



بررسی رابطه بین تغییرات افشای اطلاعات آینده نگر و ارزش

شرکت‌ها با عملکرد خوب و ضعیف با رویکرد ایستا و پویا

اکرم تفتیان*

چکیده

پیش‌بینی‌های آینده‌نگر انجام شده توسط مدیران، منوط به عملکرد سود شرکت است که به نوبه خود ممکن است کیفیت پیش‌بینی‌های مدیران را برای افشای اطلاعات آینده نگر تحت تأثیر قرار دهد. هدف اصلی این مقاله بررسی ارتباط بین تغییر افشای اطلاعات آینده نگر و ارزش شرکت‌ها با عملکرد خوب و ضعیف ۱۷۸ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. به منظور افزایش درجه اطمینان نسبت به نتایج حاصل از آزمون فرضیات، از روش رگرسیون داده‌های تابلویی ایستا و پویا استفاده شد. پس از مشاهده و آزمون اطلاعات ۱۹۵۶ سال- شرکت در بازه زمانی ۱۳۹۲-۱۴۰۲ نتایج برآورد بیانگر این است که در دو حالت ایستا و پویا متغیر تغییر افشای اطلاعات آینده‌نگر تأثیر مثبت و معنی‌داری بر ارزش شرکت با دو معیار (کیوتوبین و کیوتوبین تعدیل شده) دارد. همچنین تغییر در افشای اطلاعات آینده نگر بر کیوتوبین و کیوتوبین تعدیل شده با عملکرد خوب و ضعیف در هر دو الگو تأثیر معنی‌داری دارد. افشا و تغییر سالانه اطلاعات آینده‌نگر یا عدم افشا و عدم تغییر آن تبعاتی برای شرکت‌ها و مدیران شرکت‌های با عملکرد خوب و ضعیف دارد. علیرغم الزام شرکت‌ها به افشای اطلاعات آینده‌نگر مطابق دستورالعمل اجرایی افشای اطلاعات توسط شرکت‌های بورسی، مدیران با انگیزه‌های مختلفی ممکن است به تغییر سالانه افشای اطلاعات آینده‌نگر و یا عدم تغییر در آن اقدام نمایند.

واژه‌های کلیدی: افشای اطلاعات آینده‌نگر، ارزش شرکت، عملکرد خوب

* دانشیار، گروه حسابداری، واحد یزد، دانشگاه آزاد اسلامی، یزد، ایران.

تاریخ دریافت: ۱۴۰۲/۰۲/۱۲

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۴/۰۶/۱۱

DOI: 10.22034/arfr.2025.395579.1924

و ضعیف، رویکرد ایستا و پویا.

مقدمه

افشای اطلاعات مالی تبعات منفی عدم تقارن اطلاعاتی، نظیر افزایش هزینه تأمین مالی، ریسک مالی و نوسانات قیمت سهام را کاهش می‌دهد و منجر به بهبود شفافیت مالی و رونق بازار سرمایه می‌گردد (الزهار و همکاران، ۲۰۱۵). اطلاعات مالی تاریخی (گذشته‌نگر) به تنهایی نمی‌توانند به سرمایه‌گذاران در روند تصمیم‌گیری کمک کنند (فتوحی خانکهدانی و همکاران، ۱۴۰۰). به عبارت دیگر اطلاعات مالی سنتی یا گذشته‌نگر برای تصمیم‌گیری منطقی کافی نیست و سرمایه‌گذاران و سایر استفاده‌کنندگان صورت‌های مالی نیاز به اطلاعات مرتبط با برنامه‌های آینده شرکت‌ها دارند و به همین دلیل، اهمیت گزارش داده‌های غیرمالی به‌ویژه نوع، دامنه و نحوه ارائه اطلاعات آینده‌نگر در حال افزایش است (منیر و همکاران، ۲۰۲۴). یکپارچگی اطلاعات گذشته‌نگر و آینده‌نگر شرکت‌ها به دلیل داشتن محتوای اطلاعاتی بر تصمیم‌گیری استفاده‌کنندگان تأثیرگذار است (کیلیچ و کوزی، ۲۰۱۸). همچنین امروزه افشای اطلاعات به اطلاعات مالی در زمینه گزارش‌های مالی محدود نمی‌شود و اغلب مجموعه‌ای از اطلاعات غیرمالی (مثل اطلاعات آینده‌نگر) را نیز شامل می‌شود که برای تصمیم‌گیری‌های استفاده‌کنندگان مؤثر است (محبوب، ۲۰۱۹). از طرف دیگر افشای اطلاعات آینده‌نگر در صورتی که نسبت به سال قبل تغییر نکرده باشد به‌طور بالقوه فاقد محتوای اطلاعاتی خواهد بود مخصوصاً زمانی که عملکرد شرکت تغییر معناداری نداشته باشد (خدای پور و جاننتی، ۱۳۹۵). همچنین پیش‌بینی‌های آینده‌نگر انجام‌شده توسط مدیران، منوط به عملکرد شرکت است که به‌نوبه خود ممکن است کیفیت پیش‌بینی‌های مدیران را به‌عنوان معیاری برای افشای اطلاعات آینده‌نگر تحت تأثیر قرار دهد (حسن و مارستون، ۲۰۱۰). تعداد زیادی از پژوهش‌های گذشته بر چگونگی تأثیر عملکرد شرکت بر افشای اطلاعات کمی مالی تأکید می‌کنند. مدیران برای نشان دادن کارایی خود تمایل به تغییر گزارش‌های آینده‌نگر در پاسخ به تغییرات عملکرد مالی شرکت دارند (مرکلی، ۲۰۱۴).

با توجه به شرایط اقتصاد کنونی کشور و مشکلات موجود در بازار سرمایه (عدم اطمینان سرمایه‌گذاران به این بازار در سال‌های اخیر)، ارائه گزارش‌های شفاف و مناسب و آینده‌نگر با چالش‌های زیادی مواجه است. علیرغم تأکید بند ۶ ماده ۷ دستورالعمل اجرایی افشای اطلاعات

شرکت‌های ثبت‌شده نزد سازمان بورس و اوراق بهادار، مبنی بر الزام شرکت‌ها به ارائه برنامه‌های آتی مدیریت و پیش‌بینی عملکرد سالانه شرکت اصلی و تلفیقی گروه، مدیران برخی شرکت‌ها از ارائه افشای اطلاعات آینده‌نگر و تغییر و به‌روزرسانی آن در سال‌های مختلف به دلایل مختلف استنکاف می‌ورزند. نتیجه تأثیر این رفتار بر ارزش شرکت‌ها تاکنون بررسی نشده است و نتایج این پژوهش می‌تواند برای مدیران شرکت‌ها و نهادهای قانون‌گذار قابل توجه باشد؛ بنابراین هدف اصلی این پژوهش بررسی ابعادی از افشای اطلاعات آینده‌نگر (تغییر سالانه سطح افشای آینده‌نگر) و بررسی ارتباط بین این تغییر سطح افشا و ارزش شرکت‌ها با عملکرد متفاوت خوب یا ضعیف است. در این پژوهش عملکرد خوب و ضعیف محاسبه شده و شرکت‌های نمونه به ۲ دسته تقسیم شده‌اند؛ بدین صورت که میانه متغیر عملکرد محاسبه شده است و شرکت‌هایی که عملکرد آن‌ها در هر سال بیشتر از میانه بوده جزء شرکت‌هایی با عملکرد خوب و شرکت‌هایی که عملکرد آن‌ها در هر سال کمتر از میانه به دست آمده است جزء شرکت‌هایی با عملکرد ضعیف دسته‌بندی شده‌اند. از آنجا که در پژوهش‌های داخلی بررسی شاخص تغییرات افشای آینده‌نگر مغفول مانده است ارائه مدلی جامع برای اندازه‌گیری سطح تغییرات افشای آینده‌نگر، می‌تواند منجر به افزایش قابلیت اتکای پژوهش‌های مرتبط با افشای آینده‌نگر، شفافیت بیشتر در شرکت‌های بورسی و همچنین درک بهتر و واقعی‌تر از افشاهای موجود و در نهایت اتخاذ تصمیم منطقی توسط سرمایه‌گذاران شود. از طرفی با توجه به رابطه تغییرات افشای آینده‌نگر و ارزش شرکت‌ها با عملکرد متفاوت خوب و ضعیف شرکت‌ها، استفاده از مدل‌های پویا می‌تواند منجر به نتایج تحلیلی قوی‌تر شود؛ بنابراین در این پژوهش در کنار روش رگرسیون با مدل حداقل مربعات معمولی که در سایر پژوهش‌های انجام‌شده در این حوزه به کاررفته است، از روش پیشرفته گشتاورهای تعمیم‌یافته استفاده شده که با توجه به در نظر گرفتن مقادیر دوره گذشته متغیر وابسته به‌عنوان متغیر مستقل، روابط میان متغیرها را به‌صورت پویا تخمین می‌زند. به عبارتی نوآوری پژوهش حاضر محاسبه و اندازه‌گیری تغییرات افشای آینده‌نگر با استفاده از مدلی جامع نسبت به تحقیقات مشابه داخلی و خارجی و همچنین استفاده از دو رویکرد ایستا و پویا و مقایسه نتایج حاصل از آن است. در ادامه، ابتدا، مبانی نظری پژوهش بیان و پیشینه مرتبط با آن مرور شده است. سپس، فرضیه‌های پژوهش ارائه و روش مورد استفاده برای آزمون آن‌ها تشریح شده است. در بخش بعد، نتایج برآوردی مورد بحث و بررسی قرار گرفته است و در پایان برابر نتیجه‌گیری به‌عمل آمده، پیشنهادها ارائه شده است.

پیشینه

مبانی نظری و فرضیه‌ها

اطلاعات حسابداری نقش مهمی در بازار سرمایه ایفا می‌کند و در صورتی مربوط است که در پیش‌بینی ارزش‌های بازار سهام کاربرد داشته باشد. افشای اطلاعات آینده نگر به اظهارات و تحلیل‌های آینده نگر ارائه شده توسط شرکت‌ها در گزارش‌های سالانه آن‌ها اشاره دارد که فراتر از الزامات گزارش اجباری است. این نوع افشا بسیار مهم است زیرا بینش‌هایی را در مورد برنامه‌های استراتژیک، فرصت‌های بازار و ریسک‌های پیش‌بینی شده یک شرکت ارائه می‌دهد، در نتیجه درک عملکرد و جهت آینده آن را افزایش می‌دهد (سان، ۲۰۲۳). گنجاندن اطلاعات آینده نگر به عنوان یک حرکت استراتژیک توسط شرکت‌ها برای متمایز ساختن خود از رقبای، ایجاد اعتماد سرمایه‌گذاران و ارتقای شفافیت تلقی می‌شود (تفتیان و منصوری محمدآبادی، ۲۰۲۳). هیئت استاندارد حسابداری بین‌المللی (IASB) پیشنهاد می‌کند که «گزارش تفسیری مدیریت باید شامل اطلاعات آینده‌نگر باشد. چنین اطلاعاتی باید به میزان تغییر وضعیت مالی، نقدینگی و عملکرد واحد تجاری در آینده و دلیل آن متمرکز باشد و شامل ارزیابی مدیریت از چشم‌انداز واحد تجاری با توجه به نتایج دوره فعلی باشد. مدیریت باید اطلاعات آینده‌نگرانه را از طریق گزارش‌های سالانه و از طریق داده‌های کمی ارائه دهد. علاوه بر این، هیئت استاندارد حسابداری مالی ارتباط اطلاعات آینده نگر را از این نظر تفسیر می‌کند که صورت‌های مالی فاقد توانایی ارائه اطلاعات مربوط به کاربران و در نتیجه انواع دیگر اطلاعات مانند جستجوی اطلاعات ممکن است برای این منظور باشد. این امر توضیح می‌دهد که عملکرد حسابداری در یک سازمان، مسئولیت ارائه اطلاعات مفید به سرمایه‌گذاران برای تصمیم‌گیری را بر عهده دارد. از آنجا که وظیفه حسابداری کمک به تصمیم‌گیری است، لازم است اطلاعات دارای چشم‌انداز آینده باشد. اطلاعات آینده نگر که شامل پیش‌بینی‌ها در مورد روند صنعت، استراتژی‌های تجاری و ارزیابی ریسک است، برای افزایش تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران حیاتی است. با ارائه اطلاعات جامع آینده نگر، شرکت‌ها می‌توانند برنامه‌ریزی استراتژیک و مدیریت ریسک خود را بهبود بخشند و در نهایت بر عملکرد آینده و رقابت در بازار تأثیر بگذارند (گنگاداران و پادماکوماری، ۲۰۲۴). افشای مؤثر چنین اطلاعاتی نه تنها به جذب

جریان‌های سرمایه کمک می‌کند، بلکه ثبات و کارایی کلی بازارهای سرمایه را نیز افزایش می‌دهد (پوسپاینتی و پوسپاواتی، ۲۰۲۴). رابطه بین افشای اطلاعات آینده نگر و معیارهای مالی مختلف، مانند نسبت قیمت به سود، ارزش افزوده بازار و نرخ بازده دارایی، یک تعامل پیچیده است که تحت تأثیر عواملی مانند کارایی اطلاعات در بازارهای سرمایه و شیوه‌های حاکمیت شرکتی قرار دارد. بازار سرمایه به عنوان سنگ بنای مالی اقتصادهای مدرن عمل می‌کند و نوآوری و تخصیص مؤثر منابع را از طریق انتشار دقیق اطلاعات تسهیل می‌کند (منیر و همکاران، ۲۰۲۴). بر اساس تئوری افشا، مدیران می‌توانند به واسطه افشای اطلاعات مالی با کیفیت، با افزایش تقارن اطلاعاتی، ریسک شرکت را کاهش دهند (زینگ و یان، ۲۰۱۹). پژوهش‌های اخیر نشان می‌دهد که پیش‌بینی‌های مدیران نسبت به سایر منابع اطلاعاتی، محتوای بیشتری داشته (بوزانیک و همکاران، ۲۰۱۸) و می‌تواند منجر به نقد شوندگی بیشتر و کاهش عدم تقارن اطلاعاتی شرکت شود (کیتاگاوا و اوکودا، ۲۰۱۶). از این رو افشای اطلاعات آینده‌نگر می‌تواند بر بهبود کیفیت افشای اطلاعات و گزارشگری مالی مؤثر باشد. اطلاعات آینده‌نگر برای سرمایه‌گذاران در پیش‌بینی درآمدهای آتی و ارزیابی توانایی مدیریت در اجرای موفقیت‌آمیز تجارت در آینده سودمند باشد. همچنین شرکت‌ها با تغییر افشای اطلاعات آینده‌نگر، اطلاعات جدیدتری را در اختیار سرمایه‌گذاران قرار می‌دهند. از نظر تئوریک، افشا می‌تواند بر ارزش شرکت از طریق تأثیر بر هزینه سرمایه یا جریان نقدی مورد انتظار آن برای سهام‌داران یا هر دو آن‌ها تأثیر بگذارد (الزهار و همکاران، ۲۰۱۵). این تأثیر از طریق تئوری نمایندگی، تئوری مالی و فرضیه‌های بازار کارا توضیح داده می‌شود.

افشای اطلاعات می‌تواند بر ارزش یک شرکت از طریق جریان نقدی آینده یا هزینه سرمایه آن تأثیر بگذارد. تصمیم سرمایه‌گذار برای خرید یا نگهداری اوراق بهادار مالی شرکت به انتظارات او در مورد جریان‌های نقدی آینده یا بازده آن بستگی دارد. اطلاعات منتشرشده در نتیجه تغییر در افشای آینده‌نگر سالانه به سرمایه‌گذاران کمک می‌کند تا انتظارات خود را در مورد جریان‌های نقدی آینده شرکت و بازده آن که به نوبه خود بر ارزش این شرکت تأثیر می‌گذارد را افزایش دهند (سان، ۲۰۲۳). از آنجاکه ارزش شرکت تابعی از هزینه سرمایه آن است (جریان نقدی مورد انتظار)، انتظار می‌رود که افشا، هزینه سرمایه شرکت را کاهش و ارزش آن را افزایش دهد. جدا از عدم تقارن اطلاعاتی، نحوه

تأثیر اطلاعات بر ارزش شرکت می‌تواند از طریق فرضیه بازار کارا توضیح داده شود. به طور ساده، با توجه به فرضیه بازار کارا، انتظار می‌رود تغییر افشای آینده‌نگر، اطلاعات جدیدی را برای سرمایه‌گذاران فراهم کند. این اطلاعات قیمت اوراق بهادار شرکت را به سمت بالا یا پایین تنظیم می‌کند که به نوبه خود بر ارزش شرکت تأثیر می‌گذارد (حسنین و حسینی، ۲۰۱۶). به علاوه، از لحاظ نظری، تئوری علامت‌دهی 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 زیان) ممکن است افشای آینده‌نگرانه تری ارائه دهند تا نقاط قوت خود را برای از بین بردن ضرر در آینده نشان دهند.

برای نمونه، کلار کسون و همکاران (۱۹۹۹) دریافتند که انتشار اطلاعات آینده‌نگر در گزارش‌های سالانه با توجه به عملکرد آینده آموزنده است. علاوه بر این، لی (۲۰۱۷) دریافت که اظهارات آینده‌نگر در گزارش‌های مدیریت با توجه به عملکرد شرکت در آینده حائز اهمیت است. برخلاف اطلاعات مالی که عمدتاً درباره عملکرد گذشته شرکت‌ها می‌باشد، اطلاعات آینده‌نگر درباره روند توسعه آینده شرکت است که می‌تواند اطلاعات مربوط تری 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.

کریسمت الله و پوسپاواتی (۲۰۲۴) در پژوهشی تحت عنوان «افشای اطلاعات آینده‌نگر: جنبه‌های ویژگی شرکت (مطالعه موردی شرکت‌های تولیدی برای دوره ۲۰۲۰-۲۰۲۲)» به تأثیر مدیران زن، اهرم، اندازه شرکت و انتشار مالکیت بر افشای اطلاعات آینده‌نگر در شرکت‌های بخش تولیدی فهرست شده در بورس اوراق بهادار اندونزی در سال‌های ۲۰۲۰-۲۰۲۲ پرداخته‌اند. یافته‌های پژوهش نشان داد که مدیران زن و اندازه شرکت بر افشای اطلاعات آینده‌نگر تأثیر می‌گذارد در حالی که اهرم و انتشار مالکیت تأثیری بر افشای اطلاعات آینده‌نگر ندارد.

پوسپایانته و پوسپاواتی (۲۰۲۴) در پژوهشی تحت عنوان «افشای اطلاعات آینده‌نگر: جنبه‌های حاکمیت شرکتی» تأثیر اندازه هیئت‌مدیره، اندازه کمیسیون مستقل، مالکیت نهادی و مالکیت مدیریتی را بر افشای اطلاعات آینده‌نگر بر اساس گزارش‌های مالی حسابرسی شده یا گزارش‌های سالانه شرکت‌های تولیدی که فهرست شده‌اند مورد بحث

قرار داده‌اند. نتایج پژوهش شواهد تجربی ارائه داد که اندازه هیئت مدیره و مالکیت مدیریتی بر افشای اطلاعات آینده‌نگر تأثیر می‌گذارد. در همین حال، اندازه کمیسیون‌های مستقل و مالکیت نهادی تأثیری بر افشای اطلاعات آینده‌نگر ندارد.

تفتیان و منصورى محمدآبادى (۲۰۲۳) در پژوهشى تحت عنوان مدل‌سازی یکپارچه علل و پیامدهای افشای اطلاعات آینده‌نگر در گزارش‌های سالانه به مدل‌سازی یکپارچه علل و پیامدهای افشای اطلاعات آینده‌نگر پرداخته‌اند. با توجه به نتایج به‌دست آمده، افشای اطلاعات آینده‌نگر به‌طور معناداری بر هزینه سرمایه تأثیر مثبت داد. در مقابل، تأثیر قلیل توجهی بر عدم تقارن اطلاعاتی ندارد. علاوه بر این، نتایج آزمون مدل نشان داد که متغیرهای ساختار مالکیت و عملکرد مالی به‌طور مثبت بر افشای اطلاعات آینده‌نگر تأثیر می‌گذارند. علاوه بر این، تأثیر ویژگی‌های کلان اقتصادی منفی است و هیچ رابطه‌ای بین افشای اطلاعات آینده‌نگر با حسابرسی، ویژگی‌های ساختاری و ویژگی‌های هیئت مدیره وجود ندارد.

چوی و همکاران (۲۰۲۲) در پژوهشى تحت عنوان عوامل تعیین‌کننده افشای اطلاعات آینده‌نگر توسط شرکت‌های برتر مالزیایی در چارچوب دیدگاه مبتنی بر منابع به بررسی عوامل داخلی مؤثر بر میزان افشای اطلاعات آینده‌نگر در گزارش‌های سالانه شرکت‌های مالزیایی با اتخاذ تئوری دیدگاه مبتنی بر منابع پرداخته‌اند. یافته‌های پژوهش نشان داد که تنوع هیئت مدیره و مالکیت خارجی رابطه مثبت معناداری با سطح افشای اطلاعات آینده‌نگر دارند در همین حال، استقلال کمیته حسابرسی برای تأثیرگذاری بر سطح افشای اطلاعات آینده‌نگر اما در جهت منفی بسیار مهم بود. شرکت‌ها تشویق می‌شوند تا نقاط قوت منابع داخلی خود را شناسایی کرده و به‌طور کامل از آن‌ها برای بهبود سطح افشای اطلاعات آینده‌نگر استفاده کنند.

جریکو و اوتامی (۲۰۲۱) تأثیر سودآوری، ساختار سرمایه و اطلاعات آینده‌نگر را بر ریسک سرمایه‌گذاری بررسی کردند. نتایج پژوهش نشان داد که سودآوری و ساختار سرمایه تأثیری بر ریسک سرمایه‌گذاری ندارد ولی افشای اطلاعات آینده‌نگر تأثیر منفی بر ریسک سرمایه‌گذاری دارد و این بدان معنی است که افشای اطلاعات آینده‌نگر می‌تواند به‌طور قابل توجهی ریسک سرمایه‌گذاری را کاهش دهد.

در ایران نیز مطالعاتی در زمینه اهمیت افشای اطلاعات آینده‌نگر، مقوله‌های مختلف این گونه افشا و عوامل مؤثر بر سطح افشای آینده‌نگر و تأثیر آن بر بازار سرمایه صورت

گرفته است که در ادامه به آن‌ها اشاره می‌شود.

تفتیان و همکاران (۱۴۰۳) در پژوهشی به شناسایی عوامل مؤثر بر تمایل مدیران در ارائه و تغییر در افشای اطلاعات آینده نگر سالانه پرداخته‌اند. یافته‌های پژوهش نشان داد که ارتباط مثبت و معنی‌داری بین تغییر در افشای اطلاعات آینده نگر و تغییر در عملکرد شرکت وجود دارد. مدیران شرکت‌های با عملکرد بهتر نسبت به مدیران شرکت‌های با عملکرد درآمدهی کمتر، تمایل بیشتری به تغییر در افشای اطلاعات آینده نگر دارند. همچنین تغییر در افشای اطلاعات آینده نگر با اندازه شرکت و نوع حسابرس رابطه مثبت و با محیط دادرسی رابطه منفی و معنی‌داری دارد و در نهایت بین محیط رقابتی و مالکیت مدیریتی و تغییر در افشای اطلاعات آینده نگر ارتباط معنی‌داری وجود ندارد.

منصوری محمدآبادی و همکاران (۱۴۰۳) در پژوهشی تحت عنوان تدوین الگوی افشای ریسک آینده نگر در گزارش‌های سالانه شرکت با روش پدیدارشناسی و تحلیل مضمون به تدوین الگوی افشای ریسک آینده نگر در گزارش‌های سالانه شرکت پرداخته‌اند. یافته‌ها حاکی از آن است که ۹۴ گزاره در قالب ۲۹ مضمون پایه، ۵ مضمون سازمان دهنده و ۲ مضمون فراگیر شامل افشای ریسک نرم آینده نگر و افشای ریسک سخت آینده نگر استخراج شده است که اجزای الگوی پیشنهادی افشای ریسک آینده نگر را تشکیل داده‌اند.

آقایی متعلقی و همکاران (۱۴۰۲) در پژوهشی به تبیین ابعاد کمی و کیفی افشای اطلاعات آتی در گزارش سالانه شرکت‌ها پرداخته‌اند. یافته‌های پژوهش نشان داد، بین سطح افشای اطلاعات آتی شرکت‌ها در صنایع مختلف تفاوت معنی‌داری دارد. بیشترین سطح افشای اطلاعات آتی متعلق به صنعت قند و شکر و کمترین سطح افشای اطلاعات آتی مربوط به صنعت ماشین‌آلات و تجهیزات بوده است. همچنین موضوع افشای اطلاعات آتی در گزارش هیئت‌مدیره به مجمع شرکت‌ها تفاوت معنی‌داری دارد. بیشترین افشا در بخش اقلام سود و زیانی و کمترین افشا در بخش اقلام ترازنامه‌ای بوده است. در نهایت لحن افشای اطلاعات آتی در گزارش سالانه شرکت‌ها تفاوت معنی‌داری دارد. بیشترین افشا دارای لحن مثبت و کمترین افشا دارای لحن منفی بوده است.

مسعودیان و همکاران (۱۴۰۱) اثرات افشای اطلاعات آینده نگر بر واکنش قیمت سهام در شرایط عدم اطمینان محیط بیرونی را برای ۱۴۰ شرکت تولیدی پذیرفته شده در بورس

و فرا بورس تهران طی سال‌های ۱۳۹۴ تا ۱۳۹۸ از طریق داده‌های ترکیبی مورد بررسی و تحلیل قرار دادند. نتایج پژوهش نشان داد که دو معیار عدم اطمینان محیط بیرونی (ضریب تغییرات فروش و ضریب تغییرات P/E) بر رابطه بین افشای اطلاعات آینده‌نگر و واکنش قیمت سهام تأثیر مثبت و معناداری دارد.

تفتیان و همکاران (۱۴۰۰) در پژوهشی به تأثیر مقوله‌های الگوی افشای اطلاعات آینده نگر در بستر مدل یابی معادلات ساختاری پرداخته‌اند. یافته‌های حاصل از معادلات ساختاری بیانگر ارتباط مطلوب در ساختار عاملی الگو می‌باشد بدین صورت که شرایط علی، زمینه‌ای و مداخله‌گر بر پدیده مقوله محوری ارتباط معناداری دارد. مقوله محوری بر راهبردها ارتباط معناداری دارد. در نهایت، راهبردها اثر میانجی و معناداری بر روابط بین مقوله محوری بر پیامدها دارد.

بر اساس مبانی ذکر شده دو فرضیه اصلی و هشت فرضیه فرعی به شرح ذیل مطرح گردید:
فرضیه اصلی (۱) بین تغییر در افشای اطلاعات آینده نگر و ارزش شرکت رابطه معنی‌داری وجود دارد.

فرضیه فرعی ۱-۱- بین تغییر در افشای اطلاعات آینده‌نگر و کیوتوبین رابطه معنی‌داری وجود دارد.

فرضیه فرعی ۲-۱- بین تغییر در افشای اطلاعات آینده‌نگر و کیوتوبین تعدیل شده مبتنی بر صنعت رابطه معنی‌داری وجود دارد.

فرضیه اصلی (۲) بین تغییر در افشای اطلاعات آینده‌نگر و ارزش شرکت (کیوتوبین) با عملکرد خوب و ضعیف رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه فرعی ۱-۲- بین تغییر در افشای اطلاعات آینده نگر و کیوتوبین با عملکرد خوب رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه فرعی ۲-۲- بین تغییر در افشای اطلاعات آینده نگر و کیوتوبین با عملکرد ضعیف رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه فرعی ۳-۲- بین تغییر در افشای اطلاعات آینده نگر و کیوتوبین با عملکرد خوب و عملکرد ضعیف تفاوت معناداری وجود دارد.

فرضیه اصلی (۳) بین تغییر در افشای اطلاعات آینده نگر و ارزش شرکت (کیوتوبین) تعدیل شده مبتنی بر صنعت) با عملکرد خوب و ضعیف رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه فرعی ۱-۳- بین تغییر در افشای اطلاعات آینده‌نگر و کیوتوبین تعدیل شده مبتنی بر صنعت با عملکرد خوب رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه فرعی ۲-۳- بین تغییر در افشای اطلاعات آینده‌نگر و کیوتوبین تعدیل شده مبتنی بر صنعت با عملکرد ضعیف رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه فرعی ۳-۳- بین تغییر در افشای اطلاعات آینده‌نگر و کیوتوبین تعدیل شده مبتنی بر صنعت با عملکرد خوب و عملکرد ضعیف تفاوت معناداری وجود دارد.

روش‌شناسی

پژوهش حاضر از نظر نتیجه اجرای آن، یک پژوهش کاربردی، از دیدگاه فرایند اجرا، کمی، از نظر منطق اجرا، قیاسی-استقرایی، از دیدگاه هدف اجرا، تحلیلی توصیفی و از نظر بعد زمانی یک پژوهش طولی-گذشته‌نگر است. برای جمع‌آوری داده‌ها و اطلاعات پژوهش به روش اسناد کاوی از روش میدانی و پایگاه‌های اطلاعاتی بورس اوراق بهادار تهران، سامانه جامع اطلاع‌رسانی ناشران (کدال) و نرم‌افزار ره‌آورد نوین استفاده شده است. برای بررسی تغییر در افشای اطلاعات آینده‌نگر در گزارش فعالیت هیئت‌مدیره و یادداشت‌های همراه صورت‌های مالی از روش تحلیل محتوا استفاده شد. به منظور آزمون فرضیه‌های پژوهش از دو رویکرد مدل ایستا و پویا جهت برآورد مدل‌های مرتبط با فرضیه‌ها بهره‌گرفته شده است. تفاوت اصلی رویکرد مدل ایستا و پویا در روش برآورد مدل است. مدل ایستا تنها توانایی بررسی اثر جاری متغیر مستقل و کنترلی بر روی متغیر وابسته را دارد که برای برآورد، از رگرسیون پانل دیتا اثرات ثابت یا تصادفی بهره‌می‌برد اما رویکرد پویا از روش گشتاورهای تعمیم‌یافته استفاده می‌نماید. این روش چند ویژگی خاص داشته که باعث پویایی مدل می‌شود؛ این ویژگی‌ها استفاده از گشتاور در محاسبات و بررسی اثرات گذشته متغیر مستقل بر دوره جاری متغیر وابسته است. همچنین اثر وقفه متغیر وابسته در مدل باعث حذف اثر تاریخی متغیر وابسته بر روی خودش می‌شود (کفاش پور و همکاران، ۱۳۹۸). از این رو آرلانو و باند (۱۹۹۱)، این روش را برای مدل‌های پویای پانلی پیشنهاد دادند که کاراتر از تخمین زنده‌های قبلی بوده و نسبت به سایر روش‌ها، دارای مزیت‌هایی از جمله حل مشکل درون‌زا بودن توسط متغیرهای رگرسیون، کاهش یا رفع هم‌خطی در مدل و افزایش بعد زمانی متغیرها است (خلیلی و

همکاران، ۱۳۹۶). جامعه آماری پژوهش، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و قلمرو زمانی آن برای آزمون و استخراج داده‌ها، سال‌های ۱۳۹۲ تا ۱۴۰۲ است. برای انتخاب نمونه آماری، شرکت‌هایی که برخی از شرایط زیر را نداشتند از جامعه آماری حذف شده و ۱۷۸ شرکت برای انجام آزمون‌های آماری انتخاب شد.

جدول ۱. نحوه انتخاب نمونه آماری

جمع نمونه	تعداد	شرایط
۶۰۰	۶۰۰	تعداد کل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس در پایان سال ۱۴۰۲
۳۸۴	۲۱۶	شرکت‌های که تاریخ پذیرش آن‌ها بعد از دوره زمانی می‌باشد
۳۰۹	۷۵	تعداد شرکت‌هایی از سال ۹۲ به بعد در بورس پذیرفته شده‌اند
۲۳۸	۷۱	تعداد شرکت‌هایی که جز هلدینگ، سرمایه‌گذاری‌ها، واسطه‌گری‌های مالی، بانک‌ها و یا لیزینگ‌ها بوده‌اند
۱۸۱	۵۷	تعداد شرکت‌هایی که سال مالی آن‌ها منتهی به ۲۹ اسفند نبوده و یا در قلمرو زمانی تحقیق تغییر سال مالی داده‌اند
۱۷۸	۳	تعداد شرکت‌هایی که وقفه معاملاتی بیش از ۶ ماه داشته‌اند
۱۹۵۸-سال-شرکت	۱۷۸	مجموع شرکت‌های واجد شرایط حضور در نمونه‌ی آماری

در نهایت با اعمال این محدودیت‌ها، ۱۷۸ شرکت، به‌عنوان نمونه پژوهش انتخاب شد. پس از طبقه‌بندی اطلاعات شرکت‌های نمونه در نرم‌افزار Excel، برای شمارش فراوانی کلمات تغییر در افشای اطلاعات آینده نگر در هر گزارش از نرم‌افزار مکس کیودا و سپس از نرم‌افزار Eviews برای تحلیل‌های آماری استفاده شد.

فرضیه‌های پژوهش در قالب ۴ الگو به شرح جدول ۲ آزمون شده‌اند. در ادامه، تعریف متغیرها و نحوه به دست آوردن آن‌ها توضیح داده می‌شود.

جدول ۲. الگوها

الگو	رویکرد
Tobin's $Q_{it-1} = \beta_0 + \beta_1 \Delta FLFD _{it} + \beta_2 \ln MK_{it} + \beta_3 Lev_{it} + \beta_4 DIV_{it} + \beta_5 CR_{it} + \beta_6 GRTH_{it} + \beta_7 CAPEX_{it} + \beta_8 \%MO_{it} + Year\ Fixed\ Effect + Industry\ Fixed\ Effect + \varepsilon$	ایستا
Tobin's $Q_{it} = \beta_0 + \beta_1 Tobin's\ Q_{it-1} + \beta_2 \Delta FLFD _{it} + \beta_3 \ln MK_{it} + \beta_4 Lev_{it} + \beta_5 DIV_{it} + \beta_6 CR_{it} + \beta_7 GRTH_{it} + \beta_8 CAPEX_{it} + \beta_9 \%MO_{it} + Year\ Fixed\ Effect + Industry\ Fixed\ Effect + \varepsilon$	پویا
$\ln TQ + 3_{it-1} = \beta_0 + \beta_1 \Delta FLFD _{it} + \beta_2 \ln MK_{it} + \beta_3 Lev_{it} + \beta_4 DIV_{it} + \beta_5 CR_{it} + \beta_6 GRTH_{it} + \beta_7 CAPEX_{it} + \beta_8 \%MO_{it} + Year\ Fixed\ Effect + Industry\ Fixed\ Effect + \varepsilon$	ایستا

$\begin{aligned} \text{LnTQ} + 3_{it} = & \beta_0 + \beta_1 \text{LnTQ} + 3_{it-1} + \beta_2 \Delta \text{FLFD} _{it} + \beta_3 \text{LnMK} _{it} + \beta_4 \text{Lev} _{it} + \beta_5 \\ & \text{DIV} _{it} + \beta_6 \text{CR} + \beta_7 \text{GRTH} _{it} + \beta_8 \text{CAPEX} _{it} + \beta_9 \% \text{MO} _{it} + \text{Year Fixed} \\ & \text{Effect} + \text{Industry Fixed Effect} + \varepsilon \end{aligned}$	پویا
--	------

متغیرها

ارزش شرکت: در این پژوهش ارزش شرکت متغیر وابسته است. در این رابطه از معیار کیوتوبین و کیوتوبین تعدیل شده مبتنی بر صنعت استفاده شده است که به صورت جمع دارایی‌ها منهای ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام به اضافه ارزش بازار حقوق صاحبان سهام، تقسیم بر جمع دارایی‌ها اندازه گیری می‌شود. معیار کیوتوبین تعدیل شده مبتنی بر صنعت هم به صورت کیوتوبین شرکت منهای کیوتوبین میانه صنعت محاسبه می‌شود (حسین، ۲۰۱۵).

متغیر مستقل پژوهش تغییر در سطح افشای آینده نگر می‌باشد که به صورت زیر محاسبه شده است:

تغییر در افشای آینده نگر ΔFLFD : این متغیر بر اساس قدر مطلق تغییر افشای اطلاعات آینده نگر هر سال نسبت به سال گذشته اندازه گیری می‌شود.

در این پژوهش شاخص افشای آینده نگر بر حسب الگوی تدوین شده با رویکرد تحلیل محتوا محاسبه شده است (فتوحی خانکهدانی و همکاران، ۱۴۰۰). بر حسب این الگو، افشای آینده نگر متشکل از ابعاد پیش بینی و تجزیه و تحلیل مدیران (۱۱ مؤلفه)، اهداف و استراتژی‌های آتی (۱۶ مؤلفه) و اطلاعات مالی و غیر مالی آتی (۲۱ مؤلفه) است. شاخص ذکر شده با روش غیر وزنی و از طریق رابطه ۱ محاسبه شده است.

$$\text{FLFD} = \sum_{i=1}^n \frac{dj}{n} \quad \text{رابطه ۱}$$

که در آن، FLD نمره افشای آینده نگر به صورت تجمعی؛ dj عدد ۱ اگر مورد زام افشاشده باشد و در غیر این صورت عدد صفر و n حداکثر نمره‌ای است که هر شرکت می‌تواند به دست آورد.

اندازه شرکت (LnMK): اندازه شرکت با استفاده از لگاریتم طبیعی ارزش بازار حقوق صاحبان سهام در پایان هر سال اندازه گیری می‌شود (طاهری و همکاران، ۱۴۰۳). **اهرم مالی (leve):** با استفاده از نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام محاسبه شده است (جلالی و همکاران، ۱۴۰۳).

سود تقسیمی (DIV): این متغیر از تقسیم سود سهام پرداختی بر جمع دارایی‌ها حاصل می‌شود (رشیدی، ۱۳۹۸).

نقدینگی (CR): این متغیر بر حسب دوره تبدیل وجه نقد یعنی دوره زمانی بین پرداخت بدهی‌ها و دریافت وجه نقد از محل وصول مطالبات محاسبه می‌شود.

درصد مالکیت نهادی (INST): سرمایه‌گذاران نهادی سرمایه‌گذاران بزرگ نظیر بانک‌ها، شرکت‌های بیمه، شرکت‌های سرمایه‌گذاری و شرکت‌های دولتی و دیگر اجزای دولت هستند. در این پژوهش، مطابق برای محاسبه درصد مالکیت نهادی شرکت‌ها تعداد سهام مالکیت نهادی بر کل تعداد سهام عادی شرکت در پایان سال تقسیم شده است.

رشد فروش (GRTH): رشد فروش از تقسیم مابه‌التفاوت فروش سال جاری و سال قبل بر فروش سال قبل محاسبه می‌شود (فلاح زاده ابرقویی و همکاران، ۱۳۹۸).

نتایج و یافته‌ها

آمار توصیفی

اصلی‌ترین شاخص مرکزی، میانگین است که نشان‌دهنده نقطه تعادل و مرکز ثقل توزیع است و شاخص خوبی برای نشان دادن مرکزیت داده‌هاست. برای مثال مقدار میانگین برای متغیر مخارج سرمایه‌ای برابر با ۰/۶۶۵ می‌باشد که نشان می‌دهد بیشتر داده‌ها حول این نقطه تمرکز یافته‌اند. میانه یکی دیگر از شاخص‌های مرکزی می‌باشد که وضعیت جامعه را نشان می‌دهد. همان‌طور که مشاهده می‌شود میانه این متغیر ۰/۳۲۴ می‌باشد که نشان می‌دهد که نیمی از داده‌ها کمتر از این مقدار و نیمی دیگر بیشتر از این مقدار هستند. به‌طور کلی پارامترهای پراکندگی، معیاری برای تعیین میزان پراکندگی از یکدیگر یا میزان پراکندگی آن‌ها نسبت به میانگین است. از مهم‌ترین پارامترهای پراکندگی، انحراف معیار است. در بین متغیرها تغییر در افشای آینده‌نگر دارای کمترین و متغیر محیط رقابتی بیشترین میزان پراکندگی را دارا می‌باشند؛ که نشان می‌دهد این دو متغیر به ترتیب کمترین و بیشترین میزان تغییرات را دارا می‌باشند. نتایج آمار توصیفی متغیرها در جدول ۲ نشان داده شده است.

جدول ۲. نتایج آمار توصیفی

نام متغیر	نماد	میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	انحراف معیار
مخارج سرمایه‌ای	CAPEX	۰/۲۳۵	۰/۲۱۶	۰/۵۷۷	۰/۰۴۴	۰/۴۲۸
نقدینگی	CR	۰/۰۷۵	۰/۰۳۶	۰/۹۴۹	۰/۰۰۰	۰/۱۱۷
تغییر در عملکرد	Δ ROE	۰/۰۰۹	۰/۰۰۷	۱/۵۶۴	-۱/۱۲۳	۰/۳۰۴
سود تقسیمی	DIV	۰/۰۴۲	۰/۰۱۰	۰/۴۲۳	۰/۰۰۰	۰/۰۷۳
رشد شرکت	GRTH	۰/۱۸۲	۰/۱۶۷	۲/۵۹۵	-۰/۷۲۶	۰/۳۲۷
اهرم مالی	LEV	۰/۵۵۳	۰/۵۷۰	۱/۰۰۳	۰/۰۱۵	۰/۲۰۱
اندازه شرکت	LNMK	۱۴/۳۹۰	۱۳/۹۹۲	۲۵/۲۲۵	۹/۹۵۰	۲/۱۷۵
کیوتوبین تعدیل شده	LnTQ+3	۱/۹۴۹	۱/۷۸۶	۱۰/۷۴۱	۰/۸۷۶	۱/۱۵۱
مالکیت نهادی	INST	۰/۵۷۵	۰/۵۹۸	۰/۹۴۵	۰/۰۷۷	۰/۱۴۲
کیوتوبین	QTOBIN	۰/۵۴۷	۰/۵۵۵	۱/۲۰۱	۰/۰۴۸	۰/۲۰۵
تغییر در افشای آینده‌نگر	Δ FLFD	۰/۰۷۸	۰/۰۷۳	۰/۶۳۳	۰/۰۰۰	۰/۰۵۱

نتایج آزمون فرضیه‌ها

فرضیه اصلی ۱) بین تغییر در افشای اطلاعات آینده‌نگر و ارزش شرکت رابطه معنی‌داری وجود دارد.

جهت آزمون فرضیه اول از دو مدل استفاده شده است؛ که در مدل اول متغیر کیوتوبین و در مدل دوم متغیر کیوتوبین تعدیل شده مبتنی بر صنعت به عنوان معیارهای ارزش شرکت با دو روش ایستا و پویا برازش داده شده‌اند.

فرضیه فرعی ۱-۱: بین تغییر در افشای اطلاعات آینده‌نگر و کیوتوبین رابطه معناداری وجود دارد.

مطابق با جدول (۳)، در رویکرد ایستا، آماره آزمون چاو در سطح ۱ درصد معنی‌دار است، بنابراین الگوی تابلویی پذیرفته می‌شود. با توجه به مقدار سطح معنی‌داری آزمون هاسمن که برابر ۰/۰۳ و کمتر از ۰/۰۵ است، در نتیجه روش اثرات ثابت پذیرفته می‌شود. با توجه به نتایج مربوط به سطح معناداری آزمون نسبت درست‌نمایی (LR) که کمتر از ۱ درصد است، فرض صفر رد می‌شود که نشان می‌دهد مشکل ناهمسانی واریانس باقیمانده‌ها وجود دارد. در نتیجه برای برطرف شدن این مشکل از رگرسیون حداقل مربعات تعمیم یافته استفاده شده است. آماره دوربین و واتسون برابر با ۱/۷۵ است و مشکل خود همبستگی بین باقیمانده‌ها وجود ندارد. در رویکرد پویا مقدار آماره L مربوط به آزمون سارگان و هانسن ۲۴/۰ است و اعتبار ابزارها تأیید می‌شود. با توجه به نتایج آزمون آرانو و بلاند، احتمال آماره M در وقفه اول ۰/۰۰، کمتر از ۰/۰۱ و در وقفه دوم با احتمال ۲۱/، بیشتر از ۰/۰۵ است.

در نتیجه فرض صفر پذیرفته می‌شود که نشان می‌دهد همبستگی سریالی مرتبه دوم در جملات خطا وجود ندارد و آزمون آرلانو و باند اعتبار الگو را تأیید می‌کند.

با توجه به دو الگوی ایستا و پویا، در هر دو الگو مقدار سطح معنی داری آماره t برای متغیر تغییر در افشای اطلاعات آینده نگر کمتر از سطح خطای ۰/۰۵ است، لذا فرض صفر رد می‌شود و در نتیجه تغییر در افشای اطلاعات آینده نگر بر کیوتو بین در هر دو الگو تأثیر معنی داری دارد. در نتیجه فرضیه فرعی ۱-۱ پذیرفته می‌شود. با توجه به ضریب متغیر تغییر در افشای اطلاعات آینده نگر که مثبت است، نتیجه می‌شود تغییر در افشای اطلاعات آینده نگر بر کیوتو بین تأثیر مثبت دارد. ضریب متغیر تغییر در افشای اطلاعات آینده نگر در روش ایستا ۰/۲۱۸ بوده که نسبت به روش پویا (۰/۵۸۲) کمتر است؛ بنابراین نتایج رویکرد پویا در بررسی متغیرهای مؤثر بر کیوتو بین بهتر است.

جدول ۳. نتایج فرضیه فرعی ۱-۱

Tobin's Q _{it} = $\beta_0 + \beta_1$ Tobin's Q _{it-1} + $\beta_2 \Delta FLFD_{it} + \beta_3 LnMK_{it} + \beta_4 Lev_{it} + \beta_5 DIV_{it} + \beta_6 CR_{it} + \beta_7 GRTH_{it} + \beta_8 CAPEX_{it} + \beta_9 \% INST_{it} + Year Fixed Effect + Industry Fixed Effect + \varepsilon$				Tobin's Q _{it-1} = $\beta_0 + \beta_1 \Delta FLFD_{it} + \beta_2 LnMK_{it} + \beta_3 Lev_{it} + \beta_4 DIV_{it} + \beta_5 CR_{it} + \beta_6 GRTH_{it} + \beta_7 CAPEX_{it} + \beta_8 \% INST_{it} + Year Fixed Effect + Industry Fixed Effect + \varepsilon$				
روش GMM				روش OLS				
سطح معناداری	آماره t	خطای استاندارد	ضریب متغیر	سطح معناداری	آماره t	خطای استاندارد	ضریب متغیر	متغیرهای الگو
۰/۰۰۰	۸/۸۶۰	۰/۱۰۷	۰/۹۴۴	۰/۰۰۰	۱۳/۶۵۷	۰/۱۱۴	۱/۵۶۱	عرض از مبدأ
۰/۰۰۰	۴/۱۹۹	۰/۱۳۹	۰/۵۸۲	۰/۰۰۰	۴/۹۵۵	۰/۰۴۴	۰/۲۱۸	تغییر در افشا آینده نگر
۰/۲۳۹	-۱/۱۷۹	۰/۰۱۵	-۰/۰۱۷	۰/۰۳۶	-۲/۰۹۹	۰/۰۱۸	-۰/۰۳۷	اندازه شرکت
۰/۳۴۱	-۰/۹۵۲	۰/۰۲۸	-۰/۰۲۶	۰/۹۱۶	-۰/۱۰۶	۰/۰۳۰	-۰/۰۰۳	اهرم مالی
۰/۸۰۵	۰/۲۴۷	۰/۰۱۰	۰/۰۰۳	۰/۹۱۲	۰/۱۱۱	۰/۰۱۰	۰/۰۰۱	سود تقسیمی
۰/۶۶۴	-۰/۴۳۵	۰/۰۳۹	-۰/۰۱۷	۰/۱۸۸	-۱/۳۱۷	۰/۰۴۱	-۰/۰۵۴	نقدینگی
۰/۰۰۰	-۴/۴۶۲	۰/۰۱۶	-۰/۰۷۲	۰/۰۰۰	-۴/۳۸۷	۰/۰۲۸	-۰/۱۲۱	رشد شرکت
۰/۲۴۹	۱/۱۵۲	۰/۰۰۲	۰/۰۰۲	۰/۹۶۹	۰/۰۳۹	۰/۰۰۲	۰/۰۰۰	مخارج سرمایه‌ای
۰/۸۷۳	-۰/۱۶۰	۰/۰۴۴	-۰/۰۰۷	۰/۸۶۰	-۰/۱۷۷	۰/۰۵۲	-۰/۰۰۹	مالکیت نهادی
۰/۰۰۰	۱۵/۹۰۹	۰/۰۲۴	۰/۳۷۵	-	-	-	-	وقفه کیوتو بین
نتیجه	معناداری	آماره	آزمون	نتیجه	معناداری	آماره	آماره	۴

چاو	۱۲/۴۸	۰/۰۰	روش تابلویی	آماره J	۱۵/۲۳	۰/۲۴	اعتبار ابزارها
هاسمن	۱۹/۷۴	۰/۰۳	اثرات ثابت				
آزمون LR	۸۸۸/۵	۰/۰۰	ناهمسانی واریانس	AR(1)	-۱۵/۳۰	۰/۰۰	اعتبار الگو
آماره F	۳۸/۵۸	۰/۰۰	تأیید کلی مدل	AR(2)	-۱/۲۵	۰/۲۱	اعتبار الگو
ضریب تعیین	۰/۳۱	ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۳۱				
دوربین واتسون	۱/۷۵	عدم خود همبستگی					

فرضیه فرعی ۱-۲: بین تغییر در افشای اطلاعات آینده نگر و کیوتوین تعدیل شده مبتنی بر صنعت رابطه معناداری وجود دارد.

مطابق با جدول ۴، در رویکرد ایستا، آماره آزمون چاو در سطح ۱ درصد معنی دار است، بنابراین الگوی تابلویی پذیرفته می‌شود. با توجه به مقدار سطح معنی داری آزمون هاسمن که برابر ۰/۰۴ و کمتر از ۰/۰۵ است، در نتیجه روش اثرات ثابت پذیرفته می‌شود. با توجه به نتایج مربوط به سطح معناداری آزمون نسبت درستمایی (LR) که کمتر از ۱ درصد است، فرض صفر رد می‌شود که نشان می‌دهد مشکل ناهمسانی واریانس باقیمانده‌ها وجود دارد. در نتیجه برای برطرف شدن این مشکل از رگرسیون حداقل مربعات تعمیم یافته استفاده شده است. آماره دوربین واتسون برابر با ۱/۶۵ است و مشکل خود همبستگی بین باقیمانده‌ها وجود ندارد. در رویکرد پویا مقدار آماره J مربوط به آزمون سارگان و هانسن ۲۳/۰ است و اعتبار ابزارها تأیید می‌شود. با توجه به نتایج آزمون آرلانو و باند، احتمال آماره M در وقفه اول ۰/۰۰، کمتر از ۰/۰۱ و در وقفه دوم با احتمال ۲۱/، بیشتر از ۰/۰۵ است، در نتیجه فرض صفر پذیرفته می‌شود که نشان می‌دهد همبستگی سریالی مرتبه دوم در جملات خطا وجود ندارد و آزمون آرلانو و باند اعتبار الگو را تأیید می‌کند.

با توجه به دو الگوی ایستا و پویا، در هر دو الگو مقدار سطح معنی داری آماره t برای متغیر تغییر در افشای اطلاعات آینده نگر کمتر از سطح خطای ۰/۰۵ است، لذا فرض صفر رد می‌شود و در نتیجه تغییر در افشای اطلاعات آینده نگر بر کیوتوین تعدیل شده مبتنی بر صنعت در هر دو الگو تأثیر معنی داری دارد. در نتیجه فرضیه فرعی ۱-۲ پذیرفته می‌شود. با توجه به ضریب متغیر تغییر در افشای اطلاعات آینده نگر که مثبت است، نتیجه می‌شود تغییر در افشای اطلاعات آینده نگر بر کیوتوین تعدیل شده مبتنی بر صنعت تأثیر مثبت دارد. ضریب متغیر تغییر در افشای اطلاعات آینده

نگر در روش ایستا ۱/۱۸۷ بوده که نسبت به روش پویا (۱/۴۰۲) کمتر است؛ بنابراین نتایج رویکرد پویا در بررسی متغیرهای مؤثر بر کیوتوین تعدیل شده مبتنی بر صنعت بهتر است.

جدول ۴. نتایج فرضیه فرعی ۱-۲

$LnTQ+3_{it} = \beta_0 + \beta_1 LnTQ+3_{it-1} + \beta_2 \Delta FLFD _{it} + \beta_3 LnMK_{it} + \beta_4 Lev_{it} + \beta_5 DIV_{it} + \beta_6 CR + \beta_7 GRTH_{it} + \beta_8 CAPEX_{it} + \beta_9 \% INST_{it} + Year Fixed Effect + Industry Fixed Effect + \varepsilon$				$LnTQ+3_{it-1} = \beta_0 + \beta_1 \Delta FLFD _{it} + \beta_2 LnMK_{it} + \beta_3 Lev_{it} + \beta_4 DIV_{it} + \beta_5 CR_{it} + \beta_6 GRTH_{it} + \beta_7 CAPEX_{it} + \beta_8 \% INST_{it} + Year Fixed Effect + Industry Fixed Effect + \varepsilon$				
روش GMM				روش OLS				
متغیرهای الگو	ضریب متغیر	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری	ضریب متغیر	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری
عرض از مبدأ	۸/۷۳۰	۰/۴۱۸	۲۰/۸۹۵	۰/۰۰۰	-۰/۶۹۴	۰/۳۴۳	-۲/۰۲۱	۰/۰۴۳
تغییر در افشا آینده نگر	۱/۱۸۷	۰/۵۵۷	۲/۱۳۲	۰/۰۳	۱/۴۰۲	۰/۷۰۹	۱/۹۷۷	۰/۰۴۵
اندازه شرکت	۰/۲۴۰	۰/۰۷۶	۳/۱۷۴	۰/۰۰۲	۰/۱۰۵	۰/۰۵۸	۱/۸۲۷	۰/۰۶۸
اهرم مالی	۰/۰۴۴	۰/۱۲۳	۰/۳۵۶	۰/۷۲۲	-۰/۰۱۳	۰/۱۴۳	-۰/۰۹۲	۰/۹۲۷
سود تقسیمی	۰/۱۵۷	۰/۰۴۱	۳/۸۰۸	۰/۰۰۰	-۰/۰۱۹	۰/۰۲۷	-۰/۷۲۳	۰/۴۷۰
نقدینگی	-۰/۳۹۲	۰/۱۰۰	-۳/۹۱۶	۰/۰۰۰	۰/۲۷۷	۰/۰۸۸	۳/۱۵۰	۰/۰۰۲
رشد شرکت	-۰/۰۷۵	۰/۰۶۳	-۱/۱۸۸	۰/۲۳۵	۰/۰۲۴	۰/۰۶۴	۰/۳۷۳	۰/۷۰۹
مخارج سرمایه‌ای	-۰/۰۰۵	۰/۰۰۸	-۰/۶۷۰	۰/۵۰۳	۰/۰۰۷	۰/۰۱۰	۰/۷۰۶	۰/۴۸۰
مالکیت نهادی	۰/۰۰۲	۰/۱۲۵	۰/۰۱۶	۰/۹۸۷	-۰/۲۰۷	۰/۱۱۳	-۱/۸۳۱	۰/۰۶۷
وقفه کیوتوین تعدیل شده مبتنی بر صنعت	-	-	-	-	۰/۹۷۳	۰/۰۰۳	۳۸۳۹۹۴	۰/۰۰۰
آزمون تشخیص	آماره	معناداری	نتیجه	آزمون	آماره	معناداری	نتیجه	
چاو	۸/۲۶	۰/۰۰	روش تابلویی	آماره J	۱۶/۰۳	۰/۲۳	اعتبار ابزارها	
هاسن	۱۸/۱۹	۰/۰۴	اثرات ثابت					
آزمون LR	۵۹۰/۶	۰/۰۰	ناهمسانی واریانس	AR(1)	-۱۵/۲۷	۰/۰۰	اعتبار الگو	
آماره F	۴۰/۴۲	۰/۰۰	تأیید کلی مدل	AR(2)	-۱/۲۶	۰/۲۱	اعتبار الگو	
ضریب تعین	۰/۴۷	ضریب تعین تعدیل شده	۰/۴۹					
دوربین واتسون	۱/۶۵		عدم خود همبستگی					

فرضیه اصلی (۲) بین تغییر در افشای اطلاعات آینده‌نگر و ارزش شرکت (کیوتوین) با عملکرد خوب و ضعیف رابطه

معناداری وجود دارد.

جهت انجام فرضیه ۲ عملکرد خوب و ضعیف محاسبه شده و شرکت‌های نمونه به ۲ دسته تقسیم شده‌اند؛ بدین صورت که میانه متغیر عملکرد محاسبه شده است و شرکت‌هایی که عملکرد آن‌ها در هر سال بیشتر از میانه بوده جزء شرکت‌هایی با عملکرد خوب و شرکت‌هایی که عملکرد آن‌ها در هر سال کمتر از میانه به دست آمده است جزء شرکت‌هایی با عملکرد ضعیف دسته‌بندی شده‌اند. جهت آزمون فرضیه دوم از ۳ مدل استفاده شده است که در مدل اول متغیر کیوتوبین با عملکرد خوب و در مدل دوم متغیر کیوتوبین با عملکرد ضعیف با دو روش ایستا و پویا برازش داده شده‌اند و در مدل سوم با استفاده از آزمون کرامر مدل اول و دوم با یکدیگر مقایسه شده‌اند.

فرضیه فرعی ۱-۲: بین تغییر در افشای اطلاعات آینده نگر و کیوتوبین با عملکرد خوب رابطه معناداری وجود دارد.

مطابق با جدول ۵، در رویکرد ایستا، آماره آزمون چاو در سطح ۱ درصد معنی‌دار است، بنابراین الگوی تابلویی پذیرفته می‌شود. با توجه به مقدار سطح معنی‌داری آزمون هاسمن که برابر ۰/۰۴ و کمتر از ۰/۰۵ است، در نتیجه روش اثرات ثابت پذیرفته می‌شود. با توجه به نتایج مربوط به سطح معناداری آزمون نسبت درست‌نمایی (LR) که کمتر از ۱ درصد است، فرض صفر رد می‌شود که نشان می‌دهد مشکل ناهمسانی واریانس باقیمانده‌ها وجود دارد. در نتیجه برای برطرف شدن این مشکل از رگرسیون حداقل مربعات تعمیم‌یافته استفاده شده است. آماره دوربین واتسون برابر با ۱/۸۲ است و مشکل خود همبستگی بین باقیمانده‌ها وجود ندارد. در رویکرد پویا مقدار آماره J مربوط به آزمون سارگان و هانسن ۰/۳۰ است و اعتبار ابزارها تأیید می‌شود. با توجه به نتایج آزمون آرلانو و بلاند، احتمال آماره M در وقفه اول ۰/۰۰، کمتر از ۰/۰۱ و در وقفه دوم با احتمال ۱۳/، بیشتر از ۰/۰۵ است، در نتیجه فرض صفر پذیرفته می‌شود که نشان می‌دهد همبستگی سریالی مرتبه دوم در جملات خطا وجود ندارد و آزمون آرلانو و باند اعتبار الگو را تأیید می‌کند.

با توجه به دو الگوی ایستا و پویا، در هر دو الگو مقدار سطح معنی‌داری آماره t برای متغیر تغییر در افشای اطلاعات آینده نگر کمتر از سطح خطای ۰/۰۵ است، لذا فرض صفر رد می‌شود و در نتیجه تغییر در افشای اطلاعات آینده نگر بر کیوتوبین با عملکرد خوب در هر دو الگو تأثیر معنی‌داری دارد. در نتیجه فرضیه فرعی ۱-۲ پذیرفته می‌شود. با توجه به ضریب متغیر تغییر در افشای اطلاعات آینده نگر که مثبت است، نتیجه می‌شود تغییر در افشای اطلاعات آینده نگر بر کیوتوبین با عملکرد خوب تأثیر مثبت دارد. ضریب متغیر تغییر در افشای اطلاعات آینده نگر

در روش ایستا ۰/۰۰۱۱ بوده که نسبت به روش پویا (۰/۰۰۱۴) کمتر است؛ بنابراین نتایج رویکرد پویا در بررسی متغیرهای مؤثر بر برکیوتوبین با عملکرد خوب بهتر است.

جدول ۵. نتایج فرضیه فرعی ۱-۲

Tobin's $Q_{it} = \beta_0 + \beta_1$ Tobin's $Q_{it-1} + \beta_2 \Delta FLFD _{it} + \beta_3LnMK_{it} + \beta_4Lev_{it} + \beta_5 DIV_{it} + \beta_6CR_{it} + \beta_7GRTH_{it} + \beta_8CAPEX_{it} + \beta_9\% INST_{it} + Year Fixed Effect + Industry Fixed Effect + \epsilon$				Tobin's $Q = \beta_0 + \beta_1 \Delta FLFD _{it} + \beta_1LnMK_{it} + \beta_2Lev_{it} + \beta_3 DIV_{it} + \beta_4CR_{it} + \beta_5GRTH_{it} + \beta_6CAPEX_{it} + \beta_7\% INST_{it} + Year Fixed Effect + Industry Fixed Effect + \epsilon$				
روش GMM				روش OLS				
سطح معناداری	آماره t	خطای استاندارد د	ضریب متغیر	سطح معناداری	آماره t	خطای استاندارد	ضریب متغیر	متغیرهای الگو
۰/۰۰۰۰	۷/۵۲۵۸	۰/۰۱۲۱	۰/۰۹۱۲	۰/۰۰۰۰	۸.۸۲۲۳	۰/۰۱۲۵	۰/۱۱۰۶	عرض از مبدأ
۰/۰۴۸۳	۱/۹۷۶۷	۰/۰۰۰۷	۰/۰۰۱۴	۰/۰۲۸۰	۲/۱۹۹۳	۰/۰۰۰۵	۰/۰۰۱۱	تغییر در افشا آینده‌نگر
۰/۰۰۲۲	۳/۰۶۱۰	۰/۰۰۰۶	۰/۰۰۱۹	۰/۰۰۰۰	۵/۶۴۵۲	۰/۰۰۰۵	۰/۰۰۲۹	اندازه شرکت
۰/۰۲۲۲	۲/۲۸۹۵	۰/۰۰۱۵	۰/۰۰۳۳	۰/۰۳۱۹	۲/۱۴۷۳	۰/۰۰۲۷	۰/۰۰۵۷	اهرم مالی
۰/۲۴۴۵	-۱/۱۶۴۴	۰/۰۲۲۳	-۰/۰۲۵۹	۰/۰۱۳۱	-۲/۴۸۳۶	۰/۰۲۲۷	-۰/۰۵۶۳	سود تقسیمی
۰/۰۸۷۳	۱/۷۱۰۸	۰/۰۰۲۱	۰/۰۰۳۶	۰/۷۱۸۷	۰/۳۶۰۳	۰/۰۰۲۳	۰/۰۰۰۸	نقدینگی
۰/۰۵۹۱	-۱/۸۸۹۲	۰/۰۰۱۰	-۰/۰۰۱۹	۰/۰۲۰۰	-۲/۳۲۸۵	۰/۰۰۰۹	-۰/۰۰۲۲	رشد شرکت
۰/۰۹۹۲	۱/۶۴۹۸	۰/۰۰۲۸	۰/۰۰۴۶	۰/۰۸۶۹	۱/۷۱۲۹	۰/۰۰۲۱	۰/۰۰۳۶	مخارج سرمایه‌ای
۰/۰۸۶۲	۱/۷۱۶۷	۰/۰۰۱۹	۰/۰۰۳۳	۰/۰۰۴۱	۲/۸۷۳۶	۰/۰۰۱۴	۰/۰۰۴۰	مالکیت نهادی
۰/۰۲۴۹	۲/۲۴۴۸	۰/۰۱۲۶	۰/۰۲۸۴	-	-	-	-	وقفه کیوتوبین
نتیجه		آماره	آزمون	نتیجه		معناداری	آماره	آزمون تشخیص
اعتبار ابزارها		۰/۳۰	آماره J	روش تابلوبی		۰/۰۰	۷/۲۰	چاو
				اثرات ثابت		۰/۰۴	۲۱/۲۳	هاسمن
اعتبار الگو		۰/۰۰	AR(1)	ناهمسانی واریانس		۰/۰۰	۳۲۴۸/۸	آزمون LR
اعتبار الگو		۰/۱۳	AR(2)	تأیید کلی مدل		۰/۰۰	۴۰/۴۲	آماره F
				۰/۳۳		ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۳۵	ضریب تعیین
				عدم خود همبستگی		۱/۸۲		دوربین واتسون

فرضیه فرعی ۲-۲: بین تغییر در افشای اطلاعات آینده‌نگر و کیوتوبین با عملکرد ضعیف رابطه معناداری وجود دارد.

مطابق با جدول ۶، در رویکرد ایستا، آماره آزمون چاو در سطح ۱ درصد معنی‌دار است، بنابراین الگوی تابلویی پذیرفته می‌شود. با توجه به مقدار سطح معنی‌داری آزمون هاسمن که برابر $0/00$ و کمتر از $0/05$ است، در نتیجه روش اثرات ثابت پذیرفته می‌شود. با توجه به نتایج مربوط به سطح معناداری آزمون نسبت درست‌نمایی (LR) که کمتر از ۱ درصد است، فرض صفر رد می‌شود که نشان می‌دهد مشکل ناهمسانی واریانس باقیمانده‌ها وجود دارد. در نتیجه برای برطرف شدن این مشکل از رگرسیون حداقل مربعات تعمیم‌یافته استفاده شده است. آماره دورین واتسون برابر با $1/74$ است و مشکل خود همبستگی بین باقیمانده‌ها وجود ندارد. در رویکرد پویا مقدار آماره J مربوط به آزمون سارگان و هانسن $0/25$ است و اعتبار ابزارها تأیید می‌شود. با توجه به نتایج آزمون آرانو و بلاند، احتمال آماره M در وقفه اول $0/00$ ، کمتر از $0/01$ و در وقفه دوم با احتمال $14/$ ، بیشتر از $0/05$ است، در نتیجه فرض صفر پذیرفته می‌شود که نشان می‌دهد همبستگی سریالی مرتبه دوم در جملات خطا وجود ندارد و آزمون آرانو و باند اعتبار الگو را تأیید می‌کند.

با توجه به دو الگوی ایستا و پویا، در هر دو الگو مقدار سطح معنی‌داری آماره t برای متغیر تغییر در افشای اطلاعات آینده نگر کمتر از سطح خطای $0/05$ است، لذا فرض صفر رد می‌شود و در نتیجه تغییر در افشای اطلاعات آینده نگر بر کیوتوبین با عملکرد ضعیف در هر دو الگو تأثیر معنی‌داری دارد. در نتیجه فرضیه فرعی ۲-۲ پذیرفته می‌شود. با توجه به ضریب متغیر تغییر در افشای اطلاعات آینده نگر که مثبت است، نتیجه می‌شود تغییر در افشای اطلاعات آینده نگر بر بر کیوتوبین با عملکرد ضعیف تأثیر مثبت دارد. ضریب متغیر تغییر در افشای اطلاعات آینده نگر در روش ایستا $0/005$ بوده که نسبت به روش پویا ($0/040$) کمتر است؛ بنابراین نتایج رویکرد پویا در بررسی متغیرهای مؤثر بر بر کیوتوبین با عملکرد ضعیف بهتر است.

جدول ۶. نتایج فرضیه فرعی ۲-۲

Tobin's $Q_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{Tobin's } Q_{it-1} + \beta_2 \Delta \text{FLFD} _{it} + \beta_3 \text{LnMK}_{it} + \beta_4 \text{Lev}_{it} + \beta_5 \text{DIV}_{it} + \beta_6 \text{CR}_{it} + \beta_7 \text{GRTH}_{it} + \beta_8 \text{CAPEX}_{it} + \beta_9 \% \text{INST}_{it} + \text{Year Fixed Effect} + \text{Industry Fixed Effect} + \varepsilon$				Tobin's $Q = \beta_0 + \beta_1 \Delta \text{FLFD} _{it} + \beta_1 \text{LnMK}_{it} + \beta_2 \text{Lev}_{it} + \beta_3 \text{DIV}_{it} + \beta_4 \text{CR}_{it} + \beta_5 \text{GRTH}_{it} + \beta_6 \text{CAPEX}_{it} + \beta_7 \% \text{INST}_{it} + \text{Year Fixed Effect} + \text{Industry Fixed Effect} + \varepsilon$				
روش GMM				روش OLS				
سطح معناداری	آماره t	خطای استاندارد	ضریب متغیر	سطح معناداری	آماره t	خطای استاندارد	ضریب متغیر	متغیرهای الگو
۰/۰۰۰	-۲۷/۰۹۵	۰/۰۸۴	-۲/۲۸۹	۰/۰۰۰	-۵۸/۸۲۷	۰/۰۴۳	-۲/۵۴۰	عرض از مبدأ
۰/۰۴۶	۱/۹۹۴	۰/۰۲۰	۰/۰۴۰	۰/۰۴۵	۱/۹۹۶	۰/۰۰۲	۰/۰۰۵	تغییر در افشا آینده‌نگر
۰/۰۶۹	-۱/۸۲۱	۰/۰۰۲	-۰/۰۰۴	۰/۲۴۳	-۱/۱۶۸	۰/۰۰۳	-۰/۰۰۳	اندازه شرکت
۰/۰۲۳	۲/۲۷۷	۰/۰۱۹	۰/۰۰۴۲	۰/۰۲۱	۲/۳۱۵	۰/۰۲۴	۰/۰۵۵	اهرم مالی
۰/۱۵۸	۱/۴۱۲	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۴۷	۱/۹۹۰	۰/۰۰۰۲	۰/۰۰۱	سود تقسیمی
۰/۰۰۵	۲/۸۳۳	۰/۰۲۰	۰/۰۵۷	۰/۴۴۲	۰/۷۷۰	۰/۰۳۵	۰/۰۲۷	نقدینگی
۰/۲۹۲	۱/۰۵۴	۰/۰۰۱	۰/۰۰۱	۰/۷۱۱	-۰/۳۷۱	۰/۰۰۲	-۰/۰۰۱	رشد شرکت
۰/۰۵۱	-۱/۹۵۰	۰/۰۰۹	-۰/۰۱۷	۰/۰۲۴	-۲/۲۶۷	۰/۰۰۷	-۰/۰۱۵	مخارج سرمایه‌ای
۰/۰۰۰	-۴/۱۷۴	۰/۰۲۸	-۰/۱۵۷	۰/۰۰۹	-۲/۶۳۱	۰/۰۴۴	-۰/۱۱۶	مالکیت نهادی
۰/۰۰۱	۳/۲۸۲	۰/۰۲۹	۰/۰۹۵	-	-	-	-	وقفه کیوتوبین
نتیجه	معناداری	آماره	آزمون	نتیجه	معناداری	آماره	آزمون تشخیص	
اعتبار ابزارها	۰/۲۵	۷/۱۲	آماره J	روش تابلویی	۰/۰۰	۳/۵۴	چاو	
همبستگی سریالی در جملات خطا وجود ندارد	۰/۰۰	-۱۲/۷۲	AR(1)	اثرات ثابت	۰/۰۰	۲۰/۴۸	هاسمن	
				ناهمسانی واریانس	۰/۰۰	۸۷۶/۵۷	آزمون LR	
	۰/۱۴	-۱/۴۷	AR(2)	تأیید کلی مدل	۰/۰۰	۵/۸۴	آماره F	
				۰/۳۱	ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۳۴	ضریب تعیین	
				عدم خود همبستگی		۱/۷۴	دوربین واتسون	

فرضیه فرعی ۲-۳ بین تغییر در افشای اطلاعات آینده نگر و کیوتوبین با عملکرد خوب و عملکرد ضعیف تفاوت

معناداری وجود دارد.

جهت مقایسه دو مدل آزمون فرضیه‌های فرعی ۱-۲ و ۲-۲ و بررسی تفاوت بین شرکت‌های خوب و ضعیف، از آزمون Z کرامر استفاده شد. این آزمون معنی‌داری اختلاف بین ضرایب تعیین مدل برای شرکت‌های خوب و ضعیف را بررسی می‌کند. فرض صفر در این آزمون عدم تفاوت بین دو مدل می‌باشد. نتایج این آزمون در جدول ۷ ارائه شده است. همان‌طور که مشاهده می‌شود مقدار سطح معنی‌داری آزمون برابر صفر و کمتر از سطح خطای ۰/۰۵ است، در نتیجه فرض صفر رد می‌شود و اختلاف بین ضرایب تعیین دو مدل معنی‌دار است.

جدول ۷. نتایج آزمون کرامر

سطح معنی‌داری	آماره Z کرامر
۰/۰۰	۸/۹۳

فرضیه اصلی (۳) بین تغییر در افشای اطلاعات آینده نگر و ارزش شرکت (کیوتوبین تعدیل شده مبتنی بر صنعت) با عملکرد خوب و ضعیف رابطه معناداری وجود دارد.

جهت آزمون فرضیه سوم از ۳ مدل استفاده شده است که در مدل اول متغیر کیوتوبین تعدیل شده مبتنی بر صنعت با عملکرد خوب و در مدل دوم متغیر کیوتوبین تعدیل شده مبتنی بر صنعت با عملکرد ضعیف با دو روش ایستا و پویا برازش داده شده‌اند و در مدل سوم با استفاده از آزمون کرامر مدل اول و دوم با یکدیگر مقایسه شده‌اند. فرضیه فرعی ۱-۳ بین تغییر در افشای اطلاعات آینده‌نگر و کیوتوبین تعدیل شده مبتنی بر صنعت با عملکرد خوب رابطه معناداری وجود دارد.

مطابق با جدول (۸)، در رویکرد ایستا، آماره آزمون چاو در سطح ۱ درصد معنی‌دار است، بنابراین الگوی تابلویی پذیرفته می‌شود. با توجه به مقدار سطح معنی‌داری آزمون هاسمن که برابر ۰/۰۰ و کمتر از ۰/۰۵ است، در نتیجه روش اثرات ثابت پذیرفته می‌شود. با توجه به نتایج مربوط به سطح معناداری آزمون نسبت درست‌نمایی (LR) که کمتر از ۱ درصد است، فرض صفر رد می‌شود که نشان می‌دهد مشکل ناهمسانی واریانس باقیمانده‌ها وجود دارد. در نتیجه برای برطرف شدن این مشکل از رگرسیون حداقل مربعات تعمیم یافته استفاده شده است. آماره دورین واتسون برابر با ۱/۵۹ است و مشکل خود همبستگی بین باقیمانده‌ها وجود ندارد. در رویکرد پویا مقدار آماره J مربوط به آزمون سارگان و هانسن ۰/۲۶ است و اعتبار ابزارها تأیید می‌شود. با توجه به نتایج آزمون آرلانو و بلاند، احتمال

آماره M در وقفه اول ۰/۰۰، کمتر از ۰/۰۱ و در وقفه دوم با احتمال ۱۳/، بیشتر از ۰/۰۵ است، در نتیجه فرض صفر پذیرفته می‌شود که نشان می‌دهد همبستگی سریالی مرتبه دوم در جملات خطا وجود ندارد و آزمون آرلانو و باند اعتبار الگو را تأیید می‌کند.

با توجه به دو الگوی ایستا و پویا، در هر دو الگو مقدار سطح معنی‌داری آماره t برای متغیر تغییر در افشای اطلاعات آینده نگر کمتر از سطح خطای ۰/۰۵ است، لذا فرض صفر رد می‌شود و در نتیجه تغییر در افشای اطلاعات آینده نگر بر کیوتوبین تعدیل شده مبتنی بر صنعت با عملکرد خوب در هر دو الگو تأثیر معنی‌داری دارد. در نتیجه فرضیه فرعی ۱-۳ پذیرفته می‌شود. با توجه به ضریب متغیر تغییر در افشای اطلاعات آینده نگر که منفی است، نتیجه می‌شود تغییر در افشای اطلاعات آینده نگر بر بر کیوتوبین تعدیل شده مبتنی بر صنعت با عملکرد خوب تأثیر منفی دارد. ضریب متغیر تغییر در افشای اطلاعات آینده نگر در روش ایستا ۰/۰۰۴- بوده که نسبت به روش پویا (۰/۰۰۶-) کمتر است؛ بنابراین نتایج رویکرد پویا در بررسی متغیرهای مؤثر بر بر کیوتوبین تعدیل شده مبتنی بر صنعت با عملکرد خوب بهتر است.

جدول ۸. نتایج فرضیه فرعی ۱-۳

Tobin's $Q_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{Tobin's } Q_{it-1} + \beta_2 \Delta \text{FLFD} _{it} + \beta_3 \text{LnMK}_{it} + \beta_4 \text{Lev}_{it} + \beta_5 \text{DIV}_{it} + \beta_6 \text{CR}_{it} + \beta_7 \text{GRTH}_{it} + \beta_8 \text{CAPEX}_{it} + \beta_9 \% \text{INST}_{it} + \text{Year Fixed Effect} + \text{Industry Fixed Effect} + \varepsilon$				Tobin's $Q = \beta_0 + \beta_1 \Delta \text{FLFD} _{it} + \beta_1 \text{LnMK}_{it} + \beta_2 \text{Lev}_{it} + \beta_3 \text{DIV}_{it} + \beta_4 \text{CR}_{it} + \beta_5 \text{GRTH}_{it} + \beta_6 \text{CAPEX}_{it} + \beta_7 \% \text{INST}_{it} + \text{Year Fixed Effect} + \text{Industry Fixed Effect} + \varepsilon$				
روش GMM				روش OLS				
متغیرهای الگو	ضرب متغیر	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری	ضرب متغیر	خطای استاندارد	آماره t	
عرض از مبدأ	-۲/۵۳۷	۰/۰۵۳	-۴۸/۲۴۱	۰/۰۰۰	-۲/۲۸۶	۰/۰۸۷	۲۶/۲۱۶	
تغییر در افشا آینده‌نگر	-۰/۰۰۴	۰/۰۰۲	-۱/۹۸۷	۰/۰۴۷	-۰/۰۰۶	۰/۰۰۲	-۲/۵۷۹	
اندازه شرکت	-۰/۰۰۳	۰/۰۰۳	-۰/۹۳۳	۰/۳۵۱	-۰/۰۰۴	۰/۰۰۴	-۱/۰۵۵	
اهرم مالی	۰/۰۵۵	۰/۰۲۷	۲/۰۲۴	۰/۰۴۳	۰/۰۴۲	۰/۰۲۶	۱/۶۱۹	
سود تقسیمی	۰/۰۰۱	۰/۰۰۰۲	۲/۵۹۵	۰/۰۱۰	۰/۰۰۰۴	۰/۰۰۰۲	۲/۱۰۶	
نقدینگی	-۰/۰۲۷	۰/۰۲۹	-۰/۹۶۹	۰/۴۸۷	-۰/۰۵۷	۰/۰۲۸	۱/۵۰۸	
رشد شرکت	-۰/۰۰۱	۰/۰۰۲	-۰/۳۱۰	۰/۷۵۶	-۰/۰۰۱	۰/۰۰۲	۰/۵۲۷	
مخارج سرمایه‌ای	-۰/۰۱۵	۰/۰۰۷	-۲/۱۲۶	۰/۰۳۴	-۰/۰۱۷	۰/۰۰۶	-۲/۷۴۳	
مالکیت نهادی	-۰/۱۱۶	۰/۰۴۴	-۲/۶۶۱	۰/۰۰۸	-۰/۱۵۷	۰/۰۴۳	-۳/۶۷۷	
وقفه کیوتوبین تعدیل شده مبتنی بر صنعت	-	-	-	-	۰/۰۹۵	۰/۰۲۸	۳/۳۷۱	
آزمون تشخیص	آماره	معناداری	نتیجه	آزمون	آماره	معناداری	نتیجه	
چاو	۳/۵۴	۰/۰۰	روش تابلویی	آماره J	۷/۰۱	۰/۲۶	اعتبار ابزارها	
هاسمن	۲۰/۵۰	۰/۰۰	اثرات ثابت	AR(1)	-۱۲/۷۲	۰/۰۰	همبستگی سریالی در جملات خطا وجود ندارد	
آزمون LR	۷۸۶/۵۶	۰/۰۰	ناهمسانی واریانس	AR(2)	-۱/۴۵	۰/۱۳		
آماره F	۵/۸۴	۰/۰۰	تأیید کلی مدل					
ضرب تعیین	۰/۴۴	ضرب تعیین تعدیل شده	۰/۴۲					
دوربین واتسون	۱/۵۹		عدم خود همبستگی					

فرضیه فرعی ۳-۲ بین تغییر در افشای اطلاعات آینده‌نگر و کیوتوبین تعدیل شده مبتنی بر صنعت با عملکرد

ضعیف رابطه معناداری وجود دارد.

مطابق با جدول ۹، در رویکرد ایستا، آماره آزمون چاو در سطح ۱ درصد معنی‌دار است، بنابراین الگوی تابلویی پذیرفته می‌شود. با توجه به مقدار سطح معنی‌داری آزمون هاسمن که برابر $0/00$ و کمتر از $0/05$ است، در نتیجه روش اثرات ثابت پذیرفته می‌شود. با توجه به نتایج مربوط به سطح معناداری آزمون نسبت درستمایی (LR) که کمتر از ۱ درصد است، فرض صفر رد می‌شود که نشان می‌دهد مشکل ناهمسانی واریانس باقیمانده‌ها وجود دارد. در نتیجه برای برطرف شدن این مشکل از رگرسیون حداقل مربعات تعمیم‌یافته استفاده شده است. آماره دورین واتسون برابر با $1/5$ است و مشکل خود همبستگی بین باقیمانده‌ها وجود ندارد. در رویکرد پویا مقدار آماره J مربوط به آزمون سارگان و هانسن $0/41$ است و اعتبار ابزارها تأیید می‌شود. با توجه به نتایج آزمون آرلانو و بلاند، احتمال آماره M در وقفه اول $0/00$ ، کمتر از $0/01$ و در وقفه دوم با احتمال $1/9$ ، بیشتر از $0/05$ است، در نتیجه فرض صفر پذیرفته می‌شود که نشان می‌دهد همبستگی سریالی مرتبه دوم در جملات خطا وجود ندارد و آزمون آرلانو و باند اعتبار الگو را تأیید می‌کند.

با توجه به دو الگوی ایستا و پویا، در هر دو الگو مقدار سطح معنی‌داری آماره t برای متغیر تغییر در افشای اطلاعات آینده نگر کمتر از سطح خطای $0/05$ است، لذا فرض صفر رد می‌شود و در نتیجه تغییر در افشای اطلاعات آینده نگر بر کیوتوین تعدیل شده مبتنی بر صنعت با عملکرد ضعیف در هر دو الگو تأثیر معنی‌داری دارد. در نتیجه فرضیه فرعی ۳-۲ پذیرفته می‌شود. با توجه به ضریب متغیر تغییر در افشای اطلاعات آینده نگر که مثبت است، نتیجه می‌شود تغییر در افشای اطلاعات آینده نگر بر کیوتوین تعدیل شده مبتنی بر صنعت با عملکرد ضعیف تأثیر مثبت دارد. ضریب متغیر تغییر در افشای اطلاعات آینده نگر در روش ایستا $0/013$ - بوده که نسبت به روش پویا ($0/170$) کمتر است؛ بنابراین نتایج رویکرد پویا در بررسی متغیرهای مؤثر بر بر کیوتوین تعدیل شده مبتنی بر صنعت با عملکرد ضعیف بهتر است.

جدول ۹. نتایج فرضیه فرعی ۳-۲

Tobin's $Q_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{Tobin's } Q_{it-1} + \beta_2 \Delta \text{FLFD} _{it} + \beta_3 \text{LnMK}_{it} + \beta_4 \text{Lev}_{it} + \beta_5 \text{DIV}_{it} + \beta_6 \text{CR}_{it} + \beta_7 \text{GRTH}_{it} + \beta_8 \text{CAPEX}_{it} + \beta_9 \% \text{INST}_{it} + \text{Year Fixed Effect} + \text{Industry Fixed Effect} + \varepsilon$				Tobin's $Q = \beta_0 + \beta_1 \Delta \text{FLFD} _{it} + \beta_2 \text{LnMK}_{it} + \beta_3 \text{Lev}_{it} + \beta_4 \text{DIV}_{it} + \beta_5 \text{CR}_{it} + \beta_6 \text{GRTH}_{it} + \beta_7 \text{CAPEX}_{it} + \beta_8 \% \text{INST}_{it} + \text{Year Fixed Effect} + \text{Industry Fixed Effect} + \varepsilon$				
روش GMM				روش OLS				
متغیرهای الگو	ضریب متغیر	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری	ضریب متغیر	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری
عرض از مبدأ	-۳/۳۴۰	۰/۲۵۱	-۱۳/۲۸۵	۰/۰۰۰	-۰/۰۷۰	۰/۰۳۸	-۱/۸۳۶	۰/۰۶۷
تغییر در افشا آینده‌نگر	۰/۰۱۳	۰/۰۰۴	۳/۵۲۳	۰/۰۰۰	۰/۱۷۰	۰/۰۶۸	۲/۵۰۹	۰/۰۱۲
اندازه شرکت	-۰/۰۸۲	۰/۲۹۳	-۰/۲۷۹	۰/۷۸۰	۰/۰۷۱	۰/۰۴۴	۱/۶۳۸	۰/۱۰۲
اهرم مالی	۰/۰۵۰	۰/۰۴۶	۱/۰۹۷	۰/۲۷۳	۰/۰۱۲	۰/۰۰۸	۱/۵۳۴	۰/۱۲۵
سود تقسیمی	۰/۰۲۳	۰/۰۶۶	۰/۳۵۴	۰/۷۲۳	-۰/۰۰۳	۰/۰۰۵	-۰/۶۶۳	۰/۵۰۷
نقدینگی	۰/۰۳۸	۰/۰۴۱	۰/۹۲۶	۰/۳۵۵	۰/۰۰۴	۰/۰۰۳	۱/۵۰۳	۰/۱۳۳
رشد شرکت	-۰/۱۲۱	۰/۱۰۵	-۱/۱۴۳	۰/۲۵۳	۰/۰۰۶	۰/۰۰۷	۰/۹۰۱	۰/۳۶۸
مخارج سرمایه‌ای	۰/۴۰۰	۰/۰۰۷	۰/۵۸۹	۰/۵۵۶	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۱/۳۴۴	۰/۱۷۹
مالکیت نهادی	-۰/۲۴۹	۰/۱۰۷	-۲/۳۲۷	۰/۰۲۰	۰/۰۰۵	۰/۰۰۸	۰/۶۴۹	۰/۵۱۷
وقفه کیوتوبین تعدیل شده مبتنی بر صنعت	-	-	-	-	۰/۲۴۱	۰/۰۱۸	۱۳/۴۹۷	۰/۰۰۰
آزمون تشخیص	آماره	معناداری	نتیجه	آزمون	آماره	معناداری	نتیجه	
چاو	۴/۰۳	۰/۰۰	روش تابلویی	آماره J	۲/۷۳	۰/۴۱	اعتبار ابزارها	
هاسمن	۳۸/۶۵	۰/۰۰	اثرات ثابت	AR(1)	-۴/۰۱	۰/۰۰	همبستگی سریالی در جملات خطا وجود ندارد	
آزمون LR	۱۱۲۶/۵	۰/۰۰	ناهمسانی واریانس	AR(2)	-۱/۳۰	۰/۱۹		
آماره F	۲۱/۰۳	۰/۰۰	تأیید کلی مدل					
ضریب تعین	۰/۲۵	ضریب تعین تعدیل شده	۰/۲۳					
دوربین واتسون	۱/۵۷		عدم خود همبستگی					

فرضیه فرعی ۳-۳ بین تغییر در افشای اطلاعات آینده‌نگر و کیوتوبین تعدیل شده مبتنی بر صنعت با عملکرد

خوب و عملکرد ضعیف تفاوت معناداری وجود دارد.

جهت مقایسه دو مدل آزمون فرضیه‌های فرعی ۳-۱ و ۳-۲ و بررسی تفاوت بین شرکت‌های خوب و ضعیف، از آزمون Z کرامر استفاده شد. نتایج این آزمون در جدول ۱۰ ارائه شده است. همان‌طور که مشاهده می‌شود مقدار سطح معنی‌داری آزمون برابر صفر و کمتر از سطح خطای ۰/۰۵ است، در نتیجه فرض صفر رد می‌شود و اختلاف بین ضرایب تعیین دو مدل معنی‌دار است.

جدول ۱۰. نتایج آزمون کرامر

سطح معنی‌داری	آماره Z کرامر
۰/۰۰	۱۰/۲۷

بحث و نتیجه‌گیری

این پژوهش باهدف بررسی تغییر افشای اطلاعات آینده‌نگر و ارزش شرکت‌ها با عملکرد خوب یا ضعیف انجام شد. یافته‌های پژوهش نشان داد بین تغییر افشای اطلاعات آینده‌نگر و ارزش شرکت (کیوتوبین و کیوتوبین تعدیل شده مبتنی بر صنعت) رابطه معنادار وجود دارد. یافته اخیر با نتایج پژوهش‌های حسنین و حسینی (۲۰۱۶)، حسنین و همکاران (۲۰۱۸) و الزهار و همکاران (۲۰۱۵) که ارتباط مثبت بین افشای اطلاعات و ارزش شرکت پیدا کردند، مطابقت دارد. تغییر در افشای اطلاعات نسبتاً جدیدی را برای سرمایه‌گذاران ارائه می‌دهد و عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیریت و سرمایه‌گذاران را کاهش می‌دهد. افشای این اطلاعات از طریق تأثیر بر هزینه سرمایه شرکت یا جریان نقدی مورد انتظار آن، بر ارزش شرکت تأثیر می‌گذارد. این تغییر افشای اطلاعات خصوصاً اگر با تغییر عملکرد در جهت مثبت همراه باشد تأثیرگذاری را بیشتر و ارزش شرکت را افزایش می‌دهد. همچنین در شرکت‌های با عملکرد خوب بین تغییر افشای اطلاعات آینده‌نگر و عملکرد شرکت با ارزش شرکت (کیوتوبین)، رابطه مثبت و معنادار و در شرکت‌های با عملکرد ضعیف، بین تغییر افشای اطلاعات آینده‌نگر و عملکرد شرکت با ارزش شرکت (کیوتوبین)، رابطه منفی و معنادار وجود دارد. این نتیجه با یافته‌های حسنین و حسینی (۲۰۱۶) که بیان می‌کنند ارزش شرکت با تغییر در افشای اطلاعات آینده‌نگر در شرکت‌های با عملکرد ضعیف رابطه منفی و معنادار دارد، همسو است. همچنین بین ارزش شرکت برحسب کیوتوبین تعدیل شده مبتنی بر صنعت و تغییر افشای اطلاعات آینده‌نگر در

شرکت‌های با عملکرد خوب و ضعیف رابطه وجود دارد. این نتیجه با نتایج پژوهش حسنین و همکاران (۲۰۱۸) مطابقت دارد که بین ارزش شرکت‌ها و تغییر در افشای آینده‌نگر در شرکت‌های با عملکرد ضعیف رابطه معنی‌داری پیدا کردند. نتایج این بخش بر عکس حالت قبل (در شرکت‌های با عملکرد خوب رابطه بین تغییر افشای اطلاعات آینده‌نگر و عملکرد شرکت با ارزش شرکت، منفی و معنادار و در شرکت‌های با عملکرد ضعیف رابطه مثبت و معنادار) به دست آمد. بر این اساس به نظر می‌رسد در ارزیابی تأثیر تغییر افشای اطلاعات آینده‌نگر بر ارزش شرکت بهتر است از معیار کیوتوین استفاده شود. با توجه به یافته‌های پژوهش می‌توان بیان کرد تغییر در افشای اطلاعات آینده‌نگر می‌تواند بر ارزش شرکت‌ها تأثیر گذار باشد. این تأثیر در شرکت‌های با عملکرد خوب مثبت و در شرکت‌های با عملکرد ضعیف منفی خواهد بود. در نهایت بر اساس نتایج پژوهش بین تغییر در افشای اطلاعات آینده‌نگر و عملکرد با ارزش شرکت‌ها (کیوتوین) و همچنین ارزش شرکت‌ها با معیار کیوتوین تعدیل شده مبتنی بر صنعت رابطه معناداری وجود دارد. این نتیجه با یافته‌های حسنین و همکاران (۲۰۱۸) مطابقت دارد. بر اساس مبانی نظری عملکرد مثبت شرکت‌ها به مدیران انگیزه تغییر در افشای آینده‌نگر سالانه می‌دهد. این افشا بر اساس تئوری علامت‌دهی به سرمایه‌گذاران سیگنال مثبت در جهت آینده رو به رشد شرکت‌ها را داده و در نهایت منجر به افزایش ارزش شرکت خواهد شد.

همچنین مقایسه نتایج آزمون فرضیه‌ها با دو رویکرد ایستا و پویا نشان داد که در تمام فرضیه‌های پژوهش، نتایج دو رویکرد همسو می‌باشد که باعث افزایش قابلیت اتکای روابط شده است. از طرف دیگر نتایج نشان داد با ورود با وقفه ارزش سال قبل شرکت به مدل به‌عنوان متغیر مستقل (رویکرد پویا)، در بیشتر فرضیه‌های پژوهش منجر به افزایش ضریب معناداری متغیر تغییر در افشای آینده‌نگر در پیش‌بینی ارزش شرکت گردیده است بنابراین می‌توان نتیجه گرفت که رویکرد پویا نسبت به رویکرد ایستا منجر به نتایج بهتری شده است. لذا به تحلیل گران و سرمایه‌گذاران بازار سرمایه توصیه می‌شود در پیش‌بینی‌های خود از رویکرد پویا استفاده نمایند.

بر اساس نتایج این پژوهش و مطابق آنچه در بخش بحث و نتیجه‌گیری بیان شد، تغییر افشای اطلاعات آینده‌نگر می‌تواند بر ارزش شرکت‌ها تأثیر گذار باشد لذا به مدیران شرکت‌های با عملکرد مثبت پیشنهاد می‌شود به جهت تأثیرگذاری مثبت این گونه افشا بر

ارزش شرکت، گزارش‌های سالانه خود را با این رویکرد تهیه نمایند و افشای اطلاعات آینده‌نگر را سال به سال به‌روزرسانی نمایند تا بر طبق تئوری علامت‌دهی به سرمایه‌گذاران بازار سرمایه، آینده رو به رشد شرکت را اطلاع‌رسانی نمایند و از این طریق بر ارزش شرکت بیفزایند. در خصوص تأثیر منفی تغییر افشای آینده‌نگر بر ارزش شرکت‌های با عملکرد ضعیف، از آنجا که مدیران این شرکت‌ها تمایل کمتری به تغییر افشای اطلاعات آینده‌نگر دارند و به جهت اهمیت این موضوع در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران، به نهادهای قانون‌گذار پیشنهاد می‌گردد در راستای افزایش کارایی بازار سرمایه و کمک به بهینه‌سازی تصمیم‌گیری، قوانین و مقرراتی را در راستای التزام شرکت‌ها به افشای اطلاعات آینده‌نگر تدوین نمایند و به سازمان بورس اوراق بهادار توصیه می‌گردد تنبیهاتی برای شرکت‌هایی که از افشای چنین اطلاعاتی استتکاف می‌ورزند (از جمله بسته شدن نماد شرکت متمرد برای چند روز) در نظر بگیرد.

افشا و تغییر سالانه اطلاعات آینده‌نگر یا عدم افشا و عدم تغییر آن تبعاتی (از جمله محیط رقابتی و محیط دادرسی و مسئولیت اجتماعی) برای شرکت‌ها و مدیران شرکت‌های با عملکرد خوب و ضعیف دارد. علیرغم الزام شرکت‌ها به افشای اطلاعات آینده‌نگر مطابق دستورالعمل اجرایی افشای اطلاعات توسط شرکت‌های بورسی، مدیران باانگیزه‌های مختلفی ممکن است به تغییر سالانه افشای اطلاعات آینده‌نگر و یا عدم تغییر در آن اقدام نمایند که بر اساس نتایج این پژوهش بر ارزش شرکت‌ها و در نتیجه بهبود کیفیت تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران و کارایی بازار سرمایه مؤثر خواهد بود. مطابق آنچه در ادبیات و مبانی نظری پژوهش آمده مدیران شرکت‌های با عملکرد موفق ممکن است برای نشان دادن قدرت مدیریت و عملکرد خوب خود، اقدام به تغییر افشای آینده‌نگر نمایند و از طرف دیگر مدیران شرکت‌های با عملکرد ضعیف ممکن است برای نمایش قدرت مدیریت خود در تغییر وضعیت کنونی اقدام به افشای اطلاعات آینده‌نگر نمایند. اینکه مدیران شرکت‌های با عملکرد خوب و ضعیف با چه انگیزه‌ای دست به تغییر افشای آینده‌نگر می‌نمایند می‌تواند موضوع پژوهش‌های آتی باشد و از طریق مصاحبه یا پرسشنامه انگیزه‌های آنان مورد بررسی قرار گیرد.

منابع

آقایی متعلقی، ندا؛ علی‌خانی، رضیه؛ مران جوری، مهدی و صمدی لرگانی، محمود.

- (۱۴۰۲). تبیین ابعاد کمی و کیفی افشای اطلاعات آتی در گزارش سالانه شرکت‌ها در ایران، نشریه دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت، ۱۲(۴۶)، ۴۵۹-۴۷۲.
- تفتیان، اکرم؛ منصوری محمدآبادی، فاطمه و حسن زاده نفوتی، محمد. (۱۴۰۳). بررسی انگیزه‌های مدیران در تغییر افشای اطلاعات آینده نگر با استفاده از مدل‌های ایستا و پویا، نشریه حسابداری مالی، ۱۶(۶۱)، ۶۰-۸۴.
- تفتیان، اکرم؛ ناظمی اردکانی، مهدی و فتوحی خانکهدانی، محبوبه. (۱۴۰۰). ارزیابی تأثیر مقوله‌های الگوی افشای اطلاعات آینده نگر، نشریه دانش حسابداری مالی، ۸(۱)، ۶۵-۹۲.
- جلالی، سید حمید؛ همتی، حسن؛ فرجی، امید و جباری، حسین. (۱۴۰۳). مدیریت سود واقعی، مدیریت سود واقعی تهاجمی و کیفیت حسابرسی، مجله پژوهش‌های کاربردی در گزارشگری مالی، ۱۳(۲۴)، ۳۳-۷۵.
- خدای پور، احمد و جانتنی، امین. (۱۳۹۵). بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی بر سطح افشای اطلاعات آتی، کنفرانس علمی مدیریت، حسابداری، اقتصاد و بیمه. زنجان، شرکت طراحان پادنا.
- رشیدی، محسن. (۱۳۹۸). تأثیر کیفیت افشا و کیفیت محیط اطلاعاتی بر هموارسازی سودهای تقسیمی، مجله پژوهش‌های کاربردی در گزارشگری مالی، ۸(۱۵)، ۱۱۷-۱۴۰.
- طاهری، ماندانا؛ بزرگ اصل، موسی و پرورپور، رامین. (۱۴۰۳). بررسی تأثیر عدم تقارن اطلاعاتی بر رابطه بین ویژگی‌های هیئت مدیره و فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت‌های عضو بورس اوراق بهادار تهران، مجله پژوهش‌های کاربردی در گزارشگری مالی، ۱۳(۲۴)، ۷-۳۲.
- فتوحی خانکهدانی، محبوبه؛ تفتیان، اکرم و ناظمی اردکانی، مهدی. (۱۴۰۰). تدوین الگوی افشای اطلاعات آینده نگر با رویکرد مبتنی بر نظریه داده بنیاد، نشریه دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت، ۱۱(۴۱)، ۱۲۹-۱۴۴.
- فلاح زاده ابرقویی، احمد؛ تفتیان، اکرم و حیرانی، فروغ. (۱۳۹۸). بررسی رابطه افشای اطلاعات با همزمانی قیمت سهام و ریسک سقوط آن با استفاده از سیستم معادلات همزمان، فصلنامه دانش حسابداری، ۱۰(۳۶)، ۱۶۹-۱۹۴.
- مسعودیان، سید محمدرضا؛ احدی سرکانی، سید یوسف؛ محمودی، محمد و قویدل دوست کویی، صالح. (۱۴۰۱). اثرات افشای اطلاعات آینده‌نگر بر واکنش قیمت سهام در

شرایط عدم اطمینان محیط بیرونی. *دانش سرمایه‌گذاری*، ۱۱(۴۱)، ۳۵۶-۳۳۳.
 منصوری محمدآبادی، فاطمه؛ تفتیان، اکرم و معین‌الدین، محمود. (۱۴۰۳). تدوین الگوی
 افشای ریسک آینده نگر در گزارش‌های سالانه شرکت با روش پدیدارشناسی و تحلیل
 مضمون، *نشریه دانش حسابداری مالی*، ۱۱(۲)، ۸۹-۱۱۳.

Aghaie Motealeghi, N., Alikhani, R., Maranjory, M., & Samadi Largani, M. (2023). Explanation of the quantitative and qualitative dimensions of forward-looking information disclosure in the annual reports of companies in Iran, *Iranian Management Accounting Association*, 12 (46), 459- 472. [In Persian].

Bozanic, Z., Roulstone, D., & Van Buskirk, A. (2018). Management earnings forecasts and forward-looking statements. *Journal of Accounting and Economics*, 65(1): 1-20.

Brown, S., & Tucker, J. (2011). Large-sample evidence on firms' year-over-year MD&A modifications. *Journal of Accounting Research*, 49 (2): 309-345.

Choi, A., Kristian, J., Joseph, C., & Voon, B. H. (2022). Determinants of forward-looking information disclosure by top malaysian companies within a resource-based view framework. *Management & Accounting Review*, 21(3).

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.

Elzahar, H. Hussainey, K. Mazzi, F. & Tsalavoutas, I. (2015). Economic consequences of key performance indicators' disclosure quality. *International Review of Financial Analysis*, forthcoming, 39: 96-112.

Fallahzadeh Abarghouhei, A., Taftiyan, A., & Heirany, F. (2019). Relationship between information disclosure with the stock price synchronicity and crash risk of falling stock prices within simultaneous equations system. *Journal of Accounting Knowledge*, 10 (36), 169 -194. [In Persian].

Fotouhi Khankahdani, M., Taftiyan, A., & Nazemi Ardakani, M. (2022). Developing a forward-looking information (FLI) disclosure Pattern with a grounded theory-based approach. *Journal of Management Accounting and Auditing Knowledge*, 11(41), 129-144 . [In Persian].

Gangadharan, V., & Padmakumari, L. (2024). Fogging the firm

- performance: an empirical examination of the annual report readability in India. *International Journal of Disclosure and Governance*, 21(2), 211-226.
- Hassan, O. & Marston, C. (2010). Disclosure measurement in the empirical accounting literature: a Review Article. economics and finance working paper series, University of Brunel, UK, Available: <http://www.brunel.ac.uk/about/acad/sss/depts/economics>.
- Hassanein, A. & Hussainey, KH. (2016). Is forward-looking financial disclosure really informative? Evidence from UK narrative statements. *International Review of Financial Analysis*.41: 52-61. DOI :10.1016/J.IRFA.2015.05.025.
- Hassanein, A. (2015). Informativeness of unaudited forward-looking financial disclosure: Evidence from UK narrative reporting (doctoral dissertation, Plymouth University).
- Hassanein, A., Zalata, A & Khaled Hussainey, KH. (2018). Do forward-looking narratives affect investors' valuation of UK FTSE all-shares firms? *Review of Quantitative Finance and Accounting*. 52, 493–519. <https://doi.org/10.1007/s11156-018-0717-6>.
- Jalali, S., Hemmati, H., Faraji, O., & Jabbari, H. (2024). Real earnings management, aggressive real earnings management and audit quality. *Applied Research in Financial Reporting*, 13(1), 33-75. [In Persian].
- Jerico, M. & Utami, W. (2021). The effect of profitability, capital structure, and forward-looking information on investment risk. *Journal of Life Economics*, 8(2):147-156. DOI: 10.15637/jlecon.8.2.01.
- Karismatulloh, R. A., & Puspawati, D. (2024). Forward looking information disclosure: aspek corporate attribute. *Journal of Social and Economics Research*, 6(1), 1796-1810.
- Khodamipour, A., & Jantani, Amin. (2015). Investigating the effect of corporate governance on the level of future information disclosure, *scientific conference on management, accounting, economics and insurance. Zanjan, Padna designers company*. [In Persian].
- Kiliç, M. Kuzey, C. (2018). Determinants of forward-looking disclosures in integrated reporting, managerial auditing journal. *Managerial Auditing Journal*, 33 (1): 115-144. DOI 10.1108/MAJ-12-2016-1498.
- Kitagawa, N. & Okuda, S. (2016). Management forecasts, idiosyncratic risk, and the information environment, *The International Journal*

- of Accounting*, <http://dx.doi.org/10.1016/j.intacc.2016.10.002>
- Li, W. (2017). Level of business insights in the MD &A and nonprofessional investors' judgments. *Accounting & finance*, 57(4), 1043-1069.
- Mahboub, R. M. (2019). The determinants of forward-looking information disclosure in annual reports of Lebanese Commercial Banks. *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, 23(4): 1-18.
- Mansuri Mohammad Abadi, F., Taftiyan, A., & Moeinadin, M. (2024). Developing pattern of forward-looking risk disclosure in annual reports with the phenomenological approach and attride-stirling theme analysis. *Financial Accounting Knowledge*, 11(2), 89-113. [In Persian].
- Masoudian, S. M. R., Ahadi Serkani, Y., Mahmoodi, M., & Ghavidel, S. (2022). Effects of forward-looking information disclosure on stock price response in external environment encertainty. *Journal of Investment Knowledge*, 11(41), 333-356. [In Persian]
- Merkley, K. (2014). Narrative disclosure and earnings performance: evidence from R&D. *Accounting Review*, 89 (2): 725-757.
- Munir, Q., Akram, B., & Abbas, S. A. (2024). Understanding stock price dynamics with dividend-related metrics and financial indicators in Pakistan's non-financial sectors. *Journal of Business and Economic Options*, 7(1), 1-9.
- Puspayanti, W., & Puspawati, D. (2024). Forward looking information disclosure: Aspek Tata Kelola Perusahaan. *Journal of Social and Economics Research*, 6(1), 810-824.
- RASHIDI, B. M. (2020). The impact of disclosure quality and quality of information environment on Dividend Smoothing. *Appleid Research in Financial Reporting*, 8(15), 117 -140. [In Persian]
- Taftiyan, A., Mansuri Mohammad Abadi, F., & Hassanzadeh Nafouti, M. (2024). Investigating managers' motivations in changing forward-looking information disclosure using static and dynamic models. *Quarterly Financial Accounting*, 16(61), 84-60. [In Persian].
- Taftiyan, A., Mansuri Mohammadabadi, F. (2023). Integrated modeling of causes and consequences of forward-looking information disclosure in annual reports. *Iranian Journal of Finance*, 7(2), 122-151.
- Taftiyan, A., Nazmi Ardakani, M., & Fotouhi Khankahdani, M. (2021). Evaluating the impact of the categories of the forward-looking information disclosure pattern. *Financial Accounting Knowledge*,

8(28), 65-92. [In Persian].

Taheri, M., Bozorgasl, M., & Parvarpour, R. (2024). Investigation of the effect of information asymmetry on the relationship between board characteristics and investment opportunities in Tehran Stock Exchange. *Applied Research in Financial Reporting*, 13(24), 7-32. [In Persian].

Xing, X. & Yan, S. (2019). Accounting information quality and systematic risk. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 52: pages 85–115