

بررسی رابطه لحن گزارشگری مالی با عملکرد آتی شرکت و بازده بازار

مهدیه میرعلی

دانشجوی کارشناسی ارشد دانشگاه فردوسی مشهد

فایزه غلامی مقدم

کارشناسی ارشد دانشگاه فردوسی مشهد

رضا حصارزاده*

استادیار گروه حسابداری دانشگاه فردوسی مشهد

چکیده

در سال‌های اخیر جنبه‌های مختلف اطلاعات کیفی گزارش‌های مالی، مورد توجه قانون‌گذاران، نهادهای ناظر و نهادهای حرفه‌ای فعال در بازار سرمایه قرار گرفته است. هدف پژوهش حاضر، بررسی رابطه لحن گزارشگری مالی، به عنوان یکی از جنبه‌های مهم اطلاعات کیفی گزارش‌های مالی، با عملکرد آتی شرکت و بازده بازار حول روزهای انتشار گزارش‌های مالی می‌باشد. به لحاظ نظری، لحن مورد استفاده در گزارش‌های مالی می‌تواند انتظارات مدیران از عملکرد آتی شرکت را منعکس سازد. علاوه بر این، استفاده‌کنندگان اطلاعات می‌توانند با تصمیم‌گیری بر مبنای آن، به این انتظارات واکنش مناسبی ارائه دهند. به منظور بررسی تجربی این موضوع، پژوهش حاضر از روش شناسی تحلیل متنی و اطلاعات ۱۴۰ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران بین سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۵ استفاده می‌نماید. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که لحن گزارش‌های مالی، انتظارات مدیران از عملکرد آتی شرکت را منعکس می‌کند. با این حال، بازار در روزهای حول انتشار گزارش‌های مالی، پاسخ معنی‌داری به لحن مورد استفاده در گزارش‌های مالی نمی‌دهد.

واژگان کلیدی: لحن، تحلیل متنی، عملکرد آتی

۱- مقدمه

سهامداران و سایر استفاده‌کنندگان به منظور اتخاذ تصمیمات مناسب، نیازمند اطلاعات سودمند هستند. در میان اطلاعات سودمند، اطلاعات مربوط به پیش‌بینی سود از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است؛ زیرا پیش‌بینی سود در ارزیابی چشم‌انداز آتی شرکت‌ها نقش مهمی ایفا می‌نماید؛ بطوریکه بازار سرمایه نسبت به تحقق و عدم تحقق پیش‌بینی سود کاملاً حساس است (ریز و سیاوارام‌کریشن‌ان، ۲۰۰۷؛ ۲۵۹). از این‌رو، مدیران، نه تنها نسبت به اطلاعات مربوط به پیش‌بینی سود، بی‌تفاوت نیستند بلکه در عمل، ممکن است با انگیزه‌های مختلف در کمیت و کیفیت ارائه اطلاعات، مداخله نمایند. برای مثال، به لحاظ نظری، بر اساس فرضیه تعدیل انتظارات (آجینکیا و گیفن^۲، ۱۹۸۴؛ ۴۲۶)، گزارش‌های مدیران اصولاً با انگیزه همسو نمودن انتظارات بازار با انتظارات خود، صورت می‌گیرد. بر این اساس، تا چنددهه اخیر حجم انبوهی از پژوهش‌های تجربی (برای مثال، بزرگ اصل و صالح زاده، ۱۳۹۴؛ ۱۵۳؛ وکیلی فرد و همکاران، ۱۳۹۳؛ ۸۱؛ اعتمادی و همکاران، ۱۳۹۱؛ ۱۰۱) به بررسی این سؤال پرداخته‌اند که تا چه میزان و چگونه مدیران در ارائه اطلاعات و واکنش‌های آن‌ها در بازار سرمایه مداخله می‌کنند. به طور مشابه نیز، حجم انبوهی از پژوهش‌های تجربی (برای مثال، کردستانی و نصیرلو، ۱۳۹۴؛ ۱۱۱؛ فروغی و آیسک، ۱۳۹۴؛ ۱۵۸) به بررسی این سؤال پرداخته‌اند که تا چه میزان و چگونه بازار به مداخله مدیران در ارائه اطلاعات واکنش نشان می‌دهند.

هر دو گروه تحقیقات یادشده، غالباً بر مداخله مدیران در ارائه اطلاعات کمی (عددی) و واکنش بازار به این اطلاعات متمرکز بوده‌اند. در مقابل، در دهه اخیر طیف جدیدی از پژوهش‌های حسابداری به سمت ارزیابی مداخله مدیران در ارائه اطلاعات کیفی (غیر عددی) و واکنش بازار به اینگونه اطلاعات سوق یافته‌است. پژوهش‌های یادشده، تاکنون ابعاد مختلفی از اطلاعات کیفی نظیر خوانایی گزارش‌های مالی (برای مثال، ریلی^۳ و همکاران، ۲۰۱۳؛ ۵۹؛ الیوت^۴ و همکاران، ۲۰۱۲) یا زبان گزارش‌های مالی (برای مثال، لاگران و مک دونالد^۵، ۲۰۱۶؛ ۱؛ پردا و اسکیلکرن^۶، ۲۰۱۵؛ ۳؛ هامفریس^۷ و همکاران، ۲۰۱۱؛ ۵۸۵؛ لاگران و مک دونالد، ۲۰۱۱؛ ۳۵؛ غلامی مقدم و همکاران، ۱۳۹۷؛ ۷۶؛ نظری و همکاران، ۱۳۹۵؛ ۵۵؛ رهنمای رود پستی و همکاران، ۱۳۹۱؛ ۴۷) را مورد توجه قرار داده‌اند.

با این حال، تاکنون پژوهش‌های پیش‌گفته کمتر متوجه یکی از ابعاد مهم اطلاعات کیفی یعنی لحن اطلاعات بوده‌اند. از این‌رو، پژوهش حاضر در صدد بررسی اثرات لحن گزارش‌های مالی می‌باشد. منظور از لحن در گزارش‌های توضیحی مدیران، میزان مثبت یا منفی بودن آن است. بطوریکه، لاتریدیس^۸ (۲۰۱۶؛ ۱) دریافت که شرکت‌هایی با درآمد بالا در مقایسه با شرکت‌هایی با درآمد پایین از کلمات بدبینانه بیشتری استفاده می‌نمایند. به عبارت بهتر، شرکت‌هایی با درآمد بالا گرایش بیشتری به سمت محافظه‌کاری، نشان می‌دهند. برای ارزیابی اثرات لحن گزارش‌های مالی، این پژوهش در زمینه پیش‌بینی عملکرد شرکت و بازده بازار انجام می‌شود؛ چراکه دو زمینه مزبور، به عنوان دو زمینه

فراگیر و با اهمیت در حوزه حسابداری و مالی همواره مورد توجه فعالان مختلف بازار سرمایه بوده است. بعلاوه، مدیران در گزارش‌های مربوط به پیش‌بینی عملکرد نسبت به صورت‌های مالی، امکان بکارگیری لحن‌های مختلف متناسب با اهداف مدیریتی، فراهم‌تر است. در عین حال در گزارش‌های مزبور، متن‌ها آنچنان طولانی نیست که اجازه بروز و هویت‌یابی به لحن را ندهند.

در مجموع، این پژوهش از چندین منظر به توسعه ادبیات پژوهش (به ویژه در بستر بازار سرمایه ایران) کمک می‌نماید. برای مثال، اولاً، این پژوهش ضمن آنکه به توسعه پژوهش‌های حوزه اطلاعات کیفی کمک می‌کند، دانش موجود در یکی از زیر شاخه‌های مهم حوزه اطلاعات کیفی؛ یعنی لحن اطلاعات کیفی را عمق می‌بخشد. ثانیاً، این پژوهش از روش‌شناسی تحلیل متنی که در زمره روش‌های نوظهور می‌باشد، استفاده می‌نماید و لذا از این منظر دارای نوآوری است. در واقع، تحلیل متنی به یک ابزار پرکاربرد جهت بررسی محتوای اطلاعاتی که توسط شرکت‌ها افشاء می‌شود، تبدیل شده است (لاگران و مک دونالد، ۲۰۱۶؛ ۳۷). به گفته بهتر، محققان می‌توانند تحلیل‌های متنی را برای مطالعات پیش‌بینی درآمدها، بازده‌ها، رخدادهای اقتصادی مانند تقلب، ورشکستگی، ادغام و مالکیت بکار گیرند (حسینی و همکاران، ۱۳۹۴).

ساختار پژوهش به این شرح است: در قسمت بعد، مبانی نظری، پیشینه پژوهش و فرضیه‌ها ارائه می‌شود. سپس در قسمت سوم، روش شناسی، تشریح می‌گردد. همچنین در قسمت چهارم یافته‌های پژوهش تبیین می‌گردد و در نهایت در قسمت پنجم، نتیجه‌گیری و پیشنهادها بیان می‌شود.

۲- مبانی نظری، ادبیات و فرضیه‌ها

امروزه سهامداران و سایر استفاده‌کنندگان اطلاعات، برای انواع تصمیم‌گیری‌های اقتصادی، نیازمند اطلاعات سودمند هستند. در میان اطلاعات سودمند، اطلاعات مربوط به پیش‌بینی سود از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است. زیرا برای مثال، اطلاعات مربوط به پیش‌بینی سود یکی از عناصر مهم در محاسبه بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاران بشمار می‌رود (مشکی و عاصی ربانی، ۱۳۹۰؛ ۵۳). لذا، بر اساس آن می‌توان وضعیت سودآوری شرکت را پیش‌بینی نموده و در مورد خرید یا فروش سهام تصمیم‌گیری نمود. اعلان سود و پیش‌بینی سود، از مهمترین معیارهای ارزیابی شرکت‌ها از سوی سرمایه‌گذاران در نظر گرفته می‌شوند. چنانچه، اطلاعات مذکور دارای محتوای اطلاعاتی باشند، باعث واکنش سهامداران و به دنبال آن واکنش بازار می‌شود (صالحی و همکاران، ۱۳۹۳؛ ۱۱۸). داشتن محتوای اطلاعاتی به این معنی است که گزارش‌های مالی، اطلاعات جدیدی را به بازار منتقل می‌نمایند و باعث تغییر در انتظارات سرمایه‌گذاران می‌شوند (قائمی و همکاران، ۱۳۹۰؛ ۱۱۶). بر همین اساس، کوماس و ویلیام^۱ (۲۰۱۵؛ ۲)، در پژوهشی به بررسی ارتباط بین محتوای اطلاعاتی عددی سود شرکت‌ها با فعالیت‌های معاملاتی بازار سرمایه پرداختند. نتایج پژوهش آن‌ها حاکی از آن است که، بار اطلاعاتی اعلامیه‌های سود بر فعالیت‌های معاملاتی کل بازار اثرات قابل ملاحظه‌ای دارد. از جمله اینکه، اخبار منفی نسبت به اخبار مثبت، ارتباط کامل‌تری با معاملات بازار برقرار می‌کند.

همچنین، محتوای اطلاعاتی اعلامیه‌های سود در دوره‌هایی که بیشتر شرکت‌ها اقدام به افشاء این اطلاعات می‌نمایند، بیش از سایر دوره‌ها می‌باشد.

به لحاظ نظری از یک سو، کیفیت پیش بینی‌ها توسط مدیران، می‌تواند بسیار بالاتر از پیش بینی‌هایی باشد که توسط افراد خارج از سازمان انجام می‌شود. زیرا، مدیران اطلاعات بیشتری در خصوص وضعیت شرکت دارند، از برنامه‌ها و طرح‌های جاری شرکت مطلع هستند و به جزئیات اطلاعات مالی از دوره‌های قبل دسترسی دارند (صالح نژاد و وقفی، ۱۳۹۵؛ ۱۰۶). در بین انواع گزارش‌های تسهیل‌کننده پیش‌بینی سود، گزارش اولین پیش‌بینی سود هر سهم، اطلاعات نسبتاً کامل‌تری در مورد سود مورد انتظار شرکت ارائه می‌کند. چرا که این گزارش نسبت به سایر گزارش‌ها نظیر گزارش دومین تا چهارمین گزارش پیش‌بینی سود، دارای اطلاعات کامل‌تری از قبیل مفروضات پیش‌بینی و انواع جداول تفصیلی مرتبط با ارقام صورت سود و زیان پیش‌بینی شده می‌باشد. سودهای پیش‌بینی شده توسط مدیران، در بسیاری از کشورها در زمره افشاء داوطلبانه اطلاعات قرار دارند (آقاییک زاده و فروغی، ۱۳۹۶؛ ۱۲۶). پژوهش‌های تجربی نیز نشان داده‌اند که گزارش مذکور حاوی محتوای اطلاعاتی است و می‌تواند بر رفتار استفاده‌کنندگان و به خصوص سهامداران بالقوه و بالفعل تأثیر گذاشته و باعث واکنش بازار گردد.

از دیگر سو، انتظار می‌رود مدیران در گزارش‌های مربوط به سود، هیجانات و تمایلات خود را اعمال نمایند. چرا که به طور معمول، عملکرد مالی شرکت را با توجه به مقایسه‌های صورت گرفته با معیارهای مربوطه (مثلاً درآمد سه‌ماهه قبل) گزارش می‌نمایند (گراهام^۱ و همکاران، ۲۰۰۵؛ ۱۳-۱۴). در واقع، مدیریت سود مانع شکل‌گیری انتظارات منطقی در ذهن سرمایه‌گذاران درباره چشم انداز آتی شرکت می‌شود. طبق تئوری علامت‌دهی سود، مدیریت یک شرکت در مورد چشم انداز آتی آن، از اطلاعات بیشتری نسبت به سهامداران برخوردار است. بر اساس این تئوری، اگر شرکت سود سهام بیشتری نسبت به آنچه توسط بازار پیش‌بینی شده است اظهار کند، ممکن است بیانگر چشم انداز روشن آینده شرکت باشد (مادزاده فرد و محرم زاده، ۱۳۹۶؛ ۱۱۶). در واقع، تئوری علامت‌دهی بیان می‌کند که، اعلام سود سهام برای بازار حاوی اطلاعات جدیدی است و مدیران می‌توانند از سود سهام جهت علامت دادن و رساندن اخبار خوب به سهامداران، استفاده نمایند (کرمی و همکاران، ۱۳۸۹؛ ۱۱۳).

در نتیجه بر اساس مطالب فوق می‌توان اذعان نمود که، پیش‌بینی مدیران علیرغم محاسن موجود، با مشکلاتی همراه است. از جمله این که مدیران بیشترین منفعت را از سود شرکت کسب می‌نمایند. سود بالا، ارزش شرکت را افزایش می‌دهد و موجب افزایش پاداش مدیران می‌شود. لذا، این احتمال وجود دارد که مدیران به طور جانبدارانه به پیش‌بینی پرداخته و با اعمال مدیریت، سود را بیش از واقع اظهار نمایند (صالح نژاد و وقفی، ۱۳۹۵؛ ۱۰۷). در این زمینه، کردستانی و نصیرلو (۱۳۹۴؛ ۱۱۱)، در پژوهشی به بررسی اثر مدیریت سود بر واکنش بازار به سود غیر منتظره پرداختند. یافته‌های آن‌ها نشان می‌دهد، سرمایه‌گذاران شرکت‌هایی که با مدیریت سود، سود خود را افزایش داده‌اند نسبت به

شرکت‌هایی که مدیریت سود نداشته‌اند واکنش کمتری به سود غیر منتظره نشان می‌دهند. ولی در مورد شرکت‌هایی که با مدیریت سود کاهش در سود داشته‌اند بالعکس است. افزون بر این، بزرگ اصل و صالح زاده (۱۳۹۴؛ ۱۵۳)، به بررسی رابطه توانایی مدیریت و پایداری سود به تفکیک اجزای تعهدی و جریان‌های نقدی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج پژوهش آن‌ها مؤید وجود رابطه مثبت بین توانایی مدیریت و پایداری سود و همچنین توانایی مدیریت و پایداری اجزای تعهدی و نقدی سود است. ولی رابطه بین توانایی مدیریت و پایداری بخش تعهدی نسبت به بخش نقدی قوی‌تر است. وکیلی فرد و همکاران (۱۳۹۳؛ ۸۱) نیز بر این باورند که، بین اعمال مدیریت سود و انحراف پیش بینی سود رابطه منفی و معناداری وجود دارد. همچنین، انحراف پیش بینی سود در زمان فروش سهام توسط مدیران، افزایش یافته و در زمان خرید سهام توسط آن‌ها، کاهش می‌یابد. بعلاوه، طالب نیا و حسین پور (۱۳۸۹؛ ۲۳) به این نتیجه رسیدند که، معیار اختلاف درآمد واقعی از درآمد پیش‌بینی شده هر سهم رابطه معکوس و معناداری با بازده سهام دارد. طبق پژوهش صورت گرفته توسط اعتمادی و همکاران (۱۳۹۱؛ ۱۰۱)، مدیریت سود بر محتوای اطلاعات حسابداری خدشه وارد می‌کند. آن‌ها معتقدند، افزایش در مقادیر اقلام تعهدی اختیاری با کاهش در امتیاز کیفیت سود شرکت‌ها در ارتباط است. لذا، نتایج آن‌ها از نظریه فرصت طلبانه بودن مدیریت سود حمایت می‌کند. بعلاوه، آباریانل و کیم^{۱۱} (۲۰۱۰؛ ۳۶) به بررسی بازده سهام در روز اعلان سود پرداختند. نتایج یافته‌های آن‌ها نشان داد که، در روز اعلان سود بازده سطح آگاه‌دهندگی بالایی دارد. همچنین، قیمت‌ها نسبت به اخبار سودهای قبلی واکنش کمتری نشان می‌دهند. از سوی دیگر، پیرامون تاریخ افشاء پیش بینی سود، واکنش بازار به اطلاعات نامتقارن بیشتر است. از آنجا که بین منافع مدیر و قیمت سهام شرکت ارتباط قابل توجهی وجود دارد، مدیر ممکن است با تغییر زمان ارائه اخبار مالی، واکنش بازار را در جهت منافع خود مدیریت کند (گراهام و همکاران، ۲۰۰۵؛ ۱۳-۱۴). هنگامی مدیر اخبار خوبی دارد، تلاش می‌نماید آن را سریعتر به اطلاع بازار برساند تا از مزایای واکنش بازار برخوردار شود. اما اخبار بد را تا حد امکان پنهان می‌کند، تا از اثرات واکنش منفی بازار بکاهد (فروغی و آیسک، ۱۳۹۴؛ ۱۴۱). از طرفی، احمدپور و فیروزجائی (۱۳۸۶؛ ۱) در مطالعه‌ای به بررسی تأثیر اندازه شرکت و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار بر بازده سهام پرداختند. نتایج یافته‌های آن‌ها نشان داد که، عوامل بازار، اندازه شرکت و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهام، سه عامل تأثیرگذار روی بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشند.

در مجموع، صرف نظر از اعداد و ارقام موجود در گزارش پیش‌بینی سود، و مشابه با مباحث بالا که معطوف جنبه کمی (عددی) گزارش‌های مالی بود، به لحاظ نظری، اطلاعات کیفی گزارش پیش‌بینی سود و به ویژه لحن استفاده شده در آن، نه تنها چارچوبی برای افشاء اطلاعات توسط مدیر فراهم می‌کند، بلکه فرصتی برای مدیران فراهم می‌آورد تا انتظارات خود از عملکرد آتی شرکت را نمایان سازد. از این رو، انتظار بر این است که گزارش پیش‌بینی سود حاوی کلمات خوش‌بینانه (مثبت) و

کلمات بدبینانه (منفی) باشد. در واقع، زبان نیز یک سیستم قراردادی منظم از آواها یا نشانه‌های کلامی یا نوشتاری است که توسط انسان‌های متعلق به یک گروه اجتماعی یا فرهنگی خاص، برای نمایش و فهم ارتباطات و اندیشه‌ها به کار برده می‌شود (حصارزاده و همکاران، ۱۳۹۶: ۱۱). به سخن دیگر، زبان از متداولترین و معتبرترین راه‌های انتقال افکار و احساسات درونی می‌باشد. بعلاوه، زبان و کلمات از مفاهیم حوزه روانشناسی و ارتباطات محسوب می‌شوند (تایوسکزیک و پنه بیکر^{۱۲}، ۲۰۱۰: ۲۵).

۲-۱- پیشینه پژوهش

همانطور که پیش‌تر بیان گردید، پژوهش‌های اخیر نشان می‌دهند علاوه بر محتوای کمی، محتوای کیفی گزارش‌ها و به ویژه لحن گزارش‌ها نیز می‌تواند بر جنبه‌های مختلف پیش‌بینی عملکرد سودمند باشند. به عنوان مثال، نتایج یافته‌های ملونی^{۱۳} و همکاران (۲۰۱۶: ۶)، نشان می‌دهد که شرکت‌ها برای انعکاس تصویری مطلوب از وضعیتشان از لحن مثبت استفاده می‌نمایند. افزون بر این، نتایج پژوهش داویس^{۱۴} و همکاران (۲۰۱۲: ۸۴۶؛ ۸۴۸) بیانگر، وجود رابطه معنادار بین کلمات مثبت و منفی با عملکرد آتی می‌باشد. آن‌ها در پژوهش خود به این نتیجه رسیدند که، مدیران برای کاهش واکنش منفی بازار، از لحن خوشبینانه نسبت به لحن بدبینانه بیشتر استفاده می‌کنند. بعلاوه، تتلاک^{۱۵} و همکاران (۲۰۰۸: ۱۴۳۷) نیز، در پژوهش خود به ارزیابی چگونگی کاربرد یک معیار کمی مربوط به زبان جهت پیش‌بینی عایدات حسابداری شرکت‌ها و بازده های سهام آن پرداختند. نتایج حاصل از پژوهش آن‌ها نشان می‌دهد که استفاده از کلمات بدبینانه (منفی) در گزارش‌های مالی، عایدات پایینی برای مدیران به دنبال دارد. همچنین، قیمت‌های سهام نیز واکنش کمتری به اطلاعات حاوی کلمات بدبینانه، نشان می‌دهند. در واقع، به کار بردن کلمات مثبت (نظیر رشد، خوب و ...) باعث خوش‌بینانه شدن و کلمات منفی (ضعف، ضایعات و ...) باعث بدبینانه شدن لحن می‌شود. از یک سو، مدیریت با استفاده از این کلمات، انتظار خود از عملکرد آینده شرکت را منعکس می‌کند. از سوی دیگر، این لحن می‌تواند مبنایی برای تصمیم‌گیری استفاده‌کنندگان و واکنش آنها به این انتظار باشد. در حقیقت، لحن گزارشگری عبارت است از اختلاف تعداد کلمات خوش‌بینانه (کلمات مثبت) و کلمات بدبینانه (کلمات منفی) (داویس و همکاران ۲۰۰۶: ۱۳). بر این اساس، هر چه عدد بزرگتر باشد، لحن خوشبینانه‌تر و هر چه عدد کوچکتر باشد، لحن بدبینانه‌تر خواهد بود.

در ایران تاکنون پژوهش‌های داخلی، کمتر به محتوای کیفی گزارش‌های پیش‌بینی سود توجه داشته‌اند و غالباً بر جنبه‌های کمی متمرکز بوده‌اند. در این راستا، صالح نژاد و وقفی (۱۳۹۵: ۱۰۳) در پژوهشی به بررسی ارتباط بین پیش‌بینی سود توسط مدیریت با ریسک و ارزش شرکت پرداختند. یافته‌های آن‌ها حاکی از وجود تأثیر معنادار پیش‌بینی سود هر سهم بر ارزش شرکت و عدم تأثیر این پیش‌بینی‌ها بر ریسک سهام شرکت می‌باشد. یزاززاده تربتی و همکاران (۱۳۹۵: ۲) نیز، به بررسی واکنش سرمایه‌گذاران بازار بورس اوراق بهادار تهران نسبت به اطلاعات نامشهود پرداختند. آن‌ها بر این

باورند که، بازار در اکثر موارد نسبت به اطلاعات نامشهود واکنش بیش از واقع نشان می‌دهد. بعلاوه، فروغی و آیسک (۱۳۹۴؛ ۱۳۹) نیز، در مقاله خود واکنش بازار به تعدیل منفی در سود هر سهم پیش‌بینی شده (خبر بد) و اعلام دیر هنگام این خبر را مورد بررسی قرار دادند. نتایج یافته‌های آن‌ها، بیانگر واکنش منفی بازار به خبر بد و واکنش مثبت بازار به اعلام دیر هنگام آن می‌باشد. از طرفی، بین اخبار بد دیر هنگام و زود هنگام، از نظر واکنش بازار تفاوتی یافت نشد. اما اعلام دیر هنگام اخبار خوب با یک واکنش مثبت مواجه گردید. صالحی و همکاران (۱۳۹۳؛ ۱۱۷) نیز، در مطالعه‌ای به این نتیجه رسیدند که، میان متغیرهای اعلان سود هر سهم و پیش‌بینی سود هر سهم با بازده غیر عادی سهام رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. همچنین، محتوای اطلاعاتی بیشتری را برای سود اعلان شده هر سهم در مقایسه با سود پیش‌بینی شده هر سهم تأیید نمودند. افزون بر این، اسکندرلی و همکاران (۱۳۹۳؛ ۱۱۷) در مقاله خود تحت عنوان «بررسی آثار پیش‌بینی‌های سود توسط مدیران» بیان کردند که، بازار به پیش‌بینی سود توسط مدیران واکنش نشان می‌دهد. در واقع، واکنش بازار به نخستین پیش‌بینی سود در مقابل تعدیل آن بیشتر بوده و حجم مبادلات سهام پس از اعلان پیش‌بینی سود افزایش یافته است. حیدرپور و خواجه محمود (۱۳۹۲) نیز، در پژوهش خود به این نتیجه رسیدند که پیش‌بینی سود هر سهم منتشر شده از جانب شرکت، مورد توجه بازار سرمایه و فعالان این بازار می‌باشد. نتایج پژوهش خالقی مقدم و آزاد (۱۳۸۳؛ ۳۵)، حاکی از وجود محتوای اطلاعاتی برای سود پیش‌بینی شده است. آن‌ها بین سود پیش‌بینی شده و بازده سهام به رابطه معناداری دست یافتند. در نهایت، جهان‌خانی و صفاریان (۱۳۸۲؛ ۶۱) طی مطالعه‌ای، مشاهده کردند که سود برآوردی هر سهم، دارای محتوای اطلاعاتی است و باعث تغییر جهت و حجم معاملات سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌شود.

در مجموع، با توجه به مبانی نظری و پیشینه پژوهش ارائه شده انتظار می‌رود لحن گزارش‌های پیش‌بینی سود، انتظارات مدیریت از عملکرد آتی را منعکس نماید. با این وصف، فرضیه اول پژوهش را می‌توان به شکل زیر بیان نمود:

فرضیه اول: لحن خوش‌بینانه (بدبینانه) در گزارش اولین پیش‌بینی سود هر سهم تأثیر مثبت (منفی) بر عملکرد آینده شرکت دارد.

چنانچه لحن اطلاعات مالی آتی، به درستی انتظار مدیران از عملکرد آینده شرکت را به بازار منعکس کند (فرضیه اول)، می‌توان انتظار داشت که سرمایه‌گذاران، با توجه به لحن استفاده شده در گزارشات مربوط به اطلاعات مالی، به نسبت، انتظارات خود از عملکرد آتی شرکت را تغییر دهند و در حوالی روزهای اعلان پیش‌بینی سود، به لحن استفاده شده پاسخ دهند. با این تحلیل، فرضیه دوم پژوهش را می‌توان به شکل زیر بیان نمود:

فرضیه دوم: میزان سطح غیرمنتظره لحن خوش‌بینانه (بدبینانه) در گزارش اولین پیش‌بینی سود هر سهم تأثیر مثبت (منفی) روی بازده بازار در حوالی روزهای تاریخ اعلان پیش‌بینی سود دارد.

۳- روش پژوهش

۳-۱- جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری این پژوهش شامل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۵ می‌باشد. از میان این شرکت‌ها، شرکت‌هایی که طی دوره پژوهش فعالیت مستمر داشته و وقفه معاملاتی بیش‌تر از شش ماه نداشته باشند در نظر گرفته می‌شوند. همچنین شرکت‌های سرمایه‌گذاری، بیمه، بانک‌ها و موسسات اعتباری، هلدینگ و لیزینگ به سبب ماهیت خاص فعالیت، حذف می‌شوند. لذا، با در نظر گرفتن شرایط فوق، تعداد ۱۴۰ شرکت انتخاب گردید. جهت تحلیل کیفی داده‌ها نیز، از نرم افزار مکس کیو دی ای استفاده شد. در نهایت، از تحلیل رگرسیون خطی چندگانه به منظور آزمون فرضیه‌های پژوهش استفاده گردید. بعلاوه، همبستگی بین متغیرهای پژوهش نیز مورد بررسی قرار گرفت.

۳-۲- مدل‌های پژوهش

برای سنجش فرضیه اول پژوهش مبنی بر اینکه لحن خوش‌بینانه (بدبینانه) در گزارش اولین پیش‌بینی سود هر سهم تأثیر مثبت (منفی) بر عملکرد آینده شرکت دارد، از مدل ۱ به شرح زیر استفاده می‌گردد:

مدل (۱)

$$FUTROA = \beta_0 + \beta_1 ROA_i + \beta_2 LOGREV_i + \beta_3 SURP_i + \beta_4 BEAT_i + \beta_5 LOSS_i + \beta_6 DA_i + \beta_7 BM_i + \beta_8 NETOPT_i + \sum_j \beta_{9j} I_{ij} + \sum_k \beta_{10k} YEAR_{ik} + \varepsilon_i$$

همچنین به منظور آزمون فرضیه دوم، مبنی بر اینکه میزان سطح غیرمنتظره لحن خوش‌بینانه (بدبینانه) در گزارش اولین پیش‌بینی سود هر سهم تأثیر مثبت (منفی) روی بازده بازار در حوالی روزهای تاریخ اعلان پیش‌بینی سود دارد، از مدل ۲ به شرح زیر استفاده می‌گردد:

مدل (۲):

$$CAR_i = \beta_0 + \beta_1 SURP_i + \beta_2 BEAT_i + \beta_3 LOSS_i + \beta_4 DA_i + \beta_5 BM_i + \beta_6 (NETOPT_i - LAGNETOPT_i) + \sum_j \beta_{7j} I_{ij} + \sum_k \beta_{8k} YEAR_{ik} + \varepsilon_i$$

در ادامه نحوه محاسبه متغیرها در نگاره ۱ ارائه می‌گردد.

نگاره ۱. متغیرهای پژوهش

متغیر	نوع متغیرها	علامت اختصاری	نحوه اندازه‌گیری
بازده آتی دارایی‌ها	متغیر وابسته	FUTROA	سود دوره آتی تقسیم بر دارایی‌ها در ابتدای دوره جاری.
بازده غیر منتظره بازار	متغیر وابسته	CAR	بازده بعد از انتشار اطلاعات منهای بازده قبل از انتشار اطلاعات. در این پژوهش، نزدیک‌ترین بازده بازار تا هفت روز کاری قبل و بعد از انتشار اطلاعیه به تاریخ انتشار، استفاده شده است.
لحن خوشبینانه (بدبینانه)	متغیر مستقل	NETOPT	اختلاف تعداد کلمات خوشبینانه (کلمات مثبت) و کلمات بدبینانه (کلمات منفی) به پیروی از داوویس و همکاران (۲۰۰۶؛ ۱۳). بر این اساس، هر چه عدد بزرگتر باشد، لحن خوشبینانه‌تر و هر چه عدد کوچکتر باشد، لحن بدبینانه‌تر خواهد بود.*
لحن غیر منتظره خوشبینانه	متغیر مستقل	(NETOPT-LAGNETOPT)	اختلاف تعداد کلمات خوشبینانه (کلمات مثبت) و کلمات بدبینانه (کلمات منفی) در مقایسه با سال قبل به پیروی از داوویس و همکاران (۲۰۰۶؛ ۱۴).
اندازه شرکت	متغیر کنترلی	LOGREV	لگاریتم طبیعی فروش
بازده دارایی‌ها	متغیر کنترلی	ROA	تقسیم مبلغ درآمد دوره بر دارایی ابتدای دوره
اختلاف سود واقعی هر سهم از سود پیش‌بینی شده هر سهم	متغیر کنترلی	SURP	اختلاف بین سود هر سهم واقعی و پیش‌بینی شده سال جاری تقسیم بر سود هر سهم واقعی در ابتدای دوره
اهرم مالی	متغیر کنترلی	DA	دارایی‌های جاری/ بدهی‌های جاری
نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهام	متغیر کنترلی	BM	نسبت ارزش دفتری سهام به ارزش بازار سهام
متغیر مجازی سود هر سهم	متغیر مجازی	BEAT	متغیر مجازی است و چنانچه $SURP \geq 0$ باشد یک و در غیر این صورت صفر خواهد بود.
زیان	متغیر مجازی	LOSS	متغیر مجازی است. چنانچه شرکت در سال جاری زیان‌آور باشد برابر یک و در غیر این صورت صفر خواهد بود.
صنعت	متغیر مجازی	ID	منعکس کننده متغیرهای مجازی مرتبط با کنترل اثرات صنعت می‌باشد. به طوری که اگر شرکتی عضو یک صنعت باشد مقدار آن یک و در غیر این صورت مقدار آن صفر است.
سال	متغیر مجازی	YEAR	منعکس کننده متغیرهای مجازی مرتبط با کنترل اثرات سال می‌باشد. به طوری که اگر شرکتی در سال مورد نظر فعالیت داشته باشد مقدار آن یک و در غیر این صورت مقدار آن صفر است.

* به عنوان مثال، گزارش اولین پیش‌بینی سود هر سهم شرکت سایپا آذین در سال ۱۳۹۵، حاوی ۱۲ کلمه خوشبینانه و ۱۷ کلمه بدبینانه می‌باشد. لذا همانطور که اشاره گردید، لحن گزارشگری از اختلاف تعداد کلمات خوشبینانه و بدبینانه محاسبه می‌شود. بر این اساس، عدد ناشی از این اختلاف ۵- می‌باشد که، بیانگر لحن بدبینانه است.

۴- تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه‌ها

۴-۱- آمار توصیفی

نگاره ۲، آمار توصیفی متغیرهای پژوهش را نشان می‌دهد. با توجه به نگاره مزبور، میانگین بازده غیرمنتظره، ۰/۴۳ است که می‌تواند حاکی از وضعیت مناسب شرکت نیز باشد میانگین لحن خوشبینانه، ۰/۹۹- می‌باشد. این میزان نشان‌دهنده این است که لحن مورد استفاده در گزارش‌ها، به طور معمول بدبینانه می‌باشد. از سوی دیگر، میانگین نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهام ۰/۵۲ است. لذا، استفاده از لحن بدبینانه در گزارش مدیران باعث افزایش نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار و کاهش

بازده دارایی‌ها می‌گردد. افزون بر این، میانگین مربوط به متغیر متغیر مجازی سود هر سهم، نشان دهنده این است که، ۰/۴۴ از شرکت‌ها به درآمدی بیش از مقدار پیش‌بینی دست یافتند. بعلاوه، میانگین زیان نشان می‌دهد که تقریباً ۱۴ درصد از شرکت‌ها زیان شناسایی نمودند. افزون بر این، میانگین اهرم مالی ۰/۶۳ و حاکی از نسبت تقریباً بالای بدهی شرکت‌ها است. لذا، بیانگر استقراض قابل توجه شرکت‌ها برای دستیابی به عملکرد مورد نظر می‌باشد.

نگاره ۲. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	میانگین	میانۀ	انحراف معیار	کمینه	بیشینه
بازده آتی دارایی‌ها	۰/۱۳	۰/۱۰	۰/۱۹	-۰/۵۴	۱/۲۱
بازده دارایی‌ها	۰/۱۴	۰/۱۱	۰/۲۲	-۱/۴۷	۱/۲۱
بازده غیرمنتظره بازار	۰/۴۳	-۰/۰۵	۶/۴۲	-۳۴/۵۶	۴۷/۸۴
لحن خوشبینانه	-۰/۹۹	۰/۰۰	۶/۶۳	-۳۵	۱۵
لحن غیر منتظره خوشبینانه	-۱/۱۲	۰/۰۰	۶/۷۲	-۳۰	۳۳
اندازه شرکت	۱۳/۷۹	۱۳/۶۸	۱/۶۷	۸/۵۵	۱۹/۸۱
اختلاف سود واقعی و پیش‌بینی هر سهم	-۰/۰۱	-۰/۰۱	۲/۴۹	-۱۸/۳۹	۱۷/۴۳
نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهام	۰/۵۲	۰/۴۶	۰/۵۴	-۲/۹۵	۵/۱۰
متغیر مجازی سود هر سهم	۰/۴۴	۰/۰۰	۰/۵۰	۰/۰۰	۱
زیان	۰/۱۵	۰/۰۰	۰/۳۵	۰/۰۰	۱
اهرم مالی	۰/۶۳	۰/۶۲	۰/۲۵	۰/۰۹	۲/۳۸

مطابق نگاره ۳، میزان همبستگی بین بازده آتی دارایی‌ها با متغیرهای لحن خوشبینانه، ۰/۰۶، لحن غیر منتظره خوشبینانه، ۰/۰۴-، بازده غیر منتظره ۰/۰۷، اندازه شرکت، ۰/۰۳، اختلاف سود واقعی هر سهم از سود پیش‌بینی شده هر سهم، ۰/۰۳ و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهام ۰/۰۲- می‌باشد. این میزان همبستگی بسیار اندک است. لذا، می‌توان اذعان نمود همبستگی معناداری بین آن‌ها وجود ندارد. ولی، همبستگی بین بازده آتی دارایی‌ها با متغیرهای بازده دارایی‌ها، ۰/۶۴، متغیر مجازی سود هر سهم، ۰/۳۶، زیان، ۰/۵۳- و اهرم مالی، ۰/۵۱- می‌باشد. در واقع، همبستگی بین بازده آتی دارایی‌ها و بازده دارایی‌ها و متغیر مجازی سود هر سهم مثبت و معنادار می‌باشد. زیرا، بازده دارایی‌ها امکان ارزیابی میزان کارایی مصرف منابع شرکت را فراهم می‌کند. بعلاوه، هر چه این نسبت بالاتر باشد عملکرد شرکت بهتر خواهد بود (مرادی و همکاران، ۱۳۹۳؛ ۱۴۳). از طرفی، سرمایه‌گذاران جهت سرمایه‌گذاری بهینه به دنبال شرکت‌هایی هستند که بازده آتی مورد انتظار را داشته باشد (تهرانی و خجسته، ۱۳۸۷: ۲). از طرفی، همبستگی بین بازده آتی دارایی‌ها و متغیرهای زیان و اهرم مالی، منفی و معنادار است. یعنی با افزایش بدهی‌ها و به تبع آن افزایش اهرم مالی، ریسک ورشکستگی شرکت‌ها افزایش می‌یابد و شرکت در وضعیت نامناسبی قرار می‌گیرد (ودیدی و همکاران، ۱۳۹۱؛ ۱۰۱).

نگاره ۳. همبستگی متغیرهای پژوهش

ردیف	۱	۲	۳	۴	۵	۶	۷	۸	۹	۱۰	۱۱
متغیر	بازده آتی دارایی ها	بازده غیر منتظره بازار	لحن خوشبینانه (بدبینانه)	لحن غیر منتظره خوشبینانه (بدبینانه)	بازده دارایی	اندازه شرکت	اختلاف سود واقعی و سود پیش‌بینی شده هر سهم	متغیر مجازی سود هر سهم	زیان	اهرم مالی	ارزش دفتری به ارزش بازار سهام
۱	۱										
۲	۰/۰۷	۱									
۳	۰/۰۶	۰/۰۰	۱								
۴	-۰/۰۴	۰/۰۳	۰/۳۴	۱							
۵	۰/۶۴	۰/۰۱	۰/۰۵	۰/۰۰	۱						
۶	۰/۰۳	۰/۰۱	۰/۰۸	۰/۰۲	۰/۰۹	۱					
۷	۰/۰۳	۰/۰۴	۰/۰۳	۰/۰۱	۰/۰۲	۰/۰۰	۱				
۸	۰/۳۶	۰/۰۷	۰/۰۴	۰/۰۸	۰/۰۶	۰/۰۵	۰/۰۲	۱			
۹	-۰/۵۳	-۰/۰۶	-۰/۰۵	-۰/۰۳	-۰/۳۷	-۰/۰۶	۰/۰۰	-۰/۳۲	۱		
۱۰	-۰/۵۱	-۰/۰۴	۰/۰۳	۰/۰۷	-۰/۵۵	۰/۱۴	۰/۰۲	۰/۳۱	۰/۳۱	۱	
۱۱	-۰/۰۲	۰/۰۵	۰/۰۵	-۰/۰۲	-۰/۰۴	-۰/۰۲	۰/۰۲	-۰/۳۵	۰/۰۶	-۰/۳۵	۱

در این راستا، کای و ژانگ^{۱۶} (۲۰۰۵؛ ۱۹) بیان نمودند شرکت‌هایی که اهرم مالی بالایی دارند ارتباط معکوس بین تغییرات اهرم و بازده سهام آن‌ها شدیدتر است. یافته‌های پژوهش غلامیان و آموزش (۱۳۹۱؛ ۱)، حاکی از وجود رابطه منفی و معنادار بین زیان و بازده سهام شرکت‌ها می‌باشد. همچنین، میزان همبستگی بین بازده غیر منتظره بازار و متغیرهای لحن خوشبینانه، ۰/۰۰، لحن غیر منتظره خوشبینانه، ۰/۰۳، بازده آتی دارایی‌ها ۰/۰۷، بازده دارایی‌ها، ۰/۰۱، اندازه شرکت، ۰/۰۱، اختلاف سود واقعی هر سهم از سود پیش‌بینی شده هر سهم، ۰/۰۴، متغیر مجازی سود هر سهم، ۰/۰۷، زیان، ۰/۰۶، اهرم مالی، -۰/۰۴ و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهام ۰/۰۵ می‌باشد. این میزان

همبستگی بسیار اندک و قابل چشم پوشی است. لذا، می‌توان نتیجه گرفت که همبستگی معناداری بین آن‌ها وجود ندارد.

۴-۲- نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش

قبل از بیان نتایج ناشی از آزمون فرضیه‌ها، برای اثبات عدم همخطی بین متغیرهای مستقل از ضرایب برآوردی عامل تورم واریانس استفاده گردید. نتایج حاکی از عدم همخطی بین متغیرهای مستقل پژوهش می‌باشد. همچنین، نگاره ۴، نتایج آزمون آماری فرضیه اول پژوهش را نشان می‌دهد. با توجه به آماره فیشر (۴۸/۷۵) و سطح معناداری آن (۰/۰۰)، می‌توان اذعان نمود که در سطح اطمینان ۹۵ درصد، الگوی پژوهش معنادار است. همچنین مقدار ضریب تعیین تعدیل شده برابر با ۰/۶۵ می‌باشد که اختلاف چندانی با ضریب تعیین نداشته و نشان‌دهنده عدم وجود رگرسیون کاذب می‌باشد. بعلاوه، آماره دوربین واتسون نیز، ۱/۸۵ است؛ که حاکی از عدم وجود خودهمبستگی است. همچنین، آماره تی و سطح معناداری متغیرهای لحن خوشبینانه، ۱/۹۷ و ۰/۰۴، بازده دارایی‌ها، ۸/۹۳ و ۰/۰۰، اندازه شرکت، ۲/۱۴ و ۰/۰۰، متغیر مجازی سود هر سهم، ۷/۹۶ و ۰/۰۰، می‌باشد. از این رو می‌توان استنباط کرد که متغیرهای لحن خوشبینانه (بدبینانه) تأثیر مثبت و معناداری روی بازده دارایی‌ها، اندازه شرکت، متغیر مجازی سود هر سهم و بازده آتی دارایی‌ها می‌گذارند. سینکا^{۱۷} و همکاران (۲۰۰۵؛ ۴۴) نیز، در پژوهشی نشان دادند، بین اندازه شرکت (لگاریتم طبیعی فروش) و عملکرد شرکت رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. بعلاوه، آماره تی و سطح معناداری متغیرهای زیان، ۸/۲۱- و ۰/۰۰، اهرم مالی، ۹/۵۹- و ۰/۰۰ و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار، ۶/۲۳- و ۰/۰۰ می‌باشد.

نگاره ۴. ارتباط لحن گزارشگری مالی و عملکرد آتی (فرضیه اول)

$$FUTROA = \beta_0 + \beta_1 ROA_i + \beta_2 LOGREV_i + \beta_3 SURP_i + \beta_4 BEAT_i + \beta_5 LOSS_i + \beta_6 DA_i + \beta_7 BM_i + \beta_8 NETOPT_i + \sum_j \beta_{9j} ID_{ij} + \sum_k \beta_{10k} YEAR_{ik} + \varepsilon_i$$

متغیر	ضریب	آماره تی	سطح معناداری
لحن خوشبینانه (بدبینانه)	۰/۰۰	۱/۹۷	۰/۰۴
بازده دارایی‌ها	۰/۲۵	۸/۹۳	۰/۰۰
اندازه شرکت	۰/۰۱	۲/۱۴	۰/۰۳
اختلاف سود واقعی و سود پیش‌بینی شده هر سهم	۰/۰۰	۰/۵۸	۰/۵۶
متغیر مجازی سود هر سهم	۰/۰۸	۷/۹۶	۰/۰۰
زیان	-۰/۱۲	-۸/۲۱	۰/۰۰
اهرم مالی	-۰/۲۶	-۹/۵۹	۰/۰۰
نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهام	-۰/۰۶	-۶/۲۳	۰/۰۰
اثر سال و صنعت، کنترل گردید			
ضریب تعیین	۰/۶۷		
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۶۵		
آماره فیشر	۴۸/۷۵		
(سطح معناداری)	(۰/۰۰)		
آماره دوربین واتسون	۱/۸۵		

در مجموع، نتایج حاکی از آن است که متغیرهای زیان، اهرم مالی و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار تأثیر منفی و معناداری روی بازده آتی دارایی‌ها دارند. زیرا همانطور که قبلاً بیان گردید، با افزایش بدهی‌ها و به تبع آن افزایش اهرم مالی، ریسک ورشکستگی شرکت‌ها افزایش می‌یابد و شرکت در وضعیت نامناسبی قرار می‌گیرد (ودیعی و همکاران، ۱۳۹۱: ۱۰۱). ولی اختلاف سود واقعی هر سهم از سود پیش‌بینی شده هر سهم هیچگونه تأثیری روی بازده آتی دارایی‌ها ندارند. زیرا، سطح معناداری ۰/۵۶ و بیشتر از ۵ درصد است. در نهایت، بر اساس مطالب فوق، فرضیه اول پژوهش تأیید می‌شود.

نگاره ۵، نتایج آزمون آماری فرضیه دوم پژوهش را نشان می‌دهد. مطابق نگاره مزبور، آماره فیشر و سطح معناداری آن به ترتیب ۱/۲۱ و ۰/۳۰ می‌باشد. این میزان بیانگر، عدم معناداری الگوی پژوهش است. بعلاوه، آماره دوربین واتسون نیز، ۲/۱۴ است؛ که حاکی از عدم وجود خودهمبستگی است.

همچنین، سطح معناداری متغیرهای لحن غیر منتظره خوشبینانه (بدبینانه)، ۰/۶۸، اختلاف سود واقعی هر سهم از سود پیش‌بینی شده هر سهم، ۰/۲۶، متغیر مجازی سود هر سهم، ۰/۲۲، زیان، ۰/۴۲، اهرم مالی، ۰/۶۳ و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار، ۰/۴۲ می‌باشد. لذا می‌توان استنباط کرد که متغیرهای مزبور هیچگونه تأثیری روی بازده غیر منتظره بازار ندارند. زیرا، سطح معناداری آن‌ها بیشتر از ۵ درصد می‌باشد. در نهایت، بر اساس مطالب فوق، فرضیه دوم پژوهش رد می‌شود. زیرا، همانطور که پیش‌تر گفته شد، قیمت‌ها نسبت به اخبار سودهای قبلی واکنش کمتری نشان می‌دهند. از سوی دیگر، پیرامون تاریخ افشاء پیش‌بینی سود، واکنش بازار به اطلاعات نامتقارن بیشتر است (آباربانل و کیم، ۲۰۱۰؛ ۳۶). یکی از اثرات اطلاعات نامتقارن، ایجاد مانع بر سر راه فعالیت درست بازار می‌باشد. در حقیقت، یکی از مضامین بازار سرمایه نوسانات متناوب قیمت اوراق بهادار می‌باشد. بنابراین، اگر شرکتی سود خالص گزارش نماید قیمت سهام آن باید در همان روز واکنش نشان داده و افزایش یابد. در حالی که اگر در نبود اطلاعات بعدی، افزایش قیمت سهام آن روز در روزهای آتی تداوم یافت، این امر حاکی از ناکارایی بازار می‌باشد (حساس یگانه و امیدی، ۱۳۹۳؛ ۳۲).

نگاره ۵. ارتباط لحن گزارشگری مالی و بازده بازار در حوالی روزهای اعلان پیش‌بینی سود (فرضیه دوم)

$$CAR_i = \beta_0 + \beta_1 SURP_i + \beta_2 BEAT_i + \beta_3 LOSS_i + \beta_4 DA_i + \beta_5 BM_i + \beta_6 (NETOPT_i - LAGNETOPT_i) + \sum_j \beta_{7j} ID_{ij} + \sum_k \beta_{8k} YEAR_{ik} + \varepsilon_i$$

متغیر	ضریب	آماره تی	سطح معناداری
لحن غیر منتظره خوشبینانه (بدبینانه)	۰/۰۴	۰/۸۵	۰/۳۹
اختلاف سود واقعی و سود پیش‌بینی شده هر سهم	۰/۱۱	۱/۱۳	۰/۲۶
متغیر مجازی سود هر سهم	۰/۶۶	۱/۲۳	۰/۲۲
زبان	-۰/۶۴	-۰/۸۱	۰/۴۲
اهرم مالی	-۰/۵۵	-۰/۴۸	۰/۶۳
نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهام	-۰/۴۱	۰/۸۲	۰/۴۲
اثر سال و صنعت، کنترل گردید			
ضریب تعیین	۰/۰۱		
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۰۰		
آماره فیشر	۱/۲۱		
(سطح معناداری)	(۰/۳۰)		
آماره دوربین واتسون	۲/۱۴		

۵- نتیجه‌گیری و پیشنهادها

هدف پژوهش حاضر، بررسی رابطه لحن گزارشگری مالی، به عنوان یکی از جنبه‌های مهم اطلاعات کیفی گزارش‌های مالی، با عملکرد آتی شرکت و بازده بازار حول روزهای انتشار گزارش‌های مالی می‌باشد. یافته‌ها حاکی از آن است که مدیران از طریق لحن، انتظارات خود از عملکرد آتی شرکت را در گزارش‌های مالی منعکس می‌نمایند. نتایج بدست آمده، با فرضیه تعدیل انتظارات آجینکیا و گیفن (۱۹۸۴؛ ۴۲۶) که در آن فرض می‌شود مدیران پیش‌بینی‌های خود را جهت همراه کردن انتظارات سرمایه‌گذاران با انتظارات خود افشا می‌سازند، سازگار است. تتلاک و همکاران (۲۰۰۸؛ ۱۴۶۴) و داویس و همکاران (۲۰۰۶؛ ۲۶) نیز به ارتباط مثبت بین لحن گزارش‌های سود با عملکرد آتی شرکت‌ها پی بردند. لذا، نتایج یافته‌های آن‌ها با پژوهش حاضر سازگار است.

با این حال، مطابق بررسی‌های صورت گرفته، بازار در روزهای حول انتشار درآمد واکنش معنی‌داری به لحن مورد استفاده در گزارش اولین پیش‌بینی سود هر سهم نمی‌دهد. البته، این احتمال وجود دارد که بازار با تأخیر به لحن مورد استفاده پاسخ دهد. برای روشن‌تر شدن این موضوع، هنری^{۱۸} (۲۰۰۸؛ ۳۹۶) در پژوهشی مشابه، به این نتیجه رسید که بین لحن و پاسخ با تأخیر بازار رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. لذا به پژوهشگران آتی پیشنهاد می‌گردد در پژوهش‌های آتی اثر افزایش بازه زمانی واکنش بازار از چند روز به چند هفته یا ماه را مورد بررسی قرار دهند. بعلاوه در سایر حوزه‌هایی نظیر پیش‌بینی ورشکستگی، نقش لحن را مورد بررسی قرار دهند. در تفسیر نتایج این پژوهش، بایستی به این محدودیت توجه نمود که کلمات موجود در هر یک از فهرست‌های کلمات

مثبت و منفی پژوهش‌های موجود، لزوماً ممکن است همه مفاهیم مثبت و منفی را احصا نکند. بنابراین پیشنهاد می‌شود پژوهش‌هایی آتی در زمینه تهیه فهرستی که گستره جامع‌تری از کلمات مثبت و منفی و خاص بازار سرمایه ایران را دربرداشته باشد، اقدام نمایند.

یادداشت‌ها

- | | |
|-----------------------------|--------------------------|
| 1- Rees & Siavaramakrishnan | 11- Graham |
| 2-Ajinkya & Gift | 12- Abarbanell & Kim |
| 3-Riley | 13- Melloni |
| 4-Elliott | 14- Tausczik & ennebaker |
| 5-Loughran & McDonald | 15- Davis |
| 6-Purda & Skillicorn | 16- Tetlock |
| 7-Humpherys | 17- Cai& Zhang |
| 8-Latridis | 18- Cinca |
| 9-Kumas & William | 19- Henry |

کتابنامه

۱. احمدپور، احمد؛ رحمانی فیروز جانی، مجید. (۱۳۸۶). بررسی تأثیر اندازه شرکت و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار بر بازده سهام (بورس اوراق بهادار تهران)، *مجله تحقیقات اقتصادی*: ۴۲، (۷۹): ۱۹-۳۷.
۲. آقاییک زاده، مهدی؛ فروغی، داریوش. (۱۳۹۶). بررسی واکنش بازار سهام به اخبار هم‌زمان سودهای میان دوره‌ای و پیش‌بینی سودهای سالیانه، *فصلنامه حسابداری مالی*: ۹، (۴): ۱۲۴-۱۴۹.
۳. اعتمادی، حسین؛ مومنی، منصور؛ فرج زاده دهکردی، حسن. (۱۳۹۱). مدیریت سود، چگونه کیفیت سود شرکت‌های را تحت تأثیر قرار می‌دهد؟، *فصلنامه پژوهش‌های حسابداری مالی*: ۴، (۲): ۱۰۱-۱۲۲.
۴. اسکندری، طاهر؛ دستگیر، محسن؛ قائمی، محمدحسین. (۱۳۹۳). بررسی آثار پیش‌بینی‌های سود توسط مدیران، *فصلنامه دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت*: ۳، (۱۰): ۱۱۷-۱۳۳.
۵. بزرگ اصل، موسی؛ صالح زاده، بیستون. (۱۳۹۴). رابطه توانایی مدیریت و پایداری سود با تأکید بر اجزای تعهدی و جریان‌های نقدی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، *مجله دانش حسابرسی*: ۱۴، (۵۸): ۱۵۳-۱۷۰.
۶. بزازاده تربتی، حمیدرضا؛ ملکیان، اسفندیار؛ کامیابی، یحیی. (۱۳۹۵). واکنش بازار نسبت به اطلاعات نامشهود: نقش تعدیل‌کننده سرمایه‌گذاران نهادی، *فصلنامه حسابداری مالی*: ۸، (۳۱): ۱-۲۹.
۷. تهرانی، رضا؛ خجسته، محمدعلی. (۱۳۸۷). رابطه بهره‌وری سرمایه با بازده آتی سهام و تأثیر آن بر استراتژی‌های سرمایه‌گذاری ارزشی و رشدی، *فصلنامه علوم مدیریت ایران*: ۳، (۱۱): ۱-۲۰.
۸. جهان‌خانی، علی؛ صفاریان، امیر. (۱۳۸۲). واکنش بازار سهام نسبت به اعلان سود برآوردی هر سهم در بورس اوراق بهادار تهران، *فصلنامه تحقیقات مالی*: ۵، (۲): ۶۱-۸۲.

۹. حسینی، سید علی؛ فصیحی، صغری؛ محمودیان، نسیم. (۱۳۹۴). نقش تحلیل متن و بازیابی اطلاعات در حوزه حسابداری، مجله پژوهش حسابداری. ۵(۲۵): ۴-۴۶.
۱۰. حساس یگانه، یحیی؛ امیدی، الهام. (۱۳۹۳). رابطه کیفیت اطلاعات حسابداری، تأخیر واکنش قیمت و بازدهی آتی سهام، فصلنامه تجربی حسابداری مالی ۱۱(۴۲): ۳۱-۵۸.
۱۱. حصارزاده، رضا؛ ساعی، محمدجواد؛ غلامی مقدم، فائزه. (۱۳۹۶). بکارگیری الگوی واژه محور جهت شناسایی تقلب در گزارشگری مالی: شواهدی از یک مطالعه اکتشافی، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه فردوسی مشهد.
۱۲. رهنمای رود پشته، فریدون؛ نیکو مرام، هاشم؛ نونهال نهر، علی اکبر. (۱۳۹۱). ارزیابی تأثیر رویکردهای قضاوتی و شناختی زبان در گزارش‌های توضیحی حسابداری، فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی: ۱۹ (۲): ۴۷-۷۲.
۱۳. صالح نژاد، حسن؛ وقفی، حسام. (۱۳۹۵). تأثیر پیش‌بینی سود توسط مدیریت بر ریسک و ارزش شرکت، مجله مدیریت مالی: ۴ (۱۲): ۱۰۳-۱۲۲.
۱۴. صالحی، مهدی؛ موسوی شیری، سید محمود؛ ابراهیمی سوزی، محمد. (۱۳۹۳). محتوای اطلاعاتی سود اعلان شده و پیش‌بینی شده هر سهم در تبیین بازده غیرعادی سهام، فصلنامه پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی: ۶ (۲۱): ۱۱۷-۱۴۰.
۱۵. طالب‌نیا، قدرت اله؛ حسین‌پور، یعقوب. (۱۳۸۹). بررسی مقایسه‌ای خطای پیش‌بینی EPS و DPS در ارتباط با بازده سهام شرکت‌ها، مجله مهندسی مالی و مدیریت پرتفوی: ۱ (۲): ۲۳-۴۲.
۱۶. غلامیان، نجمه؛ آموزش، نصرالله. (۱۳۹۱). اثر محافظه‌کاری حسابداری، بازده سهام و اندازه بر زیان‌دهی شرکت‌ها، اولین همایش ملی مدیریت، حسابداری و مهندسی صنایع سازمان‌ها، دانشگاه بین‌المللی خلیج فارس.
۱۷. غلامی مقدم، فائزه؛ حصارزاده، رضا؛ ساعی، محمد جواد. (۱۳۹۷). معیارهای واژه محور و معیارهای سنتی تقلب در گزارش‌های مالی: شواهدی از یک مطالعه اکتشافی، فصلنامه راهبرد مدیریت مالی: ۶ (۱): ۷۶-۱۰۰.
۱۸. فروغی، داریوش؛ آیسک، سید سعید مهرداد. (۱۳۹۴). بررسی واکنش بازار به زمان اعلام سود هر سهم پیش‌بینی شده، فصلنامه پژوهش‌های تجربی حسابداری: ۵ (۱۷): ۱۳۹-۱۶۲.
۱۹. قائمی، محمد حسین؛ بیات، علی؛ اسکندرلی، طاهر. (۱۳۹۰). بررسی عوامل موثر بر محتوای اطلاعاتی اعلان سودهای فصلی، فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی: ۱۸ (۶۵): ۱۱۵-۱۳۰.
۲۰. کرمی، غلامرضا؛ مهرانی، ساسان؛ اسکندر، هدی. (۱۳۸۹). بررسی تئوری نمایندگی و تئوری علامت دهی در سیاست‌های تقسیم سود: نقش سرمایه‌گذاران نهادی، مجله پیشرفت‌های حسابداری دانشگاه شیراز: ۲ (۲): ۱۰۹-۱۳۲.
۲۱. کردستانی، غلامرضا؛ نصیرلو، صابر. (۱۳۹۴). تأثیر مدیریت سود بر واکنش بازار به سود غیر منتظره، مجله بررسی‌های حسابداری: ۲ (۷): ۱۱۱-۱۲۳.

۲۲. مشکئی، مهدی؛ عاصی ربانی، محمود. (۱۳۹۰). بررسی رابطه بین خطای پیش‌بینی سود با بازده غیر عادی سهام و ریسک سیستماتیک بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی: ۱۸ (۶۶): ۵۳-۶۸.

۲۳. مرادی، جواد؛ رستمی، راحله؛ زارع، رضا. (۱۳۹۳). شناسایی عوامل موثر بر احتمال وقوع تقلب در گزارشگری مالی از دید حساب‌برسان و بررسی تأثیر آنها بر عملکرد شرکت، مجله پیشرفت‌های حسابداری: ۶ (۱): ۱۴۱-۱۷۳.

۲۴. مرادزاده فرد، مهدی؛ محرم زاده، ناهید. (۱۳۹۶). آزمون تئوری علامت‌دهی و تئوری‌های سودهای پیشین در رابطه میان تقسیم سود و سودآوری آتی، مجله دانش حسابداری مالی: ۴ (۴): ۱۰۱-۱۱۸.

۲۵. نظری، هنگامه؛ حصارزاده، رضا؛ عباس‌زاده، محمد رضا. (۱۳۹۵). بررسی تأثیر ساخت زبان گزارش‌های مالی بر میزان تمایل به سرمایه‌گذاری، مجله پژوهش‌های حسابداری مالی: ۸ (۴): ۵۵-۷۶.

۲۶. ودیعی، محمدحسین؛ شورورزی، محمدرضا؛ مرادی، احمد. (۱۳۹۱). ارتباط اهرم مالی با بازده سهام و سود تقسیمی سال جاری، دهمین همایش ملی حسابداری ایران، تهران، دانشگاه الزهرا.

۲۷. وکیلی فرد، حمیدرضا؛ عربی، مهدی؛ حسن پور، شیوا. نقش رفتارهای فرصت طلبانه مدیران در انحراف سودهای پیش‌بینی شده، مجله بررسی‌های حسابداری: ۱ (۴): ۸۱-۹۵.

28. Abarbanell, J., Kim, S. (2010). "Why Returns on Earnings Announcement Days are More Informative Than Other Days" Kenan flagler business school university of North Carolina at Chapel Hill.

29. Ajinkya, B., & Gift. (1984). Corporate managers' earnings forecasts and symmetrical adjustments of market expectations. *Journal of Accounting Research*, 22(2):44-425.

30. Cai, J., & Zhang, Z. (2005). *Capital structure dynamics and stock returns*, The university of Iowa, Department of finance. working paper (January) WWW. FMA.

31. Cinca, C. S., Molinero, C. M., & Larraz, J. G. (2005). Country and size effects in financial ratios: A European perspective. *Global Finance Journal*, 16(1): 26-47.

32. Davis, A., Piger, J., & Sedor, L. (2012). Beyond the Numbers: Measuring the Information Content of Earnings Press Release Language. *Contemporary Accounting Research*, 29(3): 845-868.

33. Elliott, W. B., Rennekamp, K. M., & White, B. J. (2012). Does Highlighting Concrete Language in Disclosures Mitigate Home Bias?.

34. Graham, J., Harvey, C., & Rajgopal, S. (2005). The economic implications of corporate reporting. *Journal of Accounting and Economics*, 40(1-3): 3-37.

35. Henry, E. (2008). Are investors influenced by how earnings press releases are written?. *The Journal of Business Communication* (1973), 45(4): 363-407.

36. Humpherys, S. L., Moffitt, K. C., Burns, M. B., Burgoon, J. K., & Felix, W. F. (2011). "Identification of fraudulent financial statements using linguistic credibility analysis". *Decision Support Systems*, 50(3): 585-594.

37. Kumas, A., & Cready, W. (2015). Aggregate Market Attention Around Earnings Announcements.
38. Iatridis, G. E. (2016). Financial reporting language in financial statements: Does pessimism restrict the potential for managerial opportunism?. *International Review of Financial Analysis*, 45: 1-17.
39. Loughran, T., & McDonald, B. (2016). Textual Analysis in Accounting and Finance: A survey. *Journal of Accounting Research*, 54(4):1187-1230.
40. Loughran, T., & McDonald, B. (2011). When Is a Liability Not a Liability? Textual Analysis, Dictionaries, and 10-Ks. *Journal of Finance*, 66: 35-65.
41. Melloni, G., Stacchezzini, R., & Lai, A. (2016). The tone of business model disclosure: an impression management analysis of the integrated reports. *Journal of Management & Governance*, 20(2): 295-320.
42. Purda, L., & Skillicorn, D. (2015). "Accounting variables, deception, and a bag of words: assessing the tools of fraud detection". *Contemporary Accounting Research*, 32(3):1193-1223.
43. Rees, L., & Siavaramakrishnan, K. (2007). The Effect of Meeting or Beating Revenue Forecasts on the Association between Quarterly Returns and Earnings Forecast Errors. *Contemporary Accounting Research*, 24(1): 259-290.
44. Riley, T. J., Semin, G. R., & Yen, A. C. (2013). Patterns of language use in accounting narratives and their impact on investment-related judgments and decisions. *Behavioral Research in Accounting*, 26(1): 59-84.
45. Tausczik, Y. R., & Pennebaker, J. W. (2010). The psychological meaning of words: LIWC and computerized text analysis methods. *Journal of language and social psychology*, 29(1): 24-54.
46. Tetlock, P. C., Saar-Tsechansky, M., & Macskassy, S. (2008). More than words: Quantifying language to measure firms' fundamentals. *The Journal of Finance*, 63(3): 1437-1467.