۱,۴۳۶	۰,۱۵۱	۲,۷۴۶
فرصت‌های رشد	-۰,۰۰۰	۰,۰۰۰	-۲,۷۹۲	۰,۰۰۵	۱,۰۵۹
نرخ بازده دارایی‌ها	۰,۰۱۳	۰,۰۰۶	۲,۲۰۴	۰,۰۲۷	۳,۱۲۶
نرخ رشد شرکت	۰,۰۰۰	۰,۰۰۱	۰,۵۴۹	۰,۵۸۵	۱,۱۳۹
سودآوری	۰,۰۰۴	۰,۰۰۱	۲,۱۴۳	۰,۰۳۲	۱,۳۵۴
سن شرکت	-۰,۰۰۶	۰,۰۰۴	-۱,۶۸۶	۰,۰۹۲	۱,۰۶۴
C (عرض از مبدا)	۰,۰۵۵	۰,۰۰۸	۶,۶۴۷	۰,۰۰۰	----
ناهمسانی واریانس (آزمون بارتلت)	۱۸۹۳۹,۰۱ (۰,۰۰۰)	دوربین واتسون		۲,۲۲۶	
ضریب تعیین	۰,۱۸۴	آماره فیشر		(سطح معنی داری)	
ضریب تعیین تعدیل شده	۰,۰۷۳	۱,۶۵۵		۰,۰۰۰	

منبع: یافته‌های پژوهشگر

متغیر افشای اطلاعات آینده نگر دارای سطح معناداری کمتر از ۵ درصد (۰,۰۰۶) است، از اینرو بین افشای اطلاعات آینده نگر و نوسان پذیری بازده سهام رابطه معنی‌دار و مثبتی وجود دارد. همچنین بین متغیرهای کنترلی شامل اندازه شرکت، فرصت‌های رشد، نرخ بازده دارایی‌ها و سودآوری با نوسان پذیری بازده سهام رابطه معنی‌داری وجود دارد. آماره دوربین-



واتسون با مقدار ۲,۲۲۶ ناشی از عدم همبستگی بین متغیرهای پژوهش بوده و سطح معناداری آماره فیشر کمتر از ۵ درصد است که بیانگر این مطلب است، مدل برازش شده از اعتبار کافی برخوردار است. ضریب تعیین تعدیل شده نیز برابر با ۰,۰۷۳ درصد است که نشان می‌دهد متغیر وابسته ۷,۳ درصد به متغیرهای مستقل موجود در مدل وابسته است با توجه به نتایج بدست آمده مشاهده می‌شود که مقادیر VIF کمتر از ۱۰ می‌باشند. بطور کلی نتایج حاصله بیانگر عدم وجود هم‌خطی می‌باشد. و در نهایت با توجه به وجود ناهمسانی واریانس (نتایج آزمون بارتلت - ۱۸۹۳۹,۰۱ (۰,۰۰۰)) در تخمین نهایی مدل نسبت به رفع آن اقدام گردیده است.

### نتیجه گیری و پیشنهادات

فرضیه پژوهش: بین افشای اطلاعات آینده نگر و نوسان پذیری بازده سهام رابطه وجود دارد. با توجه به نتایج بدست آمده متغیر افشای اطلاعات آینده نگر دارای سطح معناداری کمتر از ۵ درصد (۰,۰۰۶) است، از اینرو بین افشای اطلاعات آینده نگر و نوسان پذیری بازده سهام رابطه معنی‌دار و مثبتی وجود دارد. افشای اطلاعات آتی شرکتی عامل مهمی برای بازار سرمایه تلقی شده و همچنین دارای اثرات بالقوه زیادی است که بخاطر کاهش عدم تقارن اطلاعات به دنبال دارد. از جمله این اثرها می‌توان به بهبود در نقدینگی، کاهش هزینه سرمایه و افزایش توجه مشارکت‌کنندگان در بازار اشاره کرد (هیالی و پالوپو، ۲۰۰۱) به طور خاص کاهش عدم تقارن اطلاعات ناشی از افشاء می‌تواند باعث کاهش نوسان‌پذیری بازده سهام شود. نتایج این فرضیه بر خلاف مبانی نظری پژوهش و تحقیقات راجگوپال و ونکاتچارلام، ۲۰۱۱؛ کورمیر و همکاران، ۲۰۱۰؛ لانگ و لاندولهلم، ۱۹۹۳؛ لویز و ورچیا، ۲۰۰۰ می‌باشد که به نتیجه رسیدند که کاهش عدم تقارن به معنای کاهش خبرهای هیجان‌انگیز در مورد شرکت‌ها بوده که می‌تواند موجب کاهش نوسانات بازده شرکتها باشد.

### محدودیت‌های انجام پژوهش

در فرآیند پژوهش علمی، مجموعه شرایط و مواردی وجود دارد که خارج از کنترل محقق می‌باشد، ولی به طور بالقوه می‌تواند نتایج پژوهش را تحت تاثیر قرار دهد. برخی از این محدودیت‌ها ذاتی و برخی ناشی از شرایط محیطی و محدودیت های زمانی پژوهش می‌باشد.

✓ نخستین محدودیت ویژگی خاص تحقیق نیمه تجربی است که در حوزه علوم اجتماعی متداول است. به بیان دیگر عدم امکان بی‌اثر کردن متغیرهای دیگری که کنترل آنها خارج از دسترس محقق است و امکان تاثیر گذاری آنها بر نتایج پژوهش منتفی نیست. متغیرهایی مانند شرایط سیاسی، وضعیت بازار سرمایه، عمر شرکت‌ها، تحصیلات و تجربه مدیران شرکت‌ها و غیره.

✓ از آنجایی که برای محاسبه متغیرهای پژوهش از صورت‌های مالی تهیه شده بر مبنای بهای تمام شده تاریخی استفاده شده است. در صورت تعدیل اطلاعات صورت‌های مالی برای تورم ممکن است نتایج پژوهش متفاوت از نتایج فعلی باشد.

### پیشنهاد‌های کاربردی حاصل از نتایج پژوهش

با توجه به یافته‌های پژوهش و مبانی نظری مورد مطالعه و با عنایت به اهداف و ضمن تایید فرضیه پژوهش پیشنهاد زیر در راستای فرضیه تایید شده قابل ارائه است:

✓ براساس نتایج پژوهش، مشاهده می‌شود بین افشای اطلاعات آینده نگر و نوسان پذیری بازده سهام رابطه معنی‌دار و مثبتی وجود دارد. لذا با افزایش افشای اطلاعات آینده نگر، نوسان پذیری بازده سهام افزایش می‌یابد. بنابراین، پیشنهاد می‌شود به هنگام اخذ تصمیمات مالی شرکت به افشای اطلاعات آینده نگر توجه شود.

## منابع

- ✓ حیدریپور، فرزانه، زارع رفیع، سمیه، (۱۳۹۳)، تاثیر متغیرهای سود تقسیمی و فرصت های رشد بر رابطه کیفیت گزارشگری مالی و نوسان پذیری بازده سهام، پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی، دوره ۶، شماره ۲۲، صص ۲۱۳-۲۴۷.
- ✓ دموری، داریوش، خوشنود، هادی، (۱۳۹۸)، بررسی تأثیر حد نوسان و توقف نماد معاملاتی بر فعالیت معاملاتی، نقدشوندگی و نوسان پذیری در بورس اوراق بهادار تهران، تحقیقات مالی، دوره ۲۱، شماره ۲، صص ۲۱۳-۲۳۶.
- ✓ دیانتی دیلمی، زهرا، عالمی، محمدرضا، بهزادپور، سمیرا، (۱۳۹۱)، بررسی ارتباط کیفیت اطلاعات مالی و معیارهای ریسک در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه بورس اوراق بهادار، شماره ۱۷، صص ۲۳-۴۱.
- ✓ سدید، مهدی، بدیعی، حسین، نبوی، حمید، (۱۳۹۴)، بررسی عوامل موثر بر سطح افشا اطلاعات آتی در گزارش های سالانه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت، دوره ۴، شماره ۱۶، صص ۵۷-۶۸.
- ✓ فخاری، حسین، اردشیری، محمدجواد، (۱۳۹۸)، تاثیر کیفیت افشا و شهرت (اعتبار) شرکت بر نوسان پذیری بازده سهام (شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران)، ششمین همایش ملی مدیریت و حسابداری ایران، همدان.
- ✓ فخاری، حسین، طاهری، عصمت السادات، (۱۳۸۹)، بررسی رابطه سرمایه گذاران نهادی و نوسان پذیری بازده سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پژوهش های حسابداری مالی، دوره ۲، شماره ۴، صص ۱۵۹-۱۷۲.
- ✓ کیقبادی، امیررضا، صدیق بهزادی، شادان، طهماسبی خورنه، سعید، سیف، سمیرا، (۱۳۹۷)، تاثیر کیفیت افشای اطلاعات و عدم تقارن اطلاعاتی بر نوسان پذیری بازده سهام با استفاده از سیستم معادلات همزمان، پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی، دوره ۱۰، شماره ۴۰، صص ۶۹-۸۸.
- ✓ موسوی شیری، محمود، سلیمانی، حمید، مومنی، یوسف، سلیمانی، حجت، (۱۳۹۴)، رابطه بین کیفیت افشای اطلاعات حسابداری و نوسان پذیری بازده سهام، پژوهش های تجربی حسابداری، دوره ۵، شماره ۲، صص ۱۳۱-۱۴۴.
- ✓ Agyei-Mensah, B. K. (2017). The relationship between corporate governance, corruption and forward-looking information disclosure: a comparative study. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 17(2), 284-304.
- ✓ Archel, P., Husillos, J., Larrinaga, C., & Spence, C. (2009). Social disclosure, legitimacy theory and the role of the state. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 22(8), 1284-1307.
- ✓ Bravo, F. (2016). Forward-looking disclosure and corporate reputation as mechanisms to reduce stock return volatility. *Revista de Contabilidad*, 19(1), 122-131
- ✓ Bushee, B., & Noe, C. (2000). Corporate disclosure practices, institutional investors, and stock return volatility. *Journal of Accounting Research*, 38(suppl.), 171-202
- ✓ Celik, O., Ecer, A., & Karabacak, H. (2006). Disclosure of forward looking information: Evidence from listed companies on Istanbul Stock Exchange (ISE). *Investment Management and Financial Innovations*, 3(2), 197-216
- ✓ 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 .
- ✓ 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.

- ✓ 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, 405–440.
- ✓ Lang, M., & Lundholm, R. (1993). Cross-sectional determinants of analyst ratings of corporate disclosures. *Journal of Accounting Research*, 31(2), 246–271
- ✓ Michelon, G. (2013). Sustainability disclosure and reputation: A comparative study. *Corporate Reputation Review*, 14(2), 79–96.
- ✓ Pastor, L., & Veronesi, P. (2003). Stock valuation and learning about profitability. *Journal of Finance*, 58(5), 1749–1789.
- ✓ Rajgopal, S., & Venkatachalam, M. (2011). Financial reporting quality and idiosyncratic return volatility. *Journal of Accounting and Economics*, 51(1–2), 1–20
- ✓ Sun, Y. (2010). Do MD&A disclosures help users interpret disproportionate inventory increases?. *The Accounting Review*, 85(4), 1411-1440.
- ✓ Uniamikogbo, E., Ezennwa, E. O., & Bennee, E. (2018). Influence of Accounting Information on Stock Price Volatility in Nigeria. *Accounting & Taxation Review*, 2(4), 113-124.
- ✓

