

## خوانایی گزارش هیأت مدیره و عکس العمل سرمایه گذاران ( با توجه به اخبار اقتصادی - سیاسی )

حسنا قهرمانی صغیر<sup>۱</sup> / فاطمه صراف<sup>۲</sup> / رویا دارابی<sup>۳</sup>

### چکیده

گزارش های مالی تنها منبع اطلاعاتی داخلی شرکت هستند که از جانب هیأت مدیره در اختیار سرمایه گذاران قرار می گیرند. ویژگی های کیفی اطلاعات ارائه شده که نقش به سزایی در تخصیص بهینه منابع دارند، تا حد زیادی به خوانایی اطلاعات وابسته است. با توجه به این واقعیت که خوانایی و دریافت سریع پیام از گزارش یکی از ویژگی های کیفی اساسی ارائه اطلاعات است، تحقیق حاضر بدنبال بررسی تأثیر این ویژگی کیفی بر واکنش سرمایه گذاران و افزایش کیفیت افشاء اختیاری شرکت ها می باشد. خوانایی گزارش هیأت مدیره از طریق مدل فوگ و واکنش سرمایه گذاران با استفاده از دو معیار بازده غیرعادی تجمعی و حجم معاملات اندازه گیری شده است. جامعه آماری این تحقیق شامل: شرکت های حاضر در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس طی سال های ۱۳۹۲-۱۳۹۶ می باشد که از میان آنها ۱۸۹ شرکت با استفاده از روش نمونه گیری حذف سیستماتیک برای مطالعه انتخاب شدند. برای آزمون فرضیه ها از روش رگرسیون چند متغیره، داده های تابلویی و نرم افزار ای ویوز استفاده شده است. نتایج بیانگر ارتباط معنادار بین عکس العمل سرمایه گذاران و خوانایی گزارش هیأت مدیره است، با این وجود رابطه بین خوانایی گزارش هیأت مدیره و عکس العمل سرمایه گذاران نسبت به اخبار مهم اقتصادی - سیاسی مورد تایید قرار نگرفت. با توجه به قابلیت تحقیق حاضر در آگاه سازی سرمایه گذاران از نحوه ارائه اطلاعات توسط مدیر و خوانایی گزارش ها، نتایج تحقیق کاربردی می باشند.

**واژگان کلیدی:** خوانایی گزارش هیأت مدیره، عکس العمل سرمایه گذاران، بازده

غیرعادی تجمعی

**طبقه بندی موضوعی:** M40, M41

۱. دانشجوی دکتری، گروه حسابداری، واحد تهران جنوب، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران

۲. استادیار، گروه حسابداری، واحد تهران جنوب، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران (نویسنده مسئول)

Aznyobe@yahoo.com

۳. دانشیار، گروه حسابداری، واحد تهران جنوب، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران

## ۱- مقدمه

گزارش‌های مالی نتیجه نهایی فرایند حسابداری بوده که مبنای تصمیم‌گیری طیف گسترده‌ای از سرمایه‌گذاران قرار می‌گیرد. طبق مفاهیم نظری گزارشگری مالی اگر قرار باشد اطلاعات ارائه شده مطلوبیت تصمیم‌گیری را به‌مراه داشته باشد باید قابل درک باشد (نوروش و همکاران، ۱۳۸۹). اهمیت درک اطلاعات به حدی است که پل ارتباطی بین سرمایه‌گذاران و تصمیم‌گیری مطلوب عنوان شده است (ستایش و همکاران، ۱۳۹۱). دستیابی به این هدف مستلزم افشای مناسب، دقیق و خوانای اطلاعات مالی و سایر اطلاعات مربوط می‌باشد. دلیل اصلی نیاز به گزارشگری مالی و افشای اطلاعات، عدم تقارن اطلاعات و تضاد منافع بین مدیران و سرمایه‌گذاران می‌باشد. اگرچه استانداردهای حسابداری و حسابرسی به عنوان دو ساز و کار نهادی باعث تعدیل شکاف اطلاعاتی بین مدیران و مالکان می‌شود، اما این شکاف اطلاعاتی را بصورت کامل از بین نمی‌برد از این رو افشای داوطلبانه می‌تواند به ارائه اطلاعات سودمند، بهبود اعتبار گزارشگری مالی و نیز درک نقش اطلاعات حسابداری در ارزش‌گذاری شرکت و تامین مالی آن، کمک کند. درک بهتر سرمایه‌گذاران از مدیر با توجه به ارائه اطلاعاتی فراتر از چارچوب استانداردها و قوانین باعث بالاتر رفتن ارزش شرکت می‌شود. بنابراین، مدیران می‌توانند با ارائه داوطلبانه اطلاعات، پیش‌بینی خود در رابطه با محیط اقتصادی آتی شرکت و ارائه پیش‌بینی‌های سود و بازده، باعث افزایش ارزش سهام و در نتیجه بالا رفتن موقعیت رقابتی شرکت در صنعت مربوط به خود شوند.

امروزه بخش زیادی از اطلاعات مالی از طریق اسناد متنی منتشر می‌گردد با توجه به اینکه قابل فهم بودن یکی از شاخه‌های اصلی ویژگی کیفی اطلاعات طبق چارچوب نظری می‌باشد اما قابلیت درک اطلاعات و مسائل مرتبط یکی از مشکلات اساسی استفاده کنندگان بشمار می‌آید در دهه ۱۹۶۵ گلدبرگ ادعا کرد که "این موضوع مبالغه نیست که بیان کنیم مشکل برقراری ارتباط یک مشکل اساسی در حسابداری است". اسناد متنی حسابداری شامل صورتهای مالی مالی سالانه شرکت‌ها به همراه سایر گزارش‌های حسابداری از جمله گزارش حسابرسی ابزارهایی برای انتقال اطلاعات حسابداری محسوب می‌شوند و گروه‌های مختلف از این اطلاعات مکتوب برای تصمیم‌های مالی مناسب بهره می‌گیرند. به هر حال زبان استفاده شده در این منابع اطلاعاتی ساده و روان نبوده و مدام در حال تغییر است (حسینی و همکاران، ۱۳۹۴).

در سال ۱۹۶۷ کمیسیون بورس اوراق بهادار آمریکا یک گروه مطالعاتی برای ارائه رهنمودهایی به منظور بهبود رویه‌های افشای شرکت‌ها تشکیل داد نتایج نشان داد که سرمایه‌گذاران معمولی قادر به

فهم سریع گزارش های پیچیده نمی باشند، بنابراین گزارش توصیه نمود که شرکت ها از ارائه گزارش های پیچیده، طولانی و زائد خودداری نمایند (سرهنگی و همکاران، ۱۳۹۳). از سال ۱۹۹۳ کمسیون بورس اوراق بهادار آمریکا تلاش هایی را به منظور انتشار گزارش های قابل فهم تر شروع نمود در واقع بطور مداوم سعی دارد گزارش ها خواناتر و با تفسیر راحت تر ارائه شوند. انجمن حسابداران رسمی امریکا نیز برای بیشتر نشدن فاصله بین گزارش های متنی با قابلیت درک آن توسط استفاده کننده فشار زیادی بر تدوین کنندگان استانداردهای حسابداری وارد می نمایند که تدوین کنندگان هر بار که استاندارد جدیدی تدوین می شود از معرفی اصطلاحات جدید خودداری نمایند (بورک<sup>۴</sup>، ۱۹۹۷). در صورتی که اطلاعات محرمانه و ناهمگون ارائه شود عکس العمل های متفاوتی در بازارهای مالی مشاهده میشود که تحلیل های نادرست و گمراه کننده را به همراه خواهد داشت با در نظر گرفتن این واقعیت که افراد همیشه منطقی نیستند، تعصبات مالی می تواند تصمیمات مالی را تحت تأثیر قرار دهد (سینایی و داوودی، ۱۳۸۸). با توجه به این مهم کمسیون بورس اوراق بهادار آمریکا شرکت ها در ارائه اطلاعات با بیان روان و خنوانایی بالا تشویق نموده و در متون دانشگاهی همواره به اهمیت خنوانایی تاکید داشته است همچنین نکته مهم دیگر در عدم خنوانایی گزارش ها اینست که سرمایه گذاران به دلیل ابهام و خنوانایی ضعیف گزارش های شرکت، اطلاعات درون سازمانی را قابل اتکاء ندانسته و به دنبال اطلاعات خارج از سازمان می باشند و این مسئله افزایش عدم اطمینان نسبی سرمایه گذاران نسبت به اطلاعات ارائه شده و همچنین عدم شفافیت را به دنبال خواهد داشت (باقری و همکاران، ۱۳۹۷).

لی<sup>۵</sup> (۲۰۰۸) معتقد است که خنوانایی ضعیف گزارش های مالی تحلیل سرمایه گذاران را برای اخذ تصمیمات بهینه بر اساس اطلاعات ارائه شده سخت تر می نماید رنکمپ<sup>۶</sup> (۲۰۱۲) بیان نمود سرمایه گذاران نسبت به گزارش های با خنوانایی اندک به دلیل غیر قابل اتکا دانستن اطلاعات ارائه شده عکس العمل کمتری نسبت به آن داشته و تمایل دارند به جستجوی سایر اطلاعات خارج از شرکت بپردازند و واکنش آنها به گزارش های مالی کاهش می یابد و از آنجا که اطلاعات خارج از سازمان بسیار متنوع و گسترده می باشد می تواند باعث سردرگمی سرمایه گذاران و اختلال در تصمیم گیری او شوند (اسکات<sup>۷</sup>، بروک و رنکمپ، ۲۰۱۶).

<sup>4</sup> Burke

<sup>5</sup> Li

<sup>6</sup> Rennkamp

<sup>7</sup> Scott

بنابراین، مطالعه رفتار مالی نقش مهمی در تصمیم‌گیری‌های مالی ایفا می‌کند. با وجود قوانین مختلف گزارش‌ها طولانی‌تر شدند حال مسئله اصلی اینست که داده‌های اضافی برای استفاده‌کنندگان مفید می‌باشند؟ در واقع باید بیان نمود اطلاعات سودمند در میان زیادی متن و اطلاعات زائد گزارش‌های سالانه پنهان شده است (رادین<sup>۸</sup>، ۲۰۰۷). تحقیقات گذشته نامه مدیرعامل یا اسناد معادل آن نظیر تجزیه و تحلیل و بحث مدیر و نامه رئیس را بعنوان یک بخش اساسی و مهم از گزارش سالانه توصیف کردند. و میزان نفوذ آنان بروی سرمایه‌گذاران و سایر استفاده‌کنندگان از گزارش‌های مالی سالانه مورد بحث قرار دادند. از طریق نامه مدیرعامل، مدیریت می‌تواند باورها، ارزش‌ها و نگرش‌های خود را برای سهامداران بیان کند. بنابراین گزارش مدیر یک بینش برای انگیزش و مقاصد مدیرعامل فراهم می‌کند. همچنین نگرشی از فعالیت‌ها و عملکرد شرکت فراهم می‌کند. در نتیجه هر اندازه اطلاعات با لحن ساده، به دور از ابهام و پیچیدگی و استفاده کمتر از استعاره و جملات سخت (از منظر زبانشناسی) ارائه شوند برای استفاده‌کنندگان راحت‌تر قابل فهم و درک بوده و نتایج آتی بهتر پیش‌بینی شده و تصمیمات بهینه‌تری اتخاذ می‌گردد. طبق تحقیق یو و ژانگ<sup>۹</sup> (۲۰۰۹) یک واکنش تاخیری برای گزارش‌های پیچیده گزارش شد همچنین لهاوی<sup>۱۰</sup> و همکاران (۲۰۱۱) نشان دادند که سهام‌شرکتهای دارای گزارش‌هایی با سطوح خوانایی ضعیف توسط تحلیل‌گران بیشتری پوشش داده می‌شود در نتیجه پراکندگی تحلیل‌ها بیشتر و صحت آنها پایین‌تر است این محققان بحث می‌کنند که با افزایش هزینه پردازش گزارش‌های مالی با خوانایی پایین، به تحلیل‌گران بیشتری به منظور تحقق تقاضای سرمایه‌گذاران جهت درک اطلاعات نیاز است.

با توجه به اینکه اطلاعات جدید ارائه شده بر روی عکس‌العمل سرمایه‌گذار تأثیرگذار می‌باشد در تحقیق حاضر نیز بطور تجربی بررسی شده است که آیا قابلیت درک و خوانایی اطلاعات ارائه شده در گزارش هیأت‌مدیره به عنوان افشای اختیاری بر روی حجم معاملات و بازده غیرعادی تجمعی تأثیرگذار می‌باشد؟ و همچنین آیا خوانایی گزارش هیأت‌مدیره بر روی عکس‌العمل سرمایه‌گذار نسبت به اخبار مهم اقتصادی - سیاسی نیز تأثیرگذار می‌باشد؟

---

<sup>8</sup> Radin

<sup>9</sup> You & Zhang

<sup>10</sup> Leavy

## ۲. مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

### ۲-۱. خوانایی گزارش هیأت مدیره

یکی از هدف های اصلی گزارشگری مالی، تامین اطلاعات مورد نیاز برای تصمیم گیری بهینه است و قابلیت فهم اطلاعات ارائه شده نقش بسزایی در سودمندی این تصمیمات دارد از این رو قانون گذاران کمیسیون بورس اوراق بهادار، همواره بر اهمیت خوانایی و قابل فهم بودن گزارش های مالی در حفاظت از منافع سهامداران تاکید دارند (حسن<sup>۱۱</sup>، ۲۰۱۷). مسئله دیگر در خوانایی اطلاعات برقراری ارتباط آن با استفاده کنندگان می باشد. امروزه بخش زیادی از اطلاعات مالی از طریق اسناد متنی منتشر می گردد با توجه به اینکه قابل فهم بودن یکی از شاخه های اصلی ویژگی کیفی اطلاعات طبق چارچوب نظری می باشد اما قابلیت درک اطلاعات و مسائل مرتبط، یکی از مشکلات اساسی استفاده-کنندگان بشمار می آید این موضوع در عمل باعث شده افراد غیر متخصص اصطلاحات بکار رفته در حوزه واژگان حسابداری و همچنین نوع جمله بندی گزارش های را به سختی درک نموده و ارتباط ضعیفی با گزارش های برقرار نمایند و این مسئله می تواند یکی از دلایل کم توجهی استفاده کنندگان به گزارش های مالی باشد. هیئت استانداردهای حسابداری مالی (۲۰۰۵) مسئله خوانایی ضعیف و عدم درک اطلاعات حسابداری و همچنین ناکافی بودن اطلاعات را به استانداردهای حسابداری مالی نسبت می دهد در واکنش به این شرایط، هیأت استانداردهای حسابداری مالی پروژه تدوین و بازایی را برای تدوین ادبیات حسابداری معتبر آغاز کرد. این پروژه در تاریخ ۱ جولای ۲۰۰۹ اجرا شد تا به این ترتیب یک منبع معتبر برای اصول عمومی پذیرفته شده حسابداری غیر دولتی در آمریکا ایجاد شود (حسینی و همکاران، ۱۳۹۴). بر اساس نظریه مبهم، بازار ممکن است به اطلاعاتی که پیچیده افشا شده باشد با تاخیر واکنش نشان دهد در نتیجه مدیران تمایل دارند زمانی که عملکرد شرکت ضعیف است اطلاعات را بصورت مبهم و پیچیده ارائه نمایند (آجینا<sup>۱۲</sup> و همکاران، ۲۰۱۶). بطور کلی مطالعات صورت گرفته در رابطه با پیچیدگی گزارش های سالانه و شاخص های مالی می توان به دوطبقه تقسیم نمود: گروه نخست، معتقدند که خوانایی گزارش های مالی عاملی موثر بر عملکرد مالی آتی شرکت و رفتار قیمت سهام است بر این اساس آنتویلر و فرانک<sup>۱۳</sup> (۲۰۰۴) و لی (۲۰۰۸) بیان می کند که بازده و سودهای آتی سهام را می توان از طریق لحن ارائه اطلاعات توسط مدیران در بیان عملیات شرکت پیش بینی نمود. دومین گروه از مطالعات، به جنبه دیگر خوانایی پرداختند در این راستا، برخی از

11 Hassan

12 Ajina

13 Antweiler, Frank

محققان تأثیر پیچیدگی افشای اطلاعات بر عدم تقارن اطلاعاتی و نقد شوندگی سهام را مورد مطالعه قرار دادند بطوری که میلییر<sup>۴</sup>(۲۰۱۰) و لورنس<sup>۱۵</sup>(۲۰۱۳) بیان نمودند استخراج اطلاعات سودمند از تجزیه و تحلیل گزارش‌های پیچیده، مستلزم صرف هزینه و زمان زیادی می‌باشد و سرمایه‌گذاران در شرکت‌هایی با گزارش پیچیده سرمایه‌گذاری نمی‌نمایند. پیش فرض این قضیه فرضیه افشای ناقص است پردازش اطلاعات پیچیده هزینه بیشتری دارد و شاید در قیمت‌های بازار منعکس نگردد بنابراین سرمایه‌گذار برای تجزیه و تحلیل گزارش‌هایی با خوانایی ضعیف و قابلیت فهم مشکل، نیازمند صرف زمان زیادی جهت کسب اطلاعات مفید باشد همچنین این گزارش‌ها هزینه استفاده از خدمات تحلیل‌گران را بعد از استفاده‌کنندگان قرار می‌دهد. در نتیجه سرمایه‌گذاران در پاسخ به این گزارش‌ها اقدام به سرمایه‌گذاری نمی‌کنند و حجم معاملات این شرکت‌ها، قیمت سهام و بازده غیر عادی آن کاهش می‌یابد. علاوه بر این بر پایه مدیریت سود فرصت طلبانه، شرکت‌های دارای مدیریت سود گزارش‌های مالی پیچیده‌تر و با خوانایی کمتری منتشر می‌کنند تا بدین طریق رفتار فرصت طلبانه مدیران را پنهان نموده و امکان شناسایی آن توسط سرمایه‌گذاران، تحلیل‌گران مالی و سایر نهادهای قانونی را کاهش دهند (سرهنگی و همکاران، ۱۳۹۶).

در این راستا ویژگی‌های زبانشناختی و تحلیل محتوایی حسابداری از چند سال اخیر مورد توجه قرار گرفته و پیچیدگی اطلاعات و گزارش‌های مالی از طریق اندازه‌گیری توانایی مطالعه گزارش‌های مالی و یادداشت‌های همراه صورت‌های مالی مورد بررسی قرار گرفت. یافته‌ها نشان داد که شرکت‌هایی که دارای سود ناپایدار هستند، افشاء اطلاعات آنها از قابلیت مطالعه یا خواندن پایین‌تری برخوردار هستند. بلومفیلد<sup>۱۶</sup> در ۲۰۰۸ مشخص نمود که شرکت‌های زیانده از الفاظ پیچیده بیشتری در گزارش‌های استفاده می‌کنند و همچنین شرکت‌هایی که گزارش حسابداری آنها دارای خوانایی ضعیف بوده و در بند شرط و بندهای توضیحی ابهام داشتند، در سال‌های آتی ورشکست می‌شدند. بر این اساس، مطالعه در مورد محتوای زبانی و قابلیت خواندن گزارش‌های مالی لزوم بازار سرمایه ایران می‌باشد تا افشاء اطلاعات کامل، صحیح و بدون ابهام و پیچیدگی ارائه شود و بازار سرمایه به سمت کارکردی صحیح پیش رود. نتایج تحقیق فوق علاوه بر بسط مبانی نظری و ادبیات تحقیق، نقش خوانایی گزارش هیأت‌مدیره را بر عکس‌العمل سرمایه‌گذاران بررسی نموده و نقش گزارش‌های قابل فهم و خوانا را برای مدیران و سایر استفاده‌کنندگان از گزارش‌های مالی تبیین می‌نماید.

---

<sup>14</sup> Miller

<sup>15</sup> Lawrence

<sup>16</sup> Bloomfield

## ۲-۲. عکس العمل سرمایه گذاران

در اکثر کشورها، شناخت فرآیند تصمیم گیری مشارکت کنندگان در بورس، همواره موضوعی مهم برای مشارکت کنندگان و سرمایه گذاران در بازار بوده است. در این کشورها، محققان تلاش های قابل توجهی جهت مطالعه و درک رفتار سرمایه گذاران و به دنبال آن تاثیرپذیری این عوامل از افشای اطلاعات مالی و شفافیت اطلاعات مالی داشت اند، چرا که رفتارهایی که متأثر از شفاف سازی اطلاعات مالی هستند از اهمیت ویژه ای برخوردارند. و توجه به اینکه رفتار سرمایه گذاران از عوامل گوناگون متأثر است نیز حایز اهمیت می باشد. این عوامل به وجود آورنده ابهامات رفتاری در رفتار سرمایه گذاران است که یکی از علل اصلی این ابهامات رفتاری، موضوع عدم اطمینان و عدم شفافیت اطلاعات مالی است که تحلیل های نادرست و گمراه کننده همراه خواهد داشت.

طبق تحقیقات انجام شده بورس اورا بهادار تهران از کارایی لازم و تعریف شده توسط فاما برخوردار نیست (سینایی و محمودی، ۱۳۸۵)، در نتیجه ممکن است عکس العمل قیمت اوراق بهادار نسبت به اطلاعات جدید بیشتر از حد یا کمتر از حد مورد انتظار باشد. واکنش سرمایه گذاران، مسأله‌ی کلیدی در ایجاد بازده است، هرچه میزان این واکنش بیشتر باشد، میزان بازده غیر عادی بیشتر است (دانیل<sup>۱۷</sup> و همکاران، ۱۹۹۸). این واکنش افراطی سرمایه گذاران موجب می شود نوسان قیمت سهام بیشتر شود، ثبات نسبی قیمت از بین برود و امنیت سرمایه گذاری در بازار کاهش یابد و در مواردی موجب خروج سرمایه گذاران از بازار گردد. در چنین شرایطی تخصیص بهینه که از کارکردهای مهم بازار سرمایه است تضعیف می شود و تصمیمات مدیران و یا سرمایه گذاران انفرادی از ریسک بالاتری برخوردار می شود و هم چنین حوادثی نظیر وضعیت تغییرات قیمت سهام و نوسان شاخص بورس که در اثر تصمیمات و عکس العمل های سرمایه گذاران در سال های گذشته رخ داده است، به وجود می آید. سال ها پس از آنکه فرضیه بازار کارا، در نقش فرضیه ای راهنما در تشریح و پیش بینی رفتار سرمایه گذاران منطقی در ادبیات مالی مطرح شد و استدلال نمود قیمت های جاری سهام، برآوردکننده های نااریبی از ارزش های پایه ای آنها هستند که خود را بصورت آتی با حوادث غیرقابل پیش بینی منطبق می کنند. این فرضیه در قالب دو فرضیه مبسوط تر مطرح گردید؛ فرضیه واکنش بیش از اندازه از سوی دی بونت و تالر<sup>۱۸</sup> (۱۹۸۵) و فرضیه اطلاعات نامطمئن از سوی براون، هارلو و تینیک<sup>۱۹</sup> (۱۹۸۸) فرضیه واکنش بیش از اندازه، عکس العمل بیش از حدی

<sup>17</sup> Daniel

<sup>18</sup> DeBond., Thaler

<sup>19</sup> Brown, Harlow, Tinic

را برای سرمایه‌گذاران در حوادث و اخبار غیر منتظره متصور است، به طوری که قیمت‌های اوراق بهادار، بعد از واکنش بیش از اندازه به اخبار بد (خوب)، به تدریج افزایش (کاهش) خواهد یافت. در نهایت استدلال فرضیه واکنش بیش از اندازه آن است که سرمایه‌گذار می‌تواند قانون معامله مخالفی را وضع کند، که خرید سهام شرکت‌های بازنده و فروش سهام شرکت‌های برنده برای تولید بازده‌های غیرعادی را در بر می‌گیرد (دی بونت و تالر ۱۹۸۵ و ۱۹۸۷) فرضیه اطلاعات نامطمئن بیان می‌کند که ورود اطلاعات غیر منتظره، چه خوب یا بد، عدم قطعیت و ریسک را در بازارهای سرمایه افزایش می‌دهد. در پاسخ افزایش عدم قطعیت، سرمایه‌گذاران با قیمت‌گذاری منطقی سهام کمتر از ارزش‌های پایه‌ای آنها عمل می‌کنند. سپس روندی تصحیح‌کننده عمده شواهد حاکی از رفتاری هیجانی از سوی سرمایه‌گذاران بورسی در معاملات سهام، چه در هنگام انتشار اخبار مطلوب (خوب)، و چه در هنگام ورود اخبار نامطلوب (بد)، در بورس اوراق بهادار تهران است. بدین جهت کارایی بازار سهام ایران از منظر واکنش هیجانی به اخبار اقتصادی و سیاسی جای تردید دارد و نیاز به شناسایی رفتار سرمایه‌گذاران در این بازار احساس می‌شود. با این وجود به نظر می‌رسد که دانش مالی رفتاری بعنوان پارادایمی جدید در علوم مالی بتواند چنین رفتاری را توجیه نماید. (عکس العمل اخبار)

هیأت استاندارد های حسابداری مالی<sup>۲۰</sup> افشای اختیاری را به عنوان "اطلاعات اساسی خارج از صورتهای مالی که بطور صریح توسط قوانین و استانداردهای حسابداری مورد نیاز نیست" توصیف نموده است. افشای اختیاری اطلاعات شامل افشای اطلاعاتی است که در پاسخ به افزایش نیازمندی‌ها و شامل اطلاعات مالی و دیگر اطلاعاتی است که مدیران شرکت‌ها آن را مرتبط با نیاز گروه‌های مختلف ذی‌نفعان می‌پندارند.

چنین افشایی با هدف کاهش تقارن اطلاعاتی و به منظور ایجاد شفافیت است. نظریه افشای اختیاری بیان می‌دارد که مدیران، در صورت فزونی منافع افشا بر هزینه‌های آن، اطلاعاتی از شرکت را که تحت مدیریت خود دارند، افشا خواهند نمود (هیتزمن<sup>۲۱</sup> و همکاران، ۲۰۱۰). اطلاعات مفید و مربوط تهیه شده از طریق افشای اختیاری، فرآیند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران را بهبود می‌بخشد و سایر استفاده‌کنندگان از افشای اطلاعات شرکت را در موقعیت مناسبتری برای تخصیص منابع اقتصادی قرار می‌دهد. شرکت‌کنندگان در بازار سرمایه به دنبال اطلاعات با کیفیت بالا هستند تا

<sup>20</sup> FASB, 2000

<sup>21</sup> Heitzman



بدین طریق عدم تقارن اطلاعاتی بین خود و مدیران را کاهش دهند. یکی از پیش نیازهای اساسی و تأثیرگذار بر مربوط بودن اطلاعات حسابداری، کیفیت و سطح افشای به کار رفته در تهیه آن اطلاعات است (هلستورم، ۲۰۰۶) سطح افشای اختیاری بکار رفته در تهیه گزارش های مالی ممکن است کیفیت اطلاعات تهیه شده را تحت تأثیر قرار دهد و باعث افزایش ارزش آن اطلاعات و مربوط بودن آنها شود.

سایرامانیان<sup>۲۲</sup> و همکاران (۱۹۹۳)، به بررسی رابطه بین قابلیت خواندن و سود خالص و بازگشت سرمایه پرداختند و به این نتیجه رسیدند که گزارش های سالیانه شرکت هایی که سوددهی دارند بطور معناداری قابل درک تر از شرکت های ضعیف می باشند. جونز<sup>۲۳</sup> و همکاران (۱۹۹۴) مروری از ۳۲ مطالعه در زمینه حسابداری، تجارت و مدیریت در ارتباط با قابلیت خواندن گزارش های سالیانه ارائه کردند. اغلب این مطالعات به دنبال ارزیابی قابلیت خواندن گزارش سالیانه و اجزای آن بودند و به این نتیجه رسیدند که سطح قابلیت خواندن محدود است. میلر (۲۰۱۰)، مقیاسی از قابلیت خواندن گزارش براساس SEC توسعه داده است و به این نتیجه رسید که گزارش های با قابلیت خواندن پایین تر موجب کاهش حجم دادوستد خصوصا در بین سرمایه گذاران کوچک، می شوند. به بیان دیگر، او ارتباط بین واکنش سرمایه گذاران به خوانایی گزارش های مالی را مورد بررسی قرار داد که فرضیه تأیید گردید. کین لو<sup>۲۴</sup> و همکاران (۲۰۱۶)، به بررسی مدیریت سود و قابلیت خواندن گزارش های هیأت مدیره پرداختند. در این مقاله به این مسئله پرداخته شده است که قابلیت خواندن متفاوت از مدیریت سود می باشد و نتایج تحقیق نشان می دهد که شرکت هایی که درآمدهای خود را مدیریت می کنند گزارش های هیأت مدیره و نامه مدیر دارای پیچیدگی و ابهام بیشتر می باشد.

اسکات و بروک<sup>۲۵</sup> (۲۰۱۶)، به بررسی واکنش و حساسیت سرمایه گذاران به خوانایی افشاهای شرکت پرداختند. در تحقیق فوق، حساسیت و واکنش سرمایه گذاران به خوانایی با استفاده از اطلاعات بیرونی که از گزارش های تحلیلگران به دست می آید؛ سنجیده می شود. یافته های تحقیق نشان می دهد که سرمایه گذار زمانی برای ارزیابی و قضاوت خود به دنبال اطلاعات بیرونی بجای اطلاعات ارائه شده شرکت است؛ که افشاهای شرکت خوانایی ضعیفی داشته باشد و همچنین نتایج نشان داد که شرکت هایی که عملکرد ضعیفی دارند به ارائه اطلاعات با خوانایی ضعیف، روآورده تا ضعف عملکرد خود را

<sup>22</sup> Subramanian

<sup>23</sup> Jones

<sup>24</sup> Lo

<sup>25</sup> Scot, Brooke

کتر نمایند. آی من<sup>۲۶</sup> و همکاران (۲۰۱۶)، به بررسی این مسئله پرداختند که آیا قابلیت خواندن گزارش‌های مالی، سطحی از مدیریت سود را مشخص می‌کند یا خیر؟ این مطالعه بر روی بازار سهام فرانسه بین سال‌های ۲۰۱۰ تا ۲۰۱۳ انجام شد و دربرگیرنده ۱۶۳ شرکت بود. در این مقاله، قابلیت خواندن گزارش‌های سالیانه را با استفاده از شاخص Gunning-Fog ارزیابی شده و مدیریت درآمدها توسط مدل‌های دیچو<sup>۲۷</sup> و همکاران (۱۹۹۵) اندازه‌گیری شده است. نتیجه حاکی از وجود رابطه‌ای مثبت و معنادار بین سطح تنظیمات حسابداری و شاخص Fog هستند. در حقیقت، شرکت‌هایی که درآمدهای خود را مدیریت می‌کنند، قابلیت خواندن گزارش‌های سالیانه را پیچیده‌تر می‌نمایند.

چان هسی<sup>۲۸</sup> و همکاران (۲۰۱۶)، به بررسی ارتباط بین خوانایی گزارش تحلیل گران و بازده سهام شرکتها در با چین پرداختند نتایج حاکی از آن است که خوانایی گزارش‌های تحلیل گران سبب کاهش عدم اطمینان پیش بینی سود و افزایش قیمت سهام می‌شود. ژو<sup>۲۹</sup> و همکاران (۲۰۱۸)، در مقاله‌ای به بررسی ارتباط سن مدیرعامل و خوانایی گزارش‌های مالی شرکت‌ها پرداختند. نتایج بررسی‌های صورت گرفته توسط آن‌ها نشان داد که مدیران عامل با تجربه‌تر به مرور زمان، توانا تر و اخلاق مدارتر می‌شوند به این ترتیب، هرچه سن مدیرعامل بیشتر باشد، مسائل اخلاقی را به میزان بیشتری در گزارشگری‌های مالی سالانه شرکت‌ها رعایت می‌کند.

سابرامانیان<sup>۳۰</sup> و همکاران (۱۹۹۳)، به بررسی رابطه بین قابلیت خواندن و سود خالص و بازگشت سرمایه پرداختند و به این نتیجه رسیدند که گزارشات سالیانه‌ی شرکت‌هایی که سوددهی دارند بطور معناداری قابل درک‌تر از شرکت‌های ضعیف می‌باشند. سرهنگی و همکاران (۱۳۹۳)، در مقاله‌ای به بررسی اثر پیچیدگی گزارشگری مالیر رفتار معاملاتی سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه ایران پرداختند. نتایج نشان داد که گزارش‌های پیچیده منجر به کاهش حجم معاملات سرمایه‌گذاران می‌شود. همچنین اثرات گزارشگری پیچیده بر کاهش حجم معاملات سرمایه‌گذاران کوچک در مقاله با سرمایه‌گذاران بزرگ بیشتر است. در نهایت پیچیدگی گزارش‌ها باعث کاهش توافق معاملاتی بین سرمایه‌گذاران می‌شود. صفری و همکاران (۱۳۹۵)، به ارزیابی رابطه بین مدیریت سود و خوانایی گزارش‌های مالی با رویکرد تجربی فرصت طلبانه پرداختند بدین منظور از شاخص فوگک و طول

<sup>26</sup> Aymen

<sup>27</sup> Dechow

<sup>28</sup> Chun Hsieh

<sup>29</sup> Qio

<sup>30</sup> Subramanian

کلمات برای ارزیابی خوانایی گزارش های مالی و از مدل کازنیک برای محاسبه مدیریت سود استفاده گردید یافته های تحقیق حاکی از وجود رابطه منفی بین مدیریت سود و خوانایی گزارش های مالی و تایید رویکرد مدیریت سود فرصت طلبانه است. بی نیازی و حنایی (۱۳۹۶)، در مقاله ای به بازشناسی عناصر موثر بر خوانایی بر ادراک بزرگسالان مطالعه موردی بلوار امامیه-مشهد پرداختند. یافته های مقاله آن ها منتج از معیارها و شاخص هایی است که محیط مطالعه آزمون شده است و حکایت از آن دارد که ساختار ادراکی بزرگسالان به ترتیب از طریق عناصر مسیر، گره و نشانه خوانا شکل می گیرد. همچنین ارتباط مستقیم میان عناصر شاخص در ذهن بزرگسالان در بازه های سنی متفاوت و خوانایی محیط وجود دارد.

صفری و رضایی (۱۳۹۷)، در مقاله ای به بررسی توانایی مدیریت و خوانایی گزارشگری مالی پرداختند. بر اساس نظریه علامت دهی، مدیران توانمند معمولاً از عملکرد بهتری برخوردار بوده و تمایلی به پنهان نمودن عملکرد مطلوب خود ندارند. از این رو سعی می کنند تا با انتشار گزارش های مالی خواناتر، عملکرد مطلوب و توانایی های خود را به عموم ذینفعان و بازار مخابره نمایند. مطابق با پیش بینی نظریه علامت دهی نتایج نشان می دهد که توانایی مدیریت موجب بهبود خوانایی گزارشگری مالی شرکت ها می گردد. همچنین نتایج تجزیه و تحلیل اضافی حاکی از آن است که در شرکت های بزرگتر، رابطه بین توانایی مدیریت و خوانایی گزارشگری مالی قوی تر است.

باقری و همکاران (۱۳۹۷)، در مقاله ای به بررسی خوانایی صورت های مالی و حساسیت سرمایه گذاران به استفاده از اطلاعات حسابداری پرداختند. یافته های تجربی پژوهش حاکی از وجود رابطه معنادار و معکوس بین خوانایی صورت های مالی و حساسیت سرمایه گذاران به استفاده از اطلاعات حسابداری است؛ همچنین حساسیت یاد شده برای شرکت هایی که سرمایه گذاران غیر عمده و غیر حرفه ای بیشتری دارند، بالاتر است. این یافته ها می تواند از منظر حفاظت از منافع سرمایه گذاران غیر حرفه ای و غیر عمده به ویژه برای ناظران بازار سرمایه کاربرد داشته باشد.

با نظر به اهمیت خوانایی گزارش های مالی و مطالعه رفتاری استفاده کنندگان اطلاعات در بازار سرمایه فرضیه های زیر تدوین گردید.

فرضیه ۱- بین خوانایی گزارش هیأت مدیره و بازده غیرعادی تجمعی رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه ۲- بین خوانایی گزارش هیأت مدیره و حجم معاملات رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه ۳- بین خوانایی گزارش هیأت مدیره و بازده غیرعادی تجمعی نسبت به اخبار سیاسی و

اقتصادی رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه ۴- بین خوانایی گزارش هیأت مدیره و حجم معاملات نسبت به اخبار سیاسی و اقتصادی رابطه معناداری وجود دارد.

### ۳. روش تحقیق

این تحقیق از لحاظ هدف، تحقیق کاربردی و از لحاظ روش، از نوع تحقیقات توصیفی است. این تحقیقات برای بررسی و توزیع ویژگی های یک جامعه آماری به کار گرفته می شود و از لحاظ نوع فرضیه ها از نوع تحقیقات همبستگی می باشد، که در این نوع از تحقیقات رابطه ی میان متغیرها بر اساس هدف تحقیق، تحلیل می گردد که در آن اثر متغیر مستقل بر متغیر وابسته از طریق رگرسیون مورد بررسی قرار می گیرد (سرمد و همکاران، ۱۳۸۶).

جامعه آماری این پژوهش شامل تمامی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بوده و نمونه آماری به روش حذفی بر اساس شرایط زیر برگزیده شده است. به دلیل متفاوت بودن ماهیت فعالیت ها جزء شرکت های سرمایه گذاری، واسطه گری، هلدینگ، لیزینگ و بانک ها بودند، شرکت هایی که پایان سال مالی آنها به ۱۲/۲۹ ختم نشده است، شرکت های مورد نظر از ابتدای سال ۱۳۹۲ تا انتهای سال ۱۳۹۶ در عضویت بورس اوراق بهادار نبوده اند، شرکت های که در طول دوره پژوهش تغییر سال مالی داشته اند، طی دوره پژوهش فعالیت مستمر نداشته و معاملات آنها در بورس دچار وقفه بیش از سه ماه بوده است. پس از حذف شرکت های فاقد معیارهای یاد شده از بین کل شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس، تعداد ۱۸۹ شرکت به عنوان جامعه ی غربال شده آماری این پژوهش مطابق با جدول ۱ باقی ماندند و داده های مربوط به ۵ سال (۱۳۹۶-۱۳۹۲) سال-شرکت می شود، از صورت های مالی حسابرسی شده، نرم افزار ره آورد نوین استخراج شد.

جدول (۱): جامعه ی غربال شده آماری

۶۴۴	تعداد شرکت های پذیرفته شده در بورس و فرابورس
۱۴۹	به دلیل متفاوت بودن ماهیت فعالیت ها جزء شرکت های سرمایه گذاری، واسطه گری، هلدینگ، لیزینگ و بانک ها بودند.
۹۷	شرکت هایی که پایان سال مالی آنها به ۱۲/۲۹ ختم نشده است.
۷۲	شرکت های مورد نظر از ابتدای سال ۱۳۹۲ تا انتهای سال ۱۳۹۶ در عضویت بورس اوراق بهادار نبوده اند.
۶۳	شرکت های که در طول دوره پژوهش تغییر سال مالی داشته اند.
۷۴	طی دوره پژوهش فعالیت مستمر نداشته و معاملات آنها در بورس دچار وقفه بیش از سه ماه بوده است
-	اطلاعات مالی شرکت در دوره ی مورد مطالعه در دسترس نبود.
۱۸۹	تعداد کل شرکت ها باقیمانده با توجه به محدودیت های مورد نظر

### ۳-۱. مدل آزمون فرضیه‌ها

در پژوهش حاضر خوانایی گزارش هیأت مدیره از طریق مدل فوگک محاسبه شده و نقش خوانایی به عنوان یک متغیر مستقل در عکس العمل سرمایه گذاران مورد ارزیابی قرار می‌گیرد. جهت محاسبه عکس العمل سرمایه گذاران از دو شاخص بازده غیرعادی تجمعی و حجم معاملات در تاریخ های مربوط به انتشار گزارش هیأت مدیره و انتشار اخبار مهم اقتصادی و سیاسی استفاده می‌کنیم. بدین ترتیب که عکس العمل سرمایه گذاران در فرضیه اول اختلاف بین بازده غیر عادی تجمعی ۳۰ روز قبل و بعد از انتشار گزارش هیأت مدیره و در فرضیه دوم اختلاف بین حجم معاملات ۳۰ روز قبل و بعد از انتشار گزارش هیأت مدیره می‌باشد.

جهت محاسبه عکس العمل در فرضیه سوم و چهارم ابتدا اخبار مهم اقتصادی و سیاسی در دوره آزمون از نشریات و پایگاههای اطلاعاتی استخراج و با نظر خبره گان و کارشناسان سرمایه گذاری در بازار سرمایه اخبار مهم در هر سال انتخاب گردید. عکس العمل سرمایه گذاران در فرضیه سوم اختلاف میانگین بازده غیر عادی تجمعی در ۳۰ روز قبل و بعد از انتشار اخبار مهم اقتصادی و سیاسی و در فرضیه چهارم اختلاف میانگین حجم معاملات در ۳۰ روز قبل و بعد از انتشار اخبار مهم اقتصادی و سیاسی می‌باشد.

(۱) مدل آزمون فرضیه اول

$$CAR_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Readability_{i,t} + \beta_3 EPS_{i,t} + \beta_4 ROA_{i,t} + \beta_5 FL_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

(۲) مدل آزمون فرضیه دوم

$$VOL_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Readability_{i,t} + \beta_3 EPS_{i,t} + \beta_4 ROA_{i,t} + \beta_5 FL_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

(۳) مدل آزمون فرضیه سوم

$$CInvestor\ reaction_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Readability_{i,t} + \beta_3 EPS_{i,t} + \beta_4 ROA_{i,t} + \beta_5 FL_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

(۴) مدل آزمون فرضیه چهارم:

$$VInvestor\ reaction_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Readability_{i,t} + \beta_3 EPS_{i,t} + \beta_4 ROA_{i,t} + \beta_5 FL_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

## ۲-۳. متغیرهای پژوهش

## ۱-۲-۳. متغیرهای وابسته:

## بازده غیرعادی تجمعی (CAR)

به منظور افزایش اعتماد اندازه گیری متغیر وابسته پژوهش، از نرخ بازده غیر عادی تجمعی سهام (CAR) استفاده شده است. برای محاسبه این متغیر در هر دوره مالی، از مدل تعدیل شده بازار استفاده شده است و در این مدل فرض شده است بازده بازار نتیجه فرآیند مورد انتظار بازده سهام شرکت ها در هر دوره زمانی می باشد. بنابراین تفاضل بازده واقعی شرکت  $i$  در دوره زمانی  $t$  با بازده بازار در همان دوره نشانگر بازده غیرعادی سهام شرکت  $i$  در دوره  $t$  است. با استفاده از روش رویداد آرایبی ۳۰ روزه، که در فرضیه اول در دامنه تاریخ انتشار گزارش فعالیت هیأت مدیره و در فرضیه سوم با استفاده از روش رویداد آرایبی ۳۰ روزه در دامنه تاریخ انتشار اخبار سیاسی و اقتصادی، محاسبه می شود. برای محاسبه بازده غیرعادی تجمعی از روابط ذیل استفاده شده است (هانگ و همکاران، ۲۰۱۰).

ابتدا نرخ بازده غیرعادی سهام، با استفاده از رابطه زیر محاسبه می شود:

$$AR_{it} = R_{it} - R_{mt} \quad (5)$$

که در رابطه فوق؛  $AR_{it}$ : بازده غیرعادی سهام شرکت  $i$  در روز  $t$  و  $R_{it}$ : بازده سهام شرکت  $i$  در روز  $t$ ؛ که از رابطه ذیل برآورد می شود:

$$R_{it} = \frac{P_{it} + D_{it} - P_{it-1}}{P_{it-1}} \quad (6)$$

در رابطه (۶) نیز؛  $P_{it}$ : قیمت سهام شرکت  $i$  در روز  $t$ ،  $P_{it-1}$ : قیمت سهام شرکت  $i$  در ابتدای روز  $t$  یا انتهای روز  $t-1$ ؛  $D_{it}$ : سود سهام

پرداختی توسط شرکت  $i$  در روز  $t$  و  $R_{mt}$ : بازده بازار شرکت  $i$  در روز  $t$  می باشد که از رابطه ذیل برآورد می شود:

$$R_{mt} = \frac{TEDPIX_t - TEDPIX_{t-1}}{TEDPIX_{t-1}} \quad (7)$$

که  $TEDPIX_t$ : شاخص بازده نقدی و قیمت در پایان روز  $t$  است.

پس از محاسبه نرخ بازده غیرعادی سهام هر شرکت، نرخ بازده غیرعادی تجمعی سهام شرکت  $i$  در دوره  $t$  ( $CAR_{it}$ ) بر اساس رابطه زیر برآورد می شود:

$$CAR_{it} = CAR_A - CAR_B \quad (۸)$$

در رابطه فوق؛  $CAR_A$ : نرخ بازده غیرعادی تجمعی سهام بعد از تاریخ انتشار و  $CAR_B$ : نرخ بازده غیرعادی تجمعی سهام قبل از تاریخ انتشار می باشد که به ترتیب با استفاده از روابط (۹) و (۱۰) محاسبه می شوند:

$$CAR_A = \sum_{30}^{-1} AR_{it} \quad (۹)$$

$$CAR_B = \sum_{1}^{30} AR_{it} \quad (۱۰)$$

### حجم معامله (VOL)

حجم معاملات در فرضیه دوم برابر است با متوسط حجم معاملات روزانه سهام یک ماه پس از انتشار گزارش فعالیت هیأت مدیره منهای یک ماه قبل از انتشار گزارش فعالیت هیأت مدیره تقسیم بر متوسط حجم معاملات روزانه سهام در یک ماه قبل از انتشار گزارش فعالیت هیأت مدیره. حجم معاملات در فرضیه چهارم برابر است با متوسط حجم معاملات روزانه سهام یک ماه پس از انتشار اخبار سیاسی - اقتصادی منهای یک ماه قبل از انتشار اخبار سیاسی - اقتصادی تقسیم بر متوسط حجم معاملات روزانه سهام در یک ماه قبل از انتشار اخبار سیاسی - اقتصادی.

### ۲-۳. متغیر مستقل:

#### خوانایی گزارش هیأت مدیره (Readability)

واژه خوانایی به معنای روش تخمینی احتمال موفقیت خواننده در خواندن و درک یک متن؛ پیام یا گزارش است و زمانی یک گزارش در انتقال پیام و جذب مخاطب موفق است که به نوشتار و اشکال آن، متعهد بوده باشد؛ تا به آسانی درک شود برای سنجش خوانایی متون معمولاً از ۵ روش فرای، کاگینگ فوگ، فلش، کلوز و مک لافلین استفاده می شود. در این تحقیق با توجه به اینکه خوانایی گزارش های مالی مد نظر می باشد طبق تحقیق لی ۲۰۰۸، آی من ۲۰۱۶ و لی پور ۱۳۹۱؛ و حصارزاده ۱۳۹۷ از روش فوگ استفاده می شود.

#### ۱) شاخص خوانایی کاگینگ فوگ

این شاخص توسط فوگ (۱۹۵۱) با هدف ارزیابی و تعیین سطح خوانایی مطالب کتاب های درسی بر اساس کلاس های آموزش رسمی طراحی شد. به عبارت دیگر، هدف اصلی این شاخص،

تعیین دشواری متون با استفاده از ایهام و استعاره در جمله می باشد. فرایند و نحوه تعیین سطح خوانایی نوشته‌ها در شاخص گائینگ به ترتیب زیر می‌باشد:

- ۱- انتخاب یک نمونه ۱۰۰ کلمه ای از ابتدا، وسط و انتهای گزارش بصورت تصادفی؛
- ۲- شمارش تعداد جملات هریک از نمونه‌ها مطابق سه شاخص " . " ، " ؟ " و " ! "؛
- ۳- مشخص کردن متوسط طول جملات از طریق تقسیم تعداد کلمات به تعداد جملات کامل هر نمونه یکصد کلمه ای؛
- ۴- شمارش تعداد کلمات سه هجایی و بیش از سه هجایی موجود (کلمات دشوار) در هر کدام از متون صد کلمه ای؛
- ۵- جمع کردن تعداد کلمات دشوار با تعداد متوسط کلمات در جملات؛
- ۶- حاصل جمع بند ۳ و ۵ را در عدد ثابت ۰/۴ ضرب نمایید؛
- ۷- انجام محاسبات بندهای ۴، ۵ و ۶ برای دو نمونه یکصد کلمه‌ای دیگر و
- ۸- محاسبه میانگین نتایج هر سه نمونه

$$\text{Gunning Fog grade} = 0/4 (\text{ لغات } + 100 * \text{ لغات سخت یا چند سیلابی } / \text{ لغات } )$$
 منظور از لغات سخت و پیچیده، کلمات با هجاهای بلند و کشیده و کلمات چندسیلابی و استفاده از استعاره و کنایه در جمله می باشد. در تحقیقات انجام شده در زمینه قابلیت خواندن، چنانچه مقدار عددی شاخص Fog بین ۸ تا ۱۲ باشد؛ گزارش خوانا می باشد. نمره بیشتر از ۱۲ نیز نشانه خوانایی ضعیف و سخت و نمره کمتر از ۸، نشانه خوانایی متوسط می باشد. متغیر خوانایی توسط کارشناس رشته ادبیات فارسی بصورت دستی از گزارش های هیأت مدیره محاسبه و استخراج شده است.

متغیرهای کنترلی:

رشد سود هر سهم ( $\Delta EPS$ ): این متغیر بیانگر رشد سود هر سهم برای شرکت  $i$  در دوره  $t$  است و به صورت زیر اندازه گیری میشود:

$$EPS = (EPS_t - EPS_{t-1}) / EPS_{t-1} \quad (11)$$

اهرم ( $FL$ ): این متغیر بیانگر میزان استفاده از بدهی در ساختار سرمایه شرکت می‌باشد که به صورت زیر اندازه گیری می‌شود:

$$FL_{i,t} = TL_{i,t} / TA_{i,t} \quad (12)$$

$TL$ : مجموع بدهی‌ها برای شرکت  $i$  در دوره  $t$



TA: مجموع دارایی‌ها برای شرکت  $i$  در دوره  $t$

سود آوری (ROA): از تقسیم سود خالص پس از کسر مالیات بر دارایی کل محاسبه می‌شود.

#### ۴. یافته‌ها

##### ۴-۱. آماره‌های توصیفی

در این قسمت برای ورود به مرحله تجزیه و تحلیل اطلاعات، آماره توصیفی داده‌ها شامل شاخص‌های مرکزی، پراکندگی و انحراف از قرینگی و همچنین آزمون جارگ - برا که توزیع نرمال پسماندها را بررسی می‌کند محاسبه گردیده است و نتایج در جدول ۲ درج شده است.

جدول (۲): آمار توصیفی متغیرهای تحقیق

متغیرها	حجم معامله	بازده غیر عادی تجمعی	عکس العمل سرمایه گذار	خوانایی	رشد سود هر سهم	بازده دارایی	اهرم مالی
میانگین	۰/۰۴	۰/۰۳۵	۰/۰۲۴	۱۹/۸۳	-۰/۰۲	۰/۱۲	۰/۵۵
میانه	۰/۰۰۸	۰/۰۰۰۶	۰/۰۰۷	۱۹/۱۳	-۰/۰۷	۰/۱۰	۰/۵۶
حداکثر	۱/۷۸	۱/۶۳	۲/۳۵	۳۸/۹۱	۱/۹۷	۰/۶۳	۰/۹۸
حداقل	-۱/۰۰	-۱/۴۶	-۰/۷۶	۱۲/۰۹	-۸/۳۲	-۰/۷۸	۰/۰۱
انحراف معیار	۰/۲۴	۰/۲۳	۰/۱۵	۴/۵۹	۰/۶۸	۰/۱۴	۰/۱۹
چولگی	۱/۹۲	۱/۸۲	۵/۹۹	۰/۴۹	-۲/۴۲	۰/۰۴	-۰/۳۳
کشیدگی	۱۲/۴۱	۱۷/۱۲	۸۳/۴۶	۲/۹۹	۳۳/۷۴	۶/۵۶	۲/۶۰
آماره جارگ برا	۳۴۲۷/۱	۷۰۵۶/۰	۲۱۹۲۲۸	۳۲/۶۸	۳۲۰۸۲/۰	۴۲۰/۹۶	۲۰/۰۱
سطح معناداری	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰

ضریب چولگی در رابطه با کلیه متغیرهای به جز اهرم مالی مثبت می‌باشد که حاکی از وجود چوله به راست و تمایل این متغیر به مقادیر کوچکتر است. همچنین مثبت بودن ضرایب کشیدگی، حکایت از این مطلب دارد که از توزیع نرمال بلندتر بوده و داده‌ها حول میانگین متمرکز شده است.

#### ۴-۲. نتایج آزمون مفروضات کلاسیک

با توجه به آن که رابطه خطی و فنی بین متغیرهای پژوهش وجود ندارد، نیاز به رفع هم خطی وجود ندارد. به منظور اطمینان از نتایج تحقیق و ساختگی نبودن روابط موجود در رگرسیون و معنی دار بودن متغیرها اقدام به انجام آزمون مانایی و محاسبه ریشه واحد متغیرهای تحقیق گردید با توجه به نتایج بدست آمده فرضیه‌ی صفر مبنی بر ریشه واحد داشتن متغیرها پذیرفته نمی‌شود. قبل از برآورد الگو، مفروضات الگوی رگرسیون از جمله همسانی واریانس اجزای اخلاص، نبود خودهمبستگی بین اجزای اخلاص و نبود هم خطی بین متغیرهای توضیحی بررسی شد. به منظور بررسی همسانی واریانس جمله اخلاص الگوها، از آزمون بروش-پاگان استفاده شده است. در این پژوهش، با توجه به وجود ناهمسانی واریانس در تمامی مدل‌های رگرسیونی موجود در این پژوهش از حداقل مربعات تعمیم یافته (EGLS) برای رفع آن استفاده شده است. به منظور آزمون بود یا نبود خود همبستگی میان اجزای خطا، از آزمون دورین و اتسون استفاده شد. آماره دورین و اتسون در دامنه ۱/۵ تا ۲/۵ قرار گرفته که حاکی از عدم خودهمبستگی میان اجزای خطا است.

در این پژوهش از الگوی رگرسیون چند متغیره با استفاده از داده‌های ترکیبی برای آزمون فرضیه‌ها استفاده شده است. برای انتخاب اینکه در تخمین الگوها از روش تلفیقی یا تابلویی استفاده شود، از آزمون F لیمر استفاده شد. با توجه به اینکه سطح معناداری در الگوی مذکور در فرضیه‌های اول تا سوم بزرگتر از ۰/۰۵ درصد است، داده‌ها از نوع تلفیقی هستند و سطح معناداری در فرضیه چهارم بزرگتر از ۰/۰۵ درصد است، داده‌ها از نوع ترکیبی هستند. با پذیرفته شدن مدل اثرات ثابت باشد باید آن را در مقابل اثرات تصادفی آزمون کنیم تا از میان آن دو، مدل مناسب جهت برآورد معین شود که این کار با آزمون هاسمن صورت می‌گیرد. با انجام این آزمون نیز اثرات ثابت بعنوان مدل ارجح پذیرفته شد.

#### ۴-۳. آزمون فرضیه‌های پژوهش

##### ۴-۳-۱. بهترین برازش از مدل مربوط به فرضیه اول

پس از آزمون حذف متغیرهای اضافی، مدل نهایی به شرح زیر زیر مورد آزمون قرار گرفت.

جدول (۳): نتایج آزمون فرضیه اول

Model: $CAR_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{Readability}_{i,t} + \beta_2 \text{EPS}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$				
متغیر	ضریب متغیر	انحراف معیار	آماره t	معنی داری P-Value
خوانایی	-۰/۰۰۱	۰/۰۰۰۷	-۲/۴۸	۰/۰۱
سود هر سهم	۰/۰۲	۰/۰۰۰۵	۴/۸۹	۰/۰۰
عرض از مبدا	۰/۰۶	۰/۰۱	۴/۱۴	۰/۰۰
آماره f	۱۴/۹۹	آماره دوربین واتسون		۱/۷۷
سطح معناداری	۰/۰۰	ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۳۰

در جدول فوق آماره f نشان دهنده معنادار بودن مدل می باشد و آماره دوربین واتسون نیز عدم خود همبستگی بین متغیرها را نشان می دهد. آماره t جدول نیز نشان می دهد که ارتباط بین متغیرهای مستقل با متغیر وابسته در سطح خطای ۵٪ معنادار می باشد در نتیجه بین خوانایی گزارش هیأت مدیره و عکس العمل سرمایه گذاران ارتباط معنادار وجود دارد و با توجه به اینکه شاخص Fog یک شاخص معکوس از خوانایی می باشد می توان بیان نمود که خوانایی گزارش هیأت مدیره تأثیر مستقیم و معنادار بر روی عکس العمل سرمایه گذاران دارد نتایج فوق مبین اینست که سرمایه گذاران برای گزارش هایی که قابل فهم تر، بدون ابهام و بدون جملات پیچیده می باشد آینده بهتری را پیش بینی می کنند و در نتیجه میانگین بازده غیر عادی سهام این شرکتها در قبل و بعد افشاء گزارش افزایش می یابد.

#### ۴-۳-۲. بهترین برازش از مدل مربوط به فرضیه دوم

پس از آزمون حذف متغیرهای اضافی، مدل نهایی به شرح زیر مورد آزمون قرار گرفت. در جدول زیر آماره F نشان دهنده معنادار بودن مدل می باشد و آماره دوربین واتسون نیز عدم خود همبستگی بین متغیرها را نشان می دهد. آماره t جدول نیز نشان می دهد که ارتباط بین متغیرهای مستقل با متغیر وابسته در سطح خطای ۵٪ معنادار می باشد در نتیجه بین خوانایی گزارش هیأت مدیره و عکس العمل سرمایه گذاران ارتباط معنادار وجود دارد و با توجه به اینکه شاخص Fog یک شاخص معکوس از خوانایی می باشد می توان بیان نمود که خوانایی گزارش هیأت مدیره تأثیر مستقیم و معنادار

بر روی عکس العمل سرمایه گذاران دارد نتایج فوق نیز نتایج مدل قبل را تایید می نماید که سرمایه گذاران برای گزارش های خوانا پیچیده می باشد آینده بهتری را پیش بینی می کنند و در نتیجه حجم معاملات سهام این شرکت ها در قبل و بعد افشاء گزارش افزایش می یابد.

جدول (۴): نتایج آزمون فرضیه دوم

Model: $VOL_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{Readability}_{i,t} + \beta_2 \text{ROA}_{i,t} + \beta_3 \text{FL}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$				
معنی داری P-Value	آماره t	انحراف معیار	ضریب متغیر	متغیر
۰/۰۰	-۳/۱۳	۰/۰۰۰۹	-۰/۰۰۲	خوانایی
۰/۰۰	۳/۰۷	۰/۰۳	۰/۱۱	سود هر سهم
۰/۰۰	۳/۸۵	۰/۰۲	۰/۰۹	بازده دارایی
۰/۶۷	۰/۴۲	۰/۰۲	۰/۰۱	عرض از مبدا
۲/۰۶	آماره دورین واتسون		۸/۹۰	آماره f
۰/۲۰	ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۰۰	سطح معناداری

۴-۳-۳. بهترین برازش از مدل مربوط به فرضیه سوم

پس از آزمون حذف متغیرهای اضافی، مدل نهایی به شرح زیر مورد آزمون قرار گرفت.

جدول (۵): نتایج آزمون فرضیه سوم

Model: $\text{Investorrection}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{Readability}_{i,t} + \beta_2 \text{EPS}_{i,t} + \beta_3 \text{ROA}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$				
معنی داری P-Value	آماره t	انحراف معیار	ضریب متغیر	متغیر
۰/۴۹	-۰/۶۸	۰/۰۰۰۴	-۰/۰۰۰۲	خوانایی
۰/۰۲	۲/۳۱	۰/۰۰۲	۰/۰۰۶	سود هر سهم
۰/۰۰	۶/۸۰	۰/۰۰۶	۰/۰۴	بازده دارایی
۰/۰۱	۲/۳۴	۰/۰۰۸	۰/۰۱	عرض از مبدا
۲/۳۱	آماره دورین واتسون		۲۰/۹۸	آماره f
۰/۱۷	ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۰۰	سطح معناداری

در مدل فوق عکس العمل سرمایه گذاران نسبت به اخبار مهم اقتصادی - سیاسی به عنوان متغیر وابسته و خوانایی گزارش هیأت مدیره به عنوان متغیر مستقل آزمون گردید معنادار بودن مدل از آماره f مشخص می گردد و عدم خودهمبستگی بین متغیرها با دوربین واتسون ۲/۳۱ نشان داده می شود نتایج آزمون با توجه به اینکه سطح معناداری خوانایی گزارش هیأت مدیره بالای ۰/۰۵ می باشد نشان دهنده این است که عکس العمل سرمایه گذاران نسبت به اخبار مهم اقتصادی و سیاسی تحت تأثیر خوانایی گزارش هیأت مدیره قرار نمی گیرد عکس العمل سرمایه گذار با تفاوت میانگین بازده غیرعادی انباشته در قبل و بعد اخبار مهم محاسبه شده است در نتیجه می توان بیان نمود که خوانایی گزارش هیأت مدیره بر میانگین بازده غیرعادی انباشته که حول اخبار مهم اقتصادی - سیاسی اتفاق می افتد تأثیری ندارد.

#### ۴-۳-۴. بهترین برازش از مدل مربوط به فرضیه چهارم

پس از آزمون حذف متغیرهای اضافی، مدل نهایی به شرح زیر زیر مورد آزمون قرار گرفت.

جدول (۶): نتایج آزمون فرضیه چهارم

Model: $VOL_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Readability_{i,t} + \beta_2 EPS_{i,t} + \beta_3 ROA_{i,t} + \epsilon_{i,t}$				
معنی داری P-Value	آماره t	انحراف معیار	ضریب متغیر	متغیر
۰/۳۱	۰/۹۹	۰/۰۲	۰/۰۲	خوانایی
۰/۰۰	-۳/۶۴	۰/۵۰	-۱/۸۳	سود هر سهم
۰/۰۰	-۶/۶۱	۰/۴۱	-۲/۷۳	بازده دارایی
۰/۰۰	۱۹/۸۴	۰/۶۴	۱۲/۸۱	عرض از مبدا
۲/۲۷	آماره دوربین واتسون		۱۶/۶۶	آماره f
۰/۷۶	ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۰۰	سطح معناداری

در جدول ۵ عکس العمل سرمایه گذار با استفاده از حجم معاملات بررسی شده است. عکس العمل سرمایه گذاران نسبت به اخبار مهم اقتصادی - سیاسی به عنوان متغیر وابسته و خوانایی گزارش هیأت مدیره به عنوان متغیر مستقل آزمون گردید. احتمال آماره f نشان دهنده معنادار بودن مدل می باشد. عدد ۲/۲۷ دوربین واتسون نشان از عدم خود همبستگی بین متغیرها دارد نتایج آزمون با توجه به اینکه سطح معناداری خوانایی گزارش هیأت مدیره بالای ۰/۰۵ می باشد نشان دهنده این است که عکس العمل سرمایه گذاران نسبت به اخبار مهم اقتصادی و سیاسی تحت تأثیر خوانایی گزارش هیأت

مدیره قرار نمی‌گیرد با توجه به اینکه عکس العمل سرمایه‌گذار با حجم معاملات در قبل و بعد اخبار مهم محاسبه شده است در نتیجه می‌توان بیان نمود که خوانایی گزارش هیأت‌مدیره بر حجم معاملات که حول اخبار مهم اقتصادی - سیاسی اتفاق می‌افتد تأثیری ندارد.

## ۵. بحث و نتیجه‌گیری

گزارش هیأت‌مدیره که جزء افشاهای اختیاری با اهمیت می‌باشد که طبق تئوری علامت‌دهی می‌تواند باعث جذب و تخصیص کارآمد منابع قرار گیرد. گزارش هیأت‌مدیره با توجه به اینکه تحت استاندارد خاصی نمی‌باشد می‌تواند دستخوش سلیقه مدیریت قرار گیرد و یا مدیر می‌تواند با پیچیده و مبهم ارائه کردن اطلاعات، اخبار منفی و نامطلوب را پوشش دهد. در نتیجه خوانایی اطلاعات افشا شده کاهش می‌یابد و به تبع آن قابل فهم بودن که یکی از ویژگی‌های کیفی چارچوب نظری است تحت تأثیر قرار گرفته و در نهایت مطلوبیت تصمیم‌گیری نیز کاهش می‌یابد. با توجه به فرضیه افشای ناقص و فرضیه مدیریت مبهم انتظار بر این است که سرمایه‌گذاران نسبت به اطلاعات افشاء شده در گزارش - های هیأت‌مدیره با خوانایی ضعیف و قابلیت درک پایین، واکنش کمتری نشان دهند. به عبارت دیگر گزارش‌های خواناتر واکنش بیشتری نسبت به اطلاعات ارائه شده در پی داشته باشد. برای این منظور، واکنش سرمایه‌گذار با دو شاخص میانگین بازده غیرعادی تجمعی و میانگین حجم معاملات در قبل و بعد افشاء گزارش هیأت‌مدیره محاسبه گردید. میزان خوانایی گزارش هیأت‌مدیره نیز به عنوان متغیر مستقل مدل با شاخص Fog مورد اندازه‌گیری قرار گرفت. نتایج دو فرضیه اول نشان از تایید تئوری فوق در بازار سرمایه ایران می‌دهد. گزارش‌های خواناتر و به دور از پیچیدگی واکنش بیشتر سرمایه‌گذار را به همراه دارد به عبارت دیگر سرمایه‌گذاران پس از انتشار گزارش هیأت‌مدیره بیشتر به سمت سهام شرکت‌هایی می‌روند که گزارش آنها مبهم نبوده و اطلاعات ارائه شده در افشاهای مدیریت را به راحتی درک نمایند و کمتر به سمت سهام شرکت‌هایی می‌روند که افشاءهای خود را در گزارش‌های پیچیده با خوانایی ضعیف منتشر می‌کنند. در فرضیه سوم و چهارم تحقیق به بررسی این مسئله پرداخته شده که آیا واکنش سرمایه‌گذاران هنگام اخبار مهم اقتصادی - سیاسی تحت تأثیر خوانایی گزارش هیأت‌مدیره قرار می‌گیرد یا خیر. نتایج فرضیه سوم و چهارم نشان از عدم تأثیر خوانایی گزارش هیأت‌مدیره بر روی واکنش سرمایه‌گذار نسبت به اخبار مهم می‌باشد. به عبارت دیگر واکنش سرمایه‌گذار نسبت به اخبار مهم بدون توجه به پیچیدگی و قابلیت درک اطلاعات ارائه شده در گزارش می‌باشد. این نتیجه می‌تواند مبین این مسئله باشد که تأثیر اخبار و رویدادهای مهم اقتصادی - سیاسی بر روی

سرمایه گذار و تصور او از آینده شرکت بیشتر از بیان و نحوه افشاء هیأت مدیره در ارائه اطلاعات می باشد که بدون توجه به خوانایی و قابلیت درک اطلاعات ارائه شده، نسبت به رویداد مهم اقتصادی - سیاسی واکنش نشان می دهد. نتایج فوق با تحقیق دی فرانکو و همکاران (۲۰۱۱)، لهاوی و همکاران (۲۰۱۱)، میلر (۲۰۱۰) هماهنگ، سرهنگی و همکاران (۱۳۹۳) و غلامی و همکاران (۱۳۹۶) می باشد. با توجه به نتایج بدست آمده پیشنهاد می شود که سازمان بورس اوراق بهادار حداقل الزاماتی را برای افشاءهای اختیاری از بابت فرمت و نحوه نگارش ارائه دهد تا قابلیت فهم این گزارش مهم افزایش یابد همچنین تهیه کنندگان گزارش باید در ارائه اطلاعات، راحتی درک و فهم اطلاعات را مد نظر قرار دهند تا بتوانند منابع کارآمد و بیشتری را جذب نمایند اگر اخبار ارائه نشود یا بصورت پوشیده ارائه شود می تواند بدترین تفسیرها را بدنبال داشته باشد زیرا سرمایه گذار نسبت به اطلاعات پیچیده، مبهم و با خوانایی ضعیف خوشبین نبوده و اخبار بدی را برای آینده شرکت پیش بینی می نماید با توجه به اینکه هزینه تحلیل گزارش های پیچیده برای سرمایه گذاران ان گران می باشد.

## منابع و مآخذ

۱. باقری، ابوطالب، حصارزاده، رضا، عباس زاده، محمدرضا. (۱۳۹۷). خوانایی صورتهای مالی و حساسیت سرمایه گذارانه استفاده از اطلاعات حسابداری. چشم انداز مدیریت مالی، شماره ۲۳. ص ص ۸۷-۱۰۳
۲. بی نیاز، فاطمه، حنایی، تکتم (۱۳۹۶). بازشناسی عناصر موثر خوانایی در ادراک بزرگسالان: مطالعه موردی بلوار امامیه مشهد. مطالعات شهری، شماره ۲۳، ص ص ۱۷-۲۸
۳. حسینی، سیدعلی، فصیحی، صغری و محمودیان، نسیم (۱۳۹۴). نقش تحلیل متن و بازیابی اطلاعات در حوزه حسابداری. پژوهش حسابداری، شماره ۱۹، زمستان. ص ص ۲۵-۴۶
۴. سرهنگی، حجت، ابراهیمی، سعید و یاری ابهری، حمیدالله (۱۳۹۳). بررسی پیچیدگی گزارشگری مالی بر رفتار معاملاتی سرمایه گذاران در بازار سرمایه ایران. فصلنامه بورس اوراق بهادار، شماره ۲۷، ص ص ۷۸-۵۹.
۵. سینایی، حسنعلی و داودی، عبدالله (۱۳۸۸). بررسی رابطه شفاف سازی اطلاعات مالی و رفتار سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار تهران. تحقیقات مالی، شماره ۱۱ ص ص ۲۶-۶۰
۶. صفری گرایلی، مهدی و رضایی، یاسر (۱۳۹۳). مدیریت سود و خوانایی گزارش گری مالی. فصلنامه دانش حسابرسی، شماره ۶۹. ص ص ۲۱۷-۲۳۰
۷. صفری گرایلی، مهدی و رضایی، یاسر. (۱۳۹۷). توانایی مدیریت و خوانایی گزارشگری مالی: آزمون نظریه علامت دهی. دانش حسابداری، شماره ۲. ص ص ۲۱۸-۱۹۱.
8. Ajina, A., Laouiti, M., Msolli, B. (2016). Guiding through the fog: Does annual report readability reveal earnings management. *Research in International Business and Finance*. Vol. 38, pp. 509-516
9. Antweiler, W., Frank, D. (2004). Is All That Talk Just Noise The Information Content of Internet Stock Message Boards. *Finance*, Vol. 59, pp. 1259-129.
10. Bloomfield, J. (2008). Discussion of Annual report readability, current earnings and earnings persistence. *Accounting and Economics*, Vol. 45, pp. 248-252.
11. Brown, K. D., Harlow, W. V., & Tinic, S. M. (1998). Risk aversion, uncertain information and market efficiency. *Finance Economics*, Vol. 22, pp. 355-385
12. Burke, J. F. (1997). Report on standards overload. *The CPA Journal*, Vol. 66, pp. 3-11. and M.
13. J. Jones and. (2003). Financial reporting of good news and bad news: Evidence from accounting narratives. *Accounting and Business Research*, Vol. 33, pp. 171-185.



14. Chia-Chun Hsieh., Kai Wai Hui., Yao Zhang. (2016). Analyst Report Readability and Stock Returns. *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 43(12), pp. 98-130.
15. Curtis, J.K. (2004). Corporate report obfuscation: artefact or phenomenon. *British Accounting Review*, Vol. 36(3), pp. 291-312.
16. Daniel, K., Hirshleifer, A., Subrahmanyam, D. (1998). Investor Psychology and security market under- and over- reactions. *Finance*, Vol. 53, pp. 1839-1885.
17. Debondt, W.F., & Thaler, R. H. (1985). Does the stock market overreact? *Finance*, Vol. 40, pp. 793-805
18. Debondt, W.F., & Thaler, R. H. (1987). Further evidence on investor overreaction and stock market seasonality. *Finance*, Vol. 42, pp. 557-581
19. Dechow M., Sloan G., Sweeney P. (1995). Detecting earnings management. *Accounting Review*, Vol. 70, pp.193-225.
20. Hasan, M.M. (2017). Managerial ability, annual report readability and disclosure tone (April 23, 2017). Available at SSRN
21. Heitzman, S., Wasley, C., & Zimmerman, J. (2010). The joint effects of materiality thresholds and Voluntary disclosure incentives on firms disclosure decisions. *Accounting and Economics*, Vol. 49(1), pp. 109-132.
22. Hellstrom, K. (2006). The Value Relevance of Financial Accounting Information in a Transition Economy: The Case of the Czech Republic. *European Accounting Review*, Vol. 15(3), pp 3-25.
23. Huang, Y. (2010). Stock price reaction to daily limit moves: Evidence from the Taiwan stock Exchange. *business Finance & accounting*, Vol. 25, pp. 469-483.
24. Jones, M.J., Shoemaker, P.A. (1994). Accounting narratives: A review of empirical studies of content and readability. *Accounting literature*, Vol. 13, pp. 142-184
25. Lawrence A. (2013). Individual investors and financial disclosure. *Accounting and Economics*, Vol. 56, pp. 130-147.
26. Lehavy, R., Li, F., Kenneth, M. (2011). The effect of annual report readability on analyst following and the properties of their earnings forecasts. *Accounting Review*, Vol. 86, pp. 1087 -1115.
27. Li, F. (2008). Annual report readability, current earnings, and persistence. *Accounting and Economics*, Vol. 45, pp. 221-247.
28. Lo, K., Ramos, F., Rogo, R. (2017). Earnings management and annual report readability. *Accounting and Economics*, Vol. 63, pp. 1-25.
29. Meckling, W.H., Jensen. (1976). Theory of the firm: Managerial behaviour, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, pp. 305-360.
30. Miller, B. (2010). The effects of reporting complexity on small and large investor trading. *Accounting Review*, Vol. 85, pp. 2107-2143.
31. Radin, A. (2007). Have we created financial statement disclosure overload? *The CPA journal*, Vol. 77, pp. 6-20

32. Scot Asay, H., Brooke Elliot, w. (2016). Disclosure Readability and the Sensitivity of Investors' Valuation Judgments to Outside Information. *Accounting Review*, Vol. 90(1), pp. 1-51.
33. Subramanian, R., Insley, R.G., Blackwell, R.D. Performance and readability: a comparison of annual reports of profitable and unprofitable corporations. (1993). *Business Communication*, Vol. 30, pp. 49–61.
34. Xu, Q., Guy, D. (2018). Executive age and the readability of financial reports. *Advances in Accounting*, Vol. 43, pp. 70-81.
35. You, H., Zhang, X. Financial reporting complexity and investor underreaction to 10-K information. (2009). *Review of Accounting Studies*, Vol. 14, pp. 559-586.

## Readability of the Board's Report and the Reaction of Investors (With Respect to Economic-Political News)

Hosna Ghahremani Saghiri<sup>31</sup>

Fatemeh Sarraf<sup>32</sup>

Roya Darabi<sup>33</sup>

### Abstract:

Financial reports are the only source of internal information where provided by the board of directors to investors. The qualitative features of the provided information, which have a significant role in the optimal allocation of resources, largely depend on the readability of the information. With respect to this fact that the readability and quickly getting the message from a report is one of the essential qualitative features of presenting information, the current study aims to investigate the effect of this qualitative feature on the reaction of investors and increase in quality of companies' voluntary disclosure. The readability of the board's report is measured using Fog model while the investors' reaction is measured through the cumulative abnormal return and trading volume. The statistical population of the research includes: Companies listed on Tehran Stock Exchange and OTC during 1392-1396, which out of them 189 companies were selected to study using the systematic exclusion sampling method. To test the hypotheses, multivariate regression, panel data and Eviews software have been used. The results indicate a significant relationship between the reaction of investors and readability of the board's report, however, the relationship between the readability of the board's report and the reaction of investors to major economic-political news was not approved. Due to the ability of the current research to inform investors from the manner of providing information by the manager and the readability of the reports, the results of the research are applicable.

**Keywords:** Readability of The Board's Report, Reaction of Investors, Cumulative Abnormal Return, Quality of Voluntary Disclosure

**JEL Classification:** M40, M41

---

31. PhD Student, Department of Accounting, South Tehran Branch, Islamic Azad University, Tehran, Iran

32. Assistant Professor, Department of Accounting, South Tehran Branch, Islamic Azad University, Tehran, Iran (Corresponding Author) Aznyobe@yahoo.com.

33. Associate Professor, Department of Accounting, South Tehran Branch, Islamic Azad University, Tehran, Iran