

The Role of Managers' Expectations Stickiness in Changing the Information Content of Earnings¹

Mohsen Rashidi²

Received: 2024/09/30

Accepted: 2024/01/04

Research Paper

Abstract

The tendency to underreact to incoming news and information may reflect a behavioral bias among managers in response to new economic conditions. As a result, managers exhibit expectation stickiness, limiting their adjustments to prior forecasts. This article aims to investigate the role of managers' expectation stickiness in altering the information content of current earnings. To this end, data from 120 companies listed on the Tehran Stock Exchange, spanning the period from 2011 to 2022, were collected and analyzed using a pooled data regression model to test the research hypotheses. Managers' expectation stickiness was measured using earnings forecasting approach. The findings reveal that expectation stickiness is evident among managers in the studied companies. Furthermore, this stickiness contributes to an increase in earnings anomalies. Finally, the results of the third hypothesis demonstrate a significant relationship between managers' expectation stickiness and the information content of current earnings. Specifically, expectation stickiness reduces managers' inclination to revise forecasts and respond appropriately to new information. This delay and underreaction, driven by adherence to prior expectations, diminish the reliability of current earnings and weaken their information content for predicting future performance.

Keyword: Managers' Expectations Stickiness, Earning Anomaly, Information Content of Earnings.

JEL Classification: M41.

1. doi: 10.22051/jera.2025.39900.3306

2. Associate Professor, Department of Accounting, Faculty of Management and Economic, Lorestan University, KhorramAbad, Iran. (Corresponding Author). (Rashidi.m@lu.ac.ir).

<https://jera.alzahra.ac.ir>

نقش چسبندگی انتظارات مدیران در تغییر محتوای اطلاعاتی سود^۱

محسن رشیدی^۲

تاریخ دریافت: ۱۴۰۳/۰۷/۰۹

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۳/۱۰/۱۵

مقاله پژوهشی

چکیده

تمایل به واکنش کمتر از حد به اخبار و اطلاعات دریافتی می‌تواند نشان دهنده نوعی از سوگیری رفتاری مدیر در پاسخ به شرایط اقتصادی جدید باشد، به نحوی که مدیران با توجه به چسبندگی انتظارات، اقدام به محدودسازی و عدم تعدیل در پیش‌بینی‌های قبلی خود می‌نمایند. در این مقاله، هدف بررسی نقش چسبندگی انتظارات مدیران در تغییر محتوای اطلاعاتی سودهای جاری است. در این پژوهش به منظور بررسی و تحلیل فرضیات، داده‌های مربوط به ۱۲۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای دوره زمانی ۱۳۹۲ تا ۱۴۰۲ استخراج و از مدل رگرسیونی داده‌های ترکیبی به روش اثرات ثابت برای آزمون فرضیه‌های پژوهش استفاده شده است. به منظور محاسبه چسبندگی انتظارات مدیران از رویکرد پیش‌بینی سود استفاده شده است. نتایج پژوهش حاکی از آن است که در شرکت‌های مورد مطالعه شاهد چسبندگی انتظارات مدیران هستیم. همچنین، چسبندگی انتظارات مدیران منجر به افزایش ناهنجاری در سودهای آتی می‌شود. در نهایت، نتایج حاصل از فرضیه سوم پژوهش بیانگر ارتباط معنادار بین چسبندگی انتظارات مدیران و محتوای اطلاعاتی سودهای جاری است. چسبندگی انتظارات مدیران منجر به کاهش تمایل به تعدیل پیش‌بینی‌ها و واکنش مناسب به اخبار جدید می‌گردد. واکنش با تاخیر و کمتر از حد مدیران در نتیجه انتظارات قبلی آنها منجر به کاهش قابلیت اتکا سودهای جاری شده و محتوای اطلاعاتی سودهای جاری را در پیش‌بینی فعالیت‌های آتی کاهش می‌دهد.

واژه‌های کلیدی: چسبندگی انتظارات مدیران، ناهنجاری سود، محتوای اطلاعاتی سود.

طبقه‌بندی موضوعی: M41.

مقدمه

وجود قابلیت پیش بینی بازده سهام یکی از موضوعات اصلی در ادبیات قیمت گذاری دارایی است. به عبارتی، برخی از ویژگی های سهام فراتر از بتای بازار بوده و به طور قابل توجهی بازده آتی سهام را پیش بینی می کنند. منشأ چنین بازده های غیرعادی و اینکه چگونه می توانند بدون آربیتراژ در تعادل قرار گیرند، جز مباحث مورد بررسی در بلندمدت بوده است. پژوهش های صورت گرفته توسط کوکران^۱ (۲۰۱۱) بازده غیرعادی را به عنوان نوعی پوشش بیمه ای در نظر می گیرند و در ظاهر غیرعادی هستند ولی در واقعیت بیانگر نوعی پشتیبان برای فعالیت های شرکت هستند. از طرفی، برخی پژوهش ها از جمله باربریس و تالر^۲ (۲۰۰۳) و هیرشلیفر^۳ (۲۰۰۱) بازده غیرعادی را به عنوان سوگیری های رفتاری همراه با آربیتراژ مطرح می کنند. بنابراین، می توان ابراز داشت که قیمت گذاری نادرست (به عنوان یکی از عوامل شکل گیری ناهنجاری مالی) تابعی از رفتار سرمایه گذارانی است که دچار اشتباهات سیستماتیک در انتظارات می شوند و این در شرایطی است که آربیتراژکنندگان منطقی قادر به برآورده کردن کامل تقاضای خود به منظور کنترل ناهنجاری ها نیستند چرا که آربیتراژ نیز بدون ریسک نیست. بر مبنای این دیدگاه ها، سوگیری های رفتاری فعالان غیرمنطقی بازار معمولاً به شکل انتظارات دووجهی مبتنی بر ادبیات روان شناسی است.

هدف از این پژوهش بررسی ناهنجاری سودآوری است. سهام با نسبت های سودآوری بالا تمایل دارند عملکرد بهتری بر اساس ریسک تعدیل شده، از خود نشان دهند (نوی مارکس^۴، ۲۰۱۳). در همین راستا، تغییر سودآوری به عنوان یکی از عوامل ناهنجاری در اقتصاد در نظر گرفته شده است. راهبرد آربیتراژ در این شرایط ناشی از نسبت های شارپ بالا، کم بودن ریسک سقوط (لمپریه^۵ و همکاران، ۲۰۱۵) و ظرفیت بالای ناشی از تداوم سیگنال سودآوری (به عنوان مثال، نسبت جریان های نقد عملیاتی به دارایی) است (لندیر^۶ و همکاران، ۲۰۱۵). بنابراین، هدف پژوهش این است که آیا ناهنجاری سودآوری می تواند مستقیماً با یک مدل ساده از انتظارات چسبنده مرتبط باشد، به نحوی که در آن مدیران باورهای خود را به آهستگی به روز می کنند.

1. Cochrane
2. Barberis & Thaler
3. Hirshleifer
4. Novy-Marx
5. Lemperiere
6. Landier

مدیران ریسک‌گریز سهامی را قیمت‌گذاری و انتخاب می‌کنند که سود آنها بر مبنای یک سیگنال پایدار قابل پیش‌بینی باشد. این دسته از مدیران در اصطلاح انتظارات چسبنده دارند و در هر دوره، انتظارات آنها بالاتر از باور قبلی آنها و کمتر از انتظارات منطقی است. این چسبندگی ناشی از ارتباط بین خطاهای پیش‌بینی و تجدیدنظر در پیش‌بینی‌های قبلی است (کوئیون و گورودنیکو^۱، ۲۰۱۲). به عبارتی، بازده سهام آتی را می‌توان با استفاده از سودهای گذشته و تغییرات قبلی در سود، پیش‌بینی کرد (رشیدی و ابراهیمی، ۱۳۹۹). بنابراین، تغییر انتظارات عاملی برای تشدید ناهنجاری سودآوری است که در نتیجه آن ریسک‌گزینش نادرست برای این دسته از سرمایه‌گذاران افزایش یافته و می‌تواند منجر به شکل‌گیری نوساناتی در وضعیت معاملات بازار سرمایه شود. این مساله در قالب انحراف باورهای فعالان بازار از انتظارات منطقی نمود پیدا می‌کند. تغییر در بازده غیرعادی را نمی‌توان ناشی از وقایع ساده تفسیر کرد بلکه می‌توان آن را به عنوان علامتی از انتظارات در نظر گرفت. بنابراین، تغییر در انتظارات می‌تواند منجر به شکل‌گیری نوسانات و ناهنجاری‌های در بازار شود.

این پژوهش مبتنی بر ادبیات مالی رفتاری است، که هر دو الگوی واکنش کمتر از حد و بیش از حد مدیران را بررسی می‌کند. به عبارتی، برخلاف پژوهش‌های پیشین از جمله اسکو و فخاری (۱۴۰۱)، شهرزادی، فروغی و امیری (۱۳۹۸)، لی^۲ و همکاران (۲۰۲۳) و بارینف (۲۰۲۳) که به بررسی جنبه ناکارآمدی بازار و اثر آن بر تغییر بازده غیرعادی پرداخته‌اند و بازده غیرعادی را تابعی از انحرافات بازار در نظر گرفته‌اند، در این پژوهش تغییر و چسبندگی انتظارات مدیران به عنوان یکی از عوامل ایجادکننده ناهنجاری، بررسی و مورد مطالعه قرار گرفته است. به عبارتی، باور و انتظارات مدیران نسبت به وضعیت آتی سودآوری و نیز سرعت تعدیل این انتظارات به عنوان یکی از محرک‌های ناهنجاری در نظر گرفته شده است. بنابراین، در پژوهش‌های قبلی ارتباط بین تداوم خطاهای پیش‌بینی و ناهنجاری سودآوری بررسی نشده است.

با توجه به اینکه قیمت‌گذاری مبتنی بر انتظارات آتی مدیران از سود بوده و تغییرات در سود منجر به تغییر قیمت سهام می‌گردد، بررسی چسبندگی انتظارات بر مبنای باورهای مدیران منجر به بهبود شناخت رفتارهای آنها شده و امکان‌پذیر است و تحمیل هزینه به سرمایه‌گذار را کاهش می‌دهد چرا که بر مبنای پژوهش امیری، آشتاب و حیدری (۱۴۰۳)، ناپایداری سود

1. Coibion and Gorodnichenko

2. Li

می‌تواند تصویری پرریسک از شرکت به سهامداران ارائه نماید. به عبارتی، از بعد شناخت رفتار و عملکرد مدیران، امکان کاهش ریسک تحمیلی به سرمایه‌گذار فراهم می‌گردد. برخلاف پژوهش‌های قبلی از جمله محمدی، بهارمقدم و پورحیدری (۱۴۰۳) و شیری، سجادی و واعظ (۱۳۹۹) که بعد بازدهی مبتنی بر انتظارات سرمایه‌گذاران و پایداری سود را مورد مطالعه و بررسی قرار داده‌اند، در این پژوهش برآنیم تا با لحاظ کردن محتوای اطلاعاتی سودهای جاری، ناهنجاری سودها را از جنبه رفتاری تشریح کنیم. در این پژوهش به دنبال دستیابی به پاسخ این سوالات هستیم که آیا چسبندگی انتظارات منجر به افزایش ناهنجاری سودهای اعلامی می‌شود؟ در ادامه پژوهش ابتدا، مبانی نظری و پیشینه‌ی تحقیقات انجام‌شده، فرضیه‌ها و سپس، مدل‌ها و روش‌های پژوهش و درنهایت نتیجه‌گیری و پیشنهادها ارائه می‌شود.

مبانی نظری و توسعه فرضیه‌ها

چسبندگی انتظارات

نظریه ویژگی‌های رفتاری نشأت گرفته از مطالعه گروه‌های کاری است. مطالعات اولیه روی گروه‌های کاری نشان داد که این گروه‌ها به طور قابل اتکایی الگوهای پایداری از رفتار فردمحور ایجاد می‌کنند که از طریق آن برخی از اعضای گروه نفوذ بیشتری بر تعامل گروه و تصمیم‌گیری‌ها نسبت به دیگران به دست می‌آورند (بیلز، ۱۹۶۲؛ بورگاتا و بیلز، ۱۹۵۳). این الگوهای رفتاری شکل دهنده قدرت و اعتبار قابل مشاهده گروه هستند (برگر، فیسک، نورمن و زلدیچ، ۱۹۷۷). رفتارهای کارکردگرا شامل فرصت‌های عملیاتی (فرصت‌هایی که در راستای کمک به عملیات اجرایی گروه، توسط یک یا چند عضو گروه به عضو دیگر داده می‌شود)، نتایج عملکردی (مشارکت واقعی در کارکردهای گروه)، اقدامات پاداش‌محور (رفتارهایی که نشان‌دهنده ارزیابی عملکرد هستند) و تأثیرگذاری (بیانگر تغییر دیدگاه در نتیجه ارزیابی سایر اعضای گروه) است (برگر و همکاران، ۱۹۷۷).

نظریه پردازان برای توضیح شکل‌گیری چارچوب‌های قدرت و اعتبار در گروه‌های کارکردمحور، پژوهش‌های مبتنی بر انتظارات را توسعه دادند. تئوری‌های انتظارات، توزیع نفوذ و قدرت را در یک گروه با استفاده از مفهوم انتظارات عملکردی (که پیش‌بینی عملکرد آتی نسبت به وظایف گروه است) توضیح می‌دهند (برگر و همکاران، ۱۹۷۷). انتظارات عملکردی به اعضای گروه اجازه می‌دهد تا به صورت نسبی خود را با دیگران مقایسه کنند. هنگامی که

یک فرد انتظارات عملکردی را شکل می‌دهد، می‌تواند وضعیت خود را در قالب پیش‌بینی اقدامات مساعد در گروه بررسی و مقایسه کند (وبستر و واکر، ۲۰۱۶). با این حال، این انتظارات به ندرت به طور صریح بیان می‌شود و اغلب در سطح ناخودآگاه شکل می‌گیرد (کورل و ریچ وی، ۲۰۰۳؛ کالخوف و همکاران، ۲۰۲۰). انتظارات عملکردی توسط اعضای گروه شکل می‌گیرد و توسط سایر تعامل‌کنندگان در گروه به اشتراک گذاشته می‌شود و بنابراین، مبنایی برای سازمان‌دهی فعالیت‌های هر یک از اعضا می‌گردد (برگر، ریچ وی، فیسک و نورمن، ۱۹۹۸). اعضای که نسبت به دیگران انتظارات عملکردی پایینی از خود نشان می‌دهند (یک نقطه ضعف انتظاراتی) احتمال کمتری برای مشارکت دارند و کمتر احتمال دارد از مشارکت دیگران انتقاد کنند و به احتمال بالایی نفوذ دیگران را در گروه می‌پذیرند. در مقابل، اعضای با انتظارات عملکردی بالا دارای اثربخشی بالاتری در گروه هستند. موقعیت یک فرد در چارچوب‌های قدرت و اعتبار گروه با نوسان مربوط به این رفتارهای قاطعانه یا متواضعانه تعیین می‌شود. به این ترتیب شکل‌گیری انتظارات عملکردی، منجر به شکل‌گیری و توضیح چارچوب‌های قدرت و جایگاه می‌شود (بوچاود^۱ و همکاران، ۲۰۱۹).

در حالی که انتظارات عملکردی شکل‌گیری و ثبات چارچوب‌های گروهی را توضیح می‌دهند، افراد اغلب بدون آگاهی از توانایی‌های دیگران وارد گروه‌ها می‌شوند و در نتیجه، هیچ درکی از اینکه چه کسی در گروه آنها احتمالاً مشارکت‌کننده فعالی است، ندارند. بنابراین، تمرکز اصلی نظریه‌های مبتنی بر انتظارات، توضیح دقیق چگونگی شکل‌گیری انتظارات عملکردی، با توجه به کمبود اطلاعات اولیه در بین اعضای گروه است. تئوری انتظارات به نوعی شکل‌گیری انتظارات عملکردی را با پیوند دادن باورهای اجتماعی گسترده در مورد احترام و توانایی‌های افراد در دسته‌های اجتماعی مختلف با رفتارهای افراد در گروه‌های کاری کوچک توضیح می‌دهد (ریچ وی و اریکسون^۲، ۲۰۰۰).

کالخوف و همکاران (۲۰۱۱) پدیده چسبندگی انتظارات را به سوگیری خودبرتربینی نسبت دادند. این استدلال تأثیر انتظارات چسبنده را به عنوان پیامد تمایل بیشتر افراد به اجرای اطلاعاتی که به آنها رضایت می‌دهد و تمایل کمتری به عملیاتی‌سازی اطلاعاتی که به آنها نارضایتی می‌دهد، توضیح می‌دهد. هنگامی که افراد در معرض اطلاعات جدید و متناقض قرار می‌گیرند،

1. Bouchaud

2. Ridgeway & Erickson

خودبرترینی به عنوان یکی از تیپ‌های شخصیتی مدیران باعث می‌شود فعالان بازار سرمایه در ابتدا به گونه‌ای رفتار کنند که گویی اطلاعات نامساعد را نادیده می‌گیرند، در حالی که اطلاعات جدید را در فرآیندهای تصمیم‌گیری وارد می‌کنند، زیرا این اطلاعات برای آنها مفید است. ویژگی‌های شخصیتی را شاید بتوان اصلی‌ترین موضوع در زمینه تغییر انتظارات افراد در نظر گرفت. در بسیاری از مواقع در تصمیم‌گیری مدیران اثر شخصیت را نمی‌توان نادیده گرفت زیرا منجر به تغییر تصمیم‌گیری افراد و روند بازار دارد. ادراک و ویژگی‌های شخصیتی اثرات خود را در تغییر رفتار فرد بروز می‌دهند و بنابراین، تغییر در شخصیت مدیران منجر به رویکردهای عملکردی و انتظاراتی متفاوتی می‌گردد (خطیری و همکاران، ۱۳۹۸). رویکرد خودبرترینی بر مبنای انتظارات اجتماعی استدلال می‌کند که حفظ موقعیت یک انگیزه مهم برای تعامل گروهی است (کالخوف^۱ و همکاران، ۲۰۱۱). سوگیری خودبرترینی راهبردی برای حفظ وضعیت فعالان بازار در موقعیت و جایگاه اعتباری بالا است که به آنها امکان می‌دهد جایگاه و موقعیت خود را حفظ کنند. اینکه تا چه حد شرایط برای یک موقعیت معین مهیا باشد، بر رفتارهای کارکردمحور تأثیر می‌گذارد که منجر به شکل‌گیری قدرت و اعتبار قابل مشاهده مدیر می‌شود. تغییرات در شرایطی که مطابق با آن مدیر جهت‌گیری می‌کند، باعث تغییرات در رفتاری قابل مشاهده می‌شود (دپونگ^۲، ۲۰۱۲). نظریه پردازان استدلال کرده‌اند که تیپ شخصیتی فرد رابطه بین انتظارات عملکردی و رفتار کارکردمحور را تعدیل می‌کند (ترویر^۳، ۲۰۰۱).

با در نظر گرفتن این دیدگاه‌ها، ما باید انتظار داشته باشیم که افراد با تیپ شخصیتی خودباوری بالا در مقایسه با افرادی که انتظارات کمتری از خود دارند، تمایل کمتری به تصمیمات جمعی داشته باشند. این رویکرد تأثیر انتظارات چسبنده را در دستکاری ناخواسته جهت‌گیری‌های فرد توضیح می‌دهد. به عبارتی، افراد با تیپ شخصیتی خودمحوری (مدیران) در کارهای بعدی کمتر به صورت جمعی فعالیت می‌کنند، زیرا مزیت انتظارات اولیه آنها باعث می‌شود که استفاده از اطلاعات و ورودی‌های دیگران را برای تکمیل موفقیت‌آمیز کار، ضروری تشخیص ندهند (بوچاود و همکاران، ۲۰۱۹).

1. Kalkhoff

2. Dippong

3. Troyer

چسبندگی انتظارات مدیران و ناهنجاری سود

مطابق با تئوری بازار کارآ، معامله‌گران منطقی در بازار رقابتی به دنبال حداکثرسازی منافع خود بوده و تلاش می‌کنند ارزش دارایی‌های آتی را با اطلاعات موجود پیش‌بینی کنند. در یک بازار کارآ، رقابت بین بسیاری از فعالان بازار منجر به وضعیتی می‌شود که قیمت‌های واقعی دارایی‌ها، در هر نقطه از زمان، منعکس‌کننده اثرات تمام اطلاعات موجود در بازار است و بنابراین، قیمت‌ها برآورد مناسبی از ارزش‌های ذاتی خواهند بود. ارزش ذاتی دارایی تابعی از چشم انداز سود شرکت بوده که در شرایط عدم اطمینان، دقیقاً مشخص نیست. اگر تعداد فعالان رقیب در بازار سرمایه به اندازه کافی زیاد باشد، اقدامات آنها باید باعث شود که قیمت واقعی دارایی از گام تصادفی پیروی نماید. تغییرات مستقل قیمت با ماهیت بازار کارآمد سازگار است. بازاری که در آن قیمت اوراق بهادار مستقل از یکدیگر تغییر می‌کند. به طور کلی، تئوری بازار کارآ به این موضوع می‌پردازد که آیا قیمت‌ها در هر لحظه در زمان منعکس‌کننده کامل اطلاعات موجود هستند (فاما، ۱۹۷۰).

در نظریه بازار کارآ، اگر اطلاعات جدیدی در ارتباط با وضعیت سودآوری و نقدینگی بازار مخابره شود، بازار باید نسبت به این اطلاعات جدید حساس بوده و متناسب با آن تغییر کند. به عبارتی، اطلاعات به سرعت اثر خود را بر بازار داشته و قیمت بیانگر ارزش واقعی سهام است (جهان‌خانی و تبریزی، ۱۳۷۳). در همین راستا، کارایی بازار نشان می‌دهد که اطلاعات تابعی از زمان نبوده و آنی هستند و بنابراین، تاخیر زمانی معنی ندارد. در مقابل و در بازارهای با کارایی ضعیف در اقتصاد واقعی، زمانی که اطلاعات منتشر می‌شود، واکنش متغیرهای اقتصادی ممکن است همراه با تاخیر باشد. در عین حال، زمانی که مدیران اطلاعات موجود را جمع‌آوری می‌کنند، نه تنها به هزینه بلکه به زمان نیز نیاز دارند. به دلیل تاخیر اطلاعاتی، انتظارات را نمی‌توان به سرعت و در مدت زمان کوتاهی تغییر داد. به دلیل هزینه اطلاعات و تاخیر اطلاعاتی، مدیران زمان بیشتری را برای جمع‌آوری اطلاعات جدید صرف می‌کنند. بنابراین، پاسخ آنی به تغییرات اقتصادی برای مدیر دشوار بوده و انتظارات او چسبنده است (لی، ۱۹۹۵). در دوره‌های زمانی کوتاه‌مدت، انتظارات به سرعت تغییر نخواهد کرد. از آنجایی که هزینه کسب اطلاعات در بازار بالا است (به علت تأخیر در انتشار اطلاعات)، مدیران برای به دست آوردن اطلاعات جدید و کافی، زمان بیشتری را صرف می‌کنند. بنابراین، انتظارات در کوتاه‌مدت قابل تغییر نیستند (بوچاود و همکاران، ۲۰۱۹).

در مقابل، تئوری‌های مالی رفتاری استدلال می‌کند که رویکردهای سرمایه‌گذاری و تصمیم‌گیری همیشه بر اساس عقلانیت کامل انجام نمی‌شوند. به عبارتی، مطابق با رویکرد مالی رفتاری ممکن است مدیران در به‌روزرسانی باورهای خود به درستی عمل نکرده و شاهد انحراف سیستماتیک از هنجارهای تصمیم‌گیری باشیم. مدل‌های مبتنی بر انتظارات استدلال می‌کنند که غیرعقلانی بودن فوق از طریق فرآیند آربیتراژ تعدیل می‌شود (فریدمن، ۱۹۵۳). در همین راستا، مالی رفتاری استدلال می‌کند که محدودیت‌هایی برای آربیتراژ وجود دارد، که به فرد اجازه می‌دهد تا غیرمنطقی باشد و تأثیر طولانی‌مدتی بر تغییر قیمت‌ها داشته باشد. برای توضیح غیرمنطقی بودن فرآیند تصمیم‌گیری از سوگیری‌هایی رفتاری استفاده می‌شود که بیان می‌کند شکل‌گیری باورها، ترجیحات و نحوه تصمیم‌گیری افراد تابعی از انتظارات و ویژگی‌های شخصیتی آنان است (باربریس و تالر، ۲۰۰۳).

ترکیبی از کارایی ضعیف بازار سرمایه، چسبندگی (واکنش کمتر از حد) و روندمحوری (واکنش بیش از حد) می‌تواند توضیح دهد که چرا پژوهش‌های مختلف شواهد متناقضی در مورد واکنش کمتر یا بیش از حد مدیران به اخبار، ارائه می‌کنند. در همین راستا، کویبون و گوردنیکنکو^۱ (۲۰۱۵) با نشان دادن اینکه خطاهای پیش‌بینی با تعدیل پیش‌بینی‌ها همبستگی مثبتی دارد، واکنش کمتر از حد را در سطح بازار مشاهده کردند. بوردالو^۲ و همکاران (۲۰۱۷) نیز رابطه منفی بین خطاهای پیش‌بینی و تجدیدنظر در سود پیش‌بینی شده پیدا کردند که به واکنش بیش از حد اشاره داشت. به عبارتی، زمانی که اخبار تأثیر کمی بر دوره جاری داشته باشد و عمدتاً مربوط به دوره‌های آینده باشد، روندمحوری ضعیف خواهد بود. در این صورت عدم واکنش به اخبار به دلیل چسبندگی در انتظارات ایجاد می‌شود.

همچنین شواهد تجربی از وجود انتظارات چسبنده در سطح فردی در مورد تحلیلگران مالی (بوچاود و همکاران، ۲۰۱۹) و مدیران شرکت (ما^۳ و همکاران، ۲۰۱۸) وجود دارد. افزون بر این، فورر^۴ (۲۰۱۷) دریافت که پیش‌بینی‌های فردی ذاتاً پایدار هستند و در این پیش‌بینی‌ها چسبندگی انتظارات وجود دارد. چسبندگی در انتظارات فردی به این معنی است که انتظارات

1. Coibion & Gorodnichenko
2. Bordalo
3. Ma
4. Fuhrer

افراد بستگی به آخرین پیش‌بینی آنها در مورد همان دوره دارد. چسبندگی انتظارات نوعی سوگیری رفتاری است که بر مبنای آن افراد ممکن است به طور خاص تحت تأثیر غافلگیری‌ها و اخبار مربوط به وضعیت فعلی قرار گیرند. این توضیح به خوبی با مفهوم شهود نمایندگی کانمن و تورسکی^۱ (۱۹۷۳) مطابقت دارد. مدیران بر اساس انتظاراتی که در نتیجه اخبار مربوط به شرایط فعلی کسب می‌کنند، ممکن است اقدام به تعدیل سودهای پیش‌بینی شده نمایند که در آن امکان شکل‌گیری بخش غیرمنتظره سود افزایش می‌یابد. بنابراین، اگر مدیران در دوره جاری با توجه به افزایش درک آنها از یک متغیر نسبت به آنچه قبلاً انتظار داشتند، تحت تأثیر قرار گیرند، این اثر را به آینده نیز تعمیم می‌دهند. در نتیجه، مدیران انتظارات خود را در مورد آینده به صورت افزایشی تعدیل می‌کنند (حتی اگر منطقی نباشد).

ناهنجاری سود می‌تواند مستقیماً تابعی از انتظارات چسبنده مدیران باشد، که در آن مدیران باورهای خود را به کندی به‌روزرسانی می‌کنند. به عبارتی، مدیران به طور سیستماتیک نسبت به اطلاعات جدید واکنش‌های ناکافی نشان می‌دهند. ادبیات مربوط به محدودیت‌های اطلاعاتی پشتوانه این دیدگاه است که مطابق با آن مدیران تصمیم می‌گیرند انتظارات خود را در فواصل زمانی مشخص به‌روز کنند، اما در این میان موفق به ترکیب اطلاعات جدید و مرتبط نمی‌شوند (گومز^۲، ۲۰۲۲). پژوهش‌های پیشین (از جمله کلمولا^۳ و همکاران، ۲۰۱۶؛ فرایبرگر^۴ و همکاران، ۲۰۱۸) نشان می‌دهد که معیارهای احساسات و توجه سرمایه‌گذار و مدیر می‌تواند به پیش‌بینی بازده سهام کمک کند. در همین راستا، باکتا، مرتنز و وینکوپ^۵ (۲۰۰۹) پیش‌بینی-پذیری بازده‌های غیرمنتظره را تابعی از انحراف نسبت به انتظارات منطقی بیان می‌کنند. به عبارتی، تغییر در انتظارات مدیران نسبت به آینده بازار، منجر به شکل‌گیری خطاهای پیش‌بینی و ناهنجاری در سود آتی می‌گردد که مخالف با رویکرد عقلانیت کامل است. پیون^۶ (۲۰۱۵) شواهدی مبنی بر انحراف از انتظارات منطقی در بازده مازاد اوراق قرضه پیدا کردند.

در مدل‌های انتظارات منطقی، مدیران دارای دانشی هستند که سرمایه‌گذاران دنیای واقعی ندارند (سارجنت، ۲۰۰۲). سرمایه‌گذاران در دنیای واقعی برای توسعه انتظارات خود باید

1. Kahneman and Tversky

2. GÓMEZ

3. Klemola

4. Fraiberger

5. Bacchetta, Mertens & Wincoop

6. Pyun

رویکرد استنتاجی را مبنا قرار دهند. گروه‌های مختلف مدیران ممکن است به این چالش و استنتاج‌ها واکنش متفاوتی نشان دهند. به عبارتی، عدم تجانس در انتظارات مدیران منجر به شکل‌گیری نوساناتی در سود آتی واحدهای مربوطه می‌گردد. تیپ‌های شخصیتی مدیران، محور اساسی برای کنترل نوسان در سودآوری آتی به شمار می‌رود که در قالب شناسایی ریسک‌ها و فرصت‌های سرمایه‌گذاری، از تحمیل هزینه به سهامداران ممانعت می‌کند. فعالان بازار به منظور کسب بازده مورد انتظار از اطلاعات عمومی استفاده می‌کنند و در حالتی که ابهام بازار سرمایه بالا باشد از اطلاعات خصوصی (از جمله اطلاعات مربوط به تعدیل سود پیش‌بینی شده) استفاده می‌کنند. به عبارتی، چسبندگی در انتظارات مدیران، منجر به واکنش کمتر از حد به اخبار و فعالیت‌های بازار سرمایه و فعالان بازار می‌گردد که در نتیجه آن امکان تجدیدنظر و تعدیل در پیش‌بینی‌ها کاهش یافته و شاهد افزایش ناهنجاری در سودهای آتی هستیم (جین و مایرز، ۲۰۰۶).

فرضیه اول: چسبندگی انتظارات مدیران تاثیر معناداری بر ناهنجاری سود دارد.

چسبندگی انتظارات مدیران و محتوای اطلاعاتی سود

انتظارات مدیر بیانگر قضاوت‌ها و رویکردهای گذشته نسبت به نتایج اقتصادی آتی و خوش‌بینی‌های مربوط به رشد اقتصادی است (جیانگ، لی، مارتین و ژو، ۲۰۱۹). انتظارات شامل بخش عقلانی مبتنی بر مبانی اقتصادی و بخش غیرمنطقی مبتنی بر اطلاعات ناقص و ویژگی‌های رفتاری است. تیپ‌های شخصیتی مدیران ممکن است تابعی از محرک‌هایی همچون توانایی، تجربه و واکنش به اطلاعات جدید باشد و در نتیجه ممکن است مدیر در این شرایط تهدیدات بالقوه را تشخیص ندهد. به عبارتی، چسبندگی انتظارات ممکن است مدیران را وادار کند که در هنگام مواجهه با اطلاعات جدید، واکنش به موقع ارائه نداده و سودهای جاری محتوای اطلاعاتی خود را از دست بدهند.

انتظارات مدیر بر مبنای اطلاعات گذشته نگر منجر به تغییر در تصمیمات افشای شرکت می‌شود. در همین راستا، زمانی که چسبندگی انتظارات شکل گرفته و شاهد واکنش کمتر از حد مدیر به اطلاعات جدید باشیم، مدیر به طور کلی فراوانی پیش‌بینی‌های بلندمدت را کاهش می‌دهد که در

نتیجه آن قدرت اطلاع‌رسانی سودها در کوتاه مدت کاهش می‌یابد (براون^۱ و همکاران، ۲۰۱۲). بر خلاف افراد خارج از سازمان (از جمله سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان)، مدیران درک مناسبی از عملیات درون‌سازمانی شرکت دارند. بر این اساس، مدیران دارای اطلاعات خصوصی هستند که برای فعالان بازار مفید است. هنری^۲ (۲۰۰۸) نشان داد که انتظارات چسبنده مدیر منجر به واکنش غیرعادی قیمت سهام به اعلان‌های سود می‌شود. افزون بر این، صالحین^۳ و همکاران (۲۰۱۶) نشان دادند که انتظارات مدیر پیش‌بینی‌کننده بازده سهام آتی است.

رویکردهای اجرایی توسط مدیران توانمند منجر به بهبود محتوای اطلاعاتی سودهای جاری در ارتباط با عملکرد آتی شرکت می‌گردد (دمیرجان و همکاران، ۲۰۱۳). مدیران با هدف تغییر اطلاعات و در راستای منافع شخصی و یا با هدف انتقال و گزارش اطلاعاتی درباره سودهای آتی، اقدام به تعدیل سود می‌نمایند (حقیقت و رایگان، ۱۳۸۸). با این حال، در صورتی که مدیران نسبت به رویدادهای اقتصادی واکنش ناقص یا کمتر از حد نشان دهند، سودهای جاری محتوای اطلاعاتی آینده‌نگرانه کمتری دارند زیرا، این دسته از مدیران نسبت به روند گذشته شرکت سوگیری داشته و چسبندگی انتظارات آنها منجر به کاهش دقت پیش‌بینی نوسانات اقتصادی و سود شرکت می‌شود (دمیرجان و همکاران، ۲۰۱۳). این نوع از سوگیری رفتاری که در قالب چسبندگی انتظارات مدیر نمایان می‌گردد، ارزش اطلاع‌دهندگی سودهای جاری را کاهش می‌دهد (بایک و همکاران، ۲۰۱۱). چسبندگی انتظارات به واسطه واکنش نامتقارن به اطلاعات و اخبار دریافتی، شفافیت و دقت پیش‌بینی‌های شرکت را کاهش داده و تاخیر در تعدیل سودها منجر به کاهش محتوای اطلاعاتی سودهای جاری می‌شود.

در این شرایط، اگر شوک‌های منفی غیرمنتظره منجر به تعدیل پیش‌بینی‌های مدیر نسبت به سودهای آتی نشود، شاهد کاهش اثربخشی نقش سودهای جاری در ارزیابی عملکرد آتی شرکت هستیم (رشیدی و ابراهیمی، ۱۳۹۹). بنابراین، چسبندگی در انتظارات مدیران و عدم متناسب‌سازی پیش‌بینی‌ها با شرایط فعلی شرکت، عاملی در جهت کاهش محتوای اطلاعاتی سودهای جاری به شمار می‌رود (گراهام، لی و چیو^۴، ۲۰۱۲).

1. Brown
2. Henry
3. Salhin
4. Graham, Li & Qiu

با افزایش چسبندگی انتظارات مدیر، کیفیت پیش‌بینی‌ها کاهش یافته و ریسک اطلاعات حسابداری افزایش می‌یابد. کاهش کیفیت اطلاعات حسابداری ناشی از کاهش دقت و محتوای سودهای پیش‌بینی شده مدیران است. این دیدگاه با رویکرد ترومن^۱ (۱۹۸۶) همخوانی دارد مبنی بر اینکه مدیران توانمند آگاهی و شناخت بیشتری نسبت به زیرساخت‌های اصلی شرکت داشته و چشم‌انداز شرکت را بهتر پیش‌بینی می‌کنند. مدیران توانمند با توجه به دانش و شناختی که از محیط تجاری و صنعت مربوطه دارند، وضعیت رقابتی شرکت را بهبود بخشیده و منجر به انعکاس اطلاعات حسابداری در پیش‌بینی‌های سود می‌شود (دمیرجان و همکاران، ۲۰۱۳). در مقابل، سوگیری رفتاری ناشی از چسبندگی انتظاراتی باعث ایجاد نوسان در سود شده که افزایش ریسک سهامداران (بواسطه عدم دستیابی به بازده مورد انتظار) را به همراه دارد (دمیرجان، لوئیس و مک‌وی، ۲۰۱۵).

فرضیه دوم: اثر تعاملی چسبندگی انتظارات مدیران و ناهنجاری سود تاثیر معناداری بر محتوای اطلاعاتی سودهای جاری دارد.

در ارتباط با متغیرهای کنترلی پژوهش، متغیر کیفیت اطلاعات حسابداری بواسطه کاهش و یا کنترل انتشار اطلاعات محرمانه منجر به کاهش احتمال سوگیری رفتاری انتخاب نامطلوب توسط فعالان بازار سرمایه شود. بنابراین، با توجه به انتشار اطلاعات یکنواخت و پایدار در سطح بازار، ناهنجاری سود را کاهش می‌دهد. در همین راستا، محافظه‌کاری از طریق افشای سریع‌تر اخبار بد به سهامداران، اعتباردهندگان و نیز اعضای هیات مدیره، رفتارهای غیرمنطقی مدیران را کنترل کرده و چارچوبی برای ارائه اطلاعات شفاف و با کیفیت بالا فراهم می‌آورد تا از این طریق فعالیت‌های مدیر خطای کمتری داشته باشد. عدم اطمینان و نوسان در محیط فعالیت شرکت منجر به افزایش ریسک انحراف از نتایج پیش‌بینی شده می‌گردد و پایداری سودهای عملیاتی را کاهش می‌دهد. در شرکت‌های بزرگ و با وضعیت عملکردی مطلوب، شاهد رویکردهای گزارشگری و کنترلی جامع هستیم و بر همین اساس، منابع مالی کافی نیز جهت پایداری این سیستم در نظر گرفته شده است و شرایط برای ارائه اطلاعاتی که ناهنجاری سود را افزایش دهد، محدود می‌سازد.

1. Trueman

روش‌شناسی پژوهش

پژوهش حاضر بر اساس هدف، از نوع توصیفی و بر اساس ماهیت و روش از نوع همبستگی است. با توجه به اینکه این پژوهش می‌تواند در فرآیند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران مورد استفاده قرار گیرد، نوع پژوهش کاربردی محسوب می‌شود. در این پژوهش برای گردآوری داده‌ها و اطلاعات، ابتدا از روش کتابخانه‌ای استفاده شده است. در روش کتابخانه‌ای، مبانی نظری پژوهش، از کتب و مجلات تخصصی فارسی و لاتین گردآوری می‌شود. سپس، برای گردآوری داده‌های پژوهش حاضر از لوح‌های فشرده آرشیو تصویری و آماری سازمان بورس اوراق بهادار تهران، سایت رسمی شرکت بورس اوراق بهادار تهران و دیگر پایگاه‌های اینترنتی مرتبط، استفاده شده است.

مدل و متغیرهای پژوهش

مدل پژوهش

این پژوهش به دنبال بررسی نقش چسبندگی انتظارات مدیران در تغییر محتوای اطلاعاتی سودهای جاری بر مبنای پژوهش بارینف (۲۰۲۳) است. بدین منظور از مدل‌های زیر برای بررسی فرضیه‌های پژوهش استفاده شده است:

مدل (۱) جهت بررسی فرضیه اول

$$\begin{aligned} ANOMALY_{it} = & \beta_0 + \beta_1 M_EXPECTATION_{it} + \beta_2 Audit_Q_{it} + \beta_3 MTB_{it} \\ & + \beta_4 KZ_{it} + \beta_5 A_Quality_{it} + \beta_6 Performance_{it} \\ & + \beta_7 Conser_{it} + \beta_8 VIX_{it} + \beta_9 Size_{it} + \beta_{10} Loss_{it} \\ & + \beta_{11} Lev_{it} + \varepsilon \end{aligned}$$

در فرضیه دوم هدف بررسی محتوای اطلاعاتی سود بوده و تاکید بر پیش‌بینی عملکرد آتی شرکت متناسب با ناهنجاری‌های سود است. در روال عادی عملیات، جریان‌های نقد آتی تابعی از سود و جریان‌های نقد فعلی است. با مطرح شدن بحث چسبندگی انتظارات مدیران، ارتباط بین سود و جریان‌های نقد فعلی با جریان‌های نقد آتی تعدیل می‌شود. به عبارتی، محتوای اطلاعاتی عملیات و سودهای جاری تحت تاثیر چسبندگی انتظارات مدیران قرار می‌گیرد.

مدل ۲) جهت بررسی فرضیه دوم

$$\begin{aligned} CFO_{it+1} = & \beta_0 + \beta_1 E_{it} + \beta_2 CFO_{it-1} + \beta_3 M_EXPECTATION_{it} \\ & + \beta_4 M_EXPECTATION_{it} * E_{it} + \beta_5 M_EXPECTATION_{it} \\ & * CFO_{it-1} + \beta_6 ANOMALY_{it} + \beta_7 ANOMALY_{it} * E_{it} \\ & + \beta_8 ANOMALY_{it} * CFO_{it-1} + \beta_9 ANOMALY_{it} \\ & * M_EXPECTATION_{it} + \beta_{10} ANOMALY_{it} \\ & * M_EXPECTATION_{it} * E_{it} + \beta_{11} ANOMALY_{it} \\ & * M_EXPECTATION_{it} * CFO_{it-1} + \varepsilon \end{aligned}$$

به منظور کنترل اثرات ابتدای دوره وجه نقد، از جریان‌های نقدی سال قبل در بررسی محتوای اطلاعاتی سود استفاده شده است (بال و شیواکومار^۱، ۲۰۰۶). در مدل فوق ضریب B₁₁ منای تایید یا رد فرضیه سوم استفاده شده است. در مدل‌های مذکور:

ANOMALY هموارسازی سود تقسیمی؛ M_EXPECTATION چسبندگی انتظارات مدیر؛ Audit_Q کیفیت حسابرسی؛ MTB ارزش بازار به دفتری؛ KZ بحران مالی؛ A_Quality کیفیت اطلاعات حسابداری؛ Performance عملکرد شرکت؛ Conser محافظه کاری در حسابداری؛ VIX عدم اطمینان محیطی؛ Size اندازه شرکت؛ LEV اهرم مالی و LOSS زیان شرکت؛ E سود عملیاتی و CFO جریان نقد عملیاتی شرکت را نشان می‌دهد.

متغیر وابسته

ناهنجاری سود (Anomaly): به منظور محاسبه ناهنجاری سود با پیروی از پژوهش بارینف (۲۰۲۳) ابتدا شرکت‌ها بر اساس سودآوری کوانتیل‌بندی شده و در مرحله بعد مدل ۳ عاملی فاما و فرنچ و به شرح زیر در هر کوانتیل و در هر سال برآورد می‌گردد. جز ثابت مدل بیانگر بخش ناهنجار سود است.

$$R_{Ht} = \alpha_H + \beta_1 (R_M - R_F) + \beta_2 SMB_{Ht} + \beta_3 HML_{Ht} + \varepsilon \quad \text{مدل ۴}$$

R_H ، بازده مربوط به پرتفوی پوششی می‌باشد. برای محاسبه عوامل مدل، به شرح ذیل عمل می‌شود:

الف) کل شرکت‌های جامعه مفروض بر اساس ارزش بازار رتبه بندی می‌شود و با توجه به نقطه‌ی میانی ارزش بازار، به دو گروه دسته بندی می‌شوند: شرکت‌های بزرگ (B)، و شرکت‌های کوچک (S).

ب) همزمان و به صورت مستقل از گام قبلی، شرکت‌ها بر حسب نسبت ارزش دفتری به بازار (B/M) رتبه بندی و به سه دسته تقسیم بندی می‌شوند: ۳۰٪ شرکت‌های با نسبت بالا (H)، ۴۰٪ میانی شرکت‌ها (M) و ۳۰٪ شرکت‌های با نسبت پایین (L).

ج) با توجه به دو دسته‌بندی صورت گرفته‌ی مستقل، مجموعاً شش پرتفوی به شرح جدول ذیل ساخته می‌شود:

جدول ۱. پرتفوبندی شرکت‌ها

بر حسب اندازه		شرح	
بزرگ (B)	کوچک (S)	بالا (H)	نسبت ارزش دفتری به بازار (B/M)
B/H	S/H	میانی (M)	
B/L	S/L	پایین (L)	

شش پرتفوی ساخته می‌شود. به طور نمونه در پرتفوی S/L، سهامی قرار دارند که اندازه کوچک و در گروه نسبت به ارزش دفتری به بازار پایین نیز قرار دارند.

د) عامل SMB (اندازه): تفاوت میانگین ساده بازده ماهانه سه پرتفوی کوچک (S/H، S/M، و S/L) با میانگین ساده بازده ماهانه سه پرتفوی بزرگ (B/H، B/M، و S/L) است. بنابراین این عامل، به نوعی تفاوت بین بازده پرتفوی‌های کوچک و بزرگ است که نسبت ارزش دفتری به بازار تقریباً مشابهی دارند.

ه) عامل HML (نسبت ارزش دفتری به بازار): تفاوت میانگین بازده ماهانه دو پرتفوی با نسبت ارزش دفتری به بازار بالا (B/H و S/H) و میانگین بازده ماهانه دو پرتفوی با نسبت ارزش دفتری به بازار پایین (B/L و S/L) است. بنابراین در اینجا اندازه کنترل شده است.

و) عامل $(R_M - R_F)$ برابر است با تفاوت بین نرخ بازده بازار با نرخ بازده بدون ریسک است.

متغیرهای مستقل

چسبندگی انتظارات مدیران (M_EXPECTATION): در پژوهش حاضر، به منظور اندازه‌گیری چسبندگی انتظارات مدیران از مدل بوچاود و همکاران (۲۰۱۸) استفاده شده است: (مدل ۵)

$$\begin{aligned} & (\pi_{f,t} - F_{t-1}\pi_{f,t}) / P_{f,t-2} \\ & = a + b \cdot (F_{t-1}\pi_{f,t} - F_{t-2}\pi_{f,t}) / P_{f,t-2} \\ & + c \cdot (\pi_{f,t-1} - \pi_{f,t-2}) / P_{f,t-2} + \varepsilon \end{aligned}$$

در مدل فوق ضریب b پارامتر چسبندگی به شمار می‌رود. به همین منظور، مدل مذکور برای هر سال و صنعت برآورد می‌گردد و در مرحله بعد برای به دست آوردن چسبندگی انتظارات مدیران از رابطه زیر استفاده می‌شود:

$$M_EXPECTATION = b / (1 + b)$$

که در آن $(\pi_{f,t} - F_{t-1}\pi_{f,t}) / P_{f,t-2}$ انحراف بین سود واقعی و سود پیش‌بینی شده به قیمت سهام است.

متغیرهای کنترلی

اندازه شرکت (Size): برابر با لگاریتم طبیعی مجموع دارایی‌های شرکت می‌باشد (فتحی، ۱۴۰۳).
زیان (LOSS): متغیر موهومی است که اگر شرکت در سال جاری، سال قبل و یا در دو سال قبل زیان داشته باشد عدد یک و در غیر این صورت صفر می‌باشد.
اهرم مالی (LEV): برابر با نسبت مجموع بدهی‌ها به مجموع دارایی‌های شرکت است (مداحی، ۱۴۰۳).

سود عملیاتی (E): برابر با نسبت سود عملیاتی به مجموع دارایی‌های ابتدای دوره شرکت است.
محافظه‌کاری در حسابداری (CONSER): در این پژوهش برای محاسبه محافظه‌کاری در حسابداری به پیروی از کالن، سگال و هوپ^۱ (۲۰۱۰) از مدل زیر استفاده شده است. در این

1. Callen, Segal & Hope

پژوهش از مدل باسو^۱ (۱۹۹۷) به علت ایجاد همخطی سریالی و نیز انحراف در اندازه‌گیری (پاتاتوکاس و توماس^۲، ۲۰۱۶) استفاده نشده است. به منظور محاسبه محافظه‌کاری، مدل زیر به روش خودرگرسیون برداری و با ۳ متغیر (بازدهی، بازده سرمایه و نسبت ارزش دفتری به بازار) تخمین زده می‌شود و باقیمانده خطای به دست آمده بیانگر سطح محافظه‌کاری است. لازم به ذکر است که با توجه به محدودیت در تعداد مشاهدات، وقفه ۱ برای تمامی متغیرها در نظر گرفته شده است (کالن و همکاران، ۲۰۱۰).

مدل (۶)

$$Return_{it} = \log Return_{it-1} + \log(1 + Roe)_{it-1} + \log\left(\frac{B}{M}\right)_{it-1} + \varepsilon_{it}$$

در الگوی مذکور Return بازده سهام، Roe بازده سرمایه و B/M بیانگر نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار حقوق صاحبان سهام واحد تجاری است.

عملکرد آتی (Performance): در این پژوهش برای بررسی عملکرد از میانگین نسبت جریان نقد عملیاتی سال t و t+1 مستخرج از صورت جریان وجوه نقد به مجموع دارایی‌های ابتدای دوره استفاده شده است. به منظور کاهش خطای ناشی از دستکاری سود از نسبت مذکور استفاده شده است (هسو، نوسلف و وانگ^۳، ۲۰۱۷).

عدم اطمینان محیطی (VIX): برای سنجش عدم اطمینان محیطی از انحراف معیار تغییرات درآمد فروش طی یک دوره ۳ ساله استفاده می‌شود. استفاده از انحراف استاندارد برای اندازه‌گیری عدم اطمینان محیطی توسط محققانی از جمله کوتاری، لاگوری و لئون^۴ (۲۰۰۲)، دیچو و تانگ^۵ (۲۰۰۹) و انواری رستمی و کیانی (۱۳۹۴) مطرح و بکار گرفته شده است.

کیفیت اطلاعات حسابداری (A_Quality): در این پژوهش برای ارزیابی کیفیت اطلاعات حسابداری از مدل فرانسیس^۶ و همکاران (۲۰۰۵)، به شرح زیر استفاده شده است:

مدل (۷)

$$TCA_{j,t} = \alpha_0 + \alpha_1 CFO_{j,t-1} + \alpha_2 CFO_{j,t} + \alpha_3 CFO_{j,t+1} + \alpha_4 \Delta REV_{j,t} + \alpha_5 PPE_{j,t} + \varepsilon_{j,t}$$

1. Basu
2. Patatoukas and Thomas
3. Hsu, Novoselov & Wang
4. Kothari, Laguerre & Leone
5. Dichev & Tang
6. Francis

که در آن، TCA کل اقلام تعهدی شرکت t در سال t است که از تفاوت سود خالص با جریان نقد عملیاتی به دست می‌آید؛ CFO جریان وجه نقد حاصل از عملیات شرکت؛ ΔREV تغییر در درآمد فروش شرکت و EPP خالص دارایی‌های ثابت مشهود است. مدل فوق برای هر سال - صنعت برآورد و عکس انحراف استاندارد ۳ ساله جز خطا به عنوان متغیر کیفیت اطلاعات حسابداری در نظر گرفته می‌شود.

کیفیت حسابداری (Audit_Q): در این پژوهش معیار کیفیت حسابداری، اندازه موسسه حسابداری در نظر گرفته شده است به نحوی که اگر حسابرس شرکت سازمان حسابداری و یا یکی از موسسات رتبه الف جامعه حسابداران رسمی باشد عدد یک و در غیر این صورت صفر می‌پذیرد. **نسبت ارزش بازار به دفتری (MTB):** برابر با نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام شرکت است.

بحران مالی (KZ): برای محاسبه محدودیت در تامین مالی واحد تجاری از معیار کاپلان و زینگالس^۱ (۱۹۹۷) استفاده شده است که الگوی تعدیل شده آن در بورس اوراق بهادار تهران توسط تهرانی و حصارزاده (۱۳۸۸) و به شرح زیر مورد استفاده قرار گرفته است. مدل زیر پس از برآورد، پنجک‌بندی می‌گردد. سپس، شرکت‌هایی که در پنجک چهارم و پنجم قرار می‌گیرند جز شرکت‌های دارای محدودیت مالی محسوب شده و عدد یک و سایر شرکت‌ها عدد صفر می‌پذیرند.

$$KZ = 17.330 - 37.486 * C - 15.216 * DIV + 3.394 * LEV - 1.402 * MTB$$

در الگوی مذکور C بیانگر نسبت موجودی نقد، DIV سود تقسیمی، LEV اهرم مالی و MTB نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری می‌باشد.

جامعه آماری و نحوه انتخاب شرکت‌ها

جامعه آماری این پژوهش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است که از سال ۱۳۹۲ به بعد در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند. جامعه آماری با اعمال محدودیت‌هایی که آن هم به واسطه‌ای انقطاع زمانی مشخص برای انجام آزمون و استخراج داده‌ها است، محدود می‌شود. به عبارت دیگر، نمونه‌ی آماری شامل جامعه آماری است که با محدودیت‌های زیر، تعدیل می‌شوند:

1. Kaplan and Zingales

۱. سال مالی آنها به ۲۹ اسفند ختم شود. این محدودیت به آن سبب است که قابلیت مقایسه جهت بررسی و برآورد متغیرها در اختیار باشد.
۲. در طی سال‌های ۱۳۹۲ تا ۱۴۰۲ نماد معاملاتی آنها برای بیش از یک سوم روزهای معاملاتی سال بسته نشده باشد.
۳. شرکت از جمله صنایع واسطه‌گری مالی و لیزینگ‌ها نباشد. علت این امر، آن است که این شرکت‌ها تابع مکانیزم‌های خاص متفاوت با سایر شرکت‌های فعال در دیگر صنایع هستند. در نهایت شرکت‌های مورد بررسی در این پژوهش، شامل ۱۲۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بوده است.

یافته‌های پژوهش

آمار توصیفی

به منظور نشان دادن نما و چارچوب کلی خصوصیات متغیرهای مورد بررسی، در جدول زیر آمارهای توصیفی و تحلیل‌های مرتبط با این متغیرها، شامل میانگین و میانه شرکت‌های مورد مطالعه، انحراف معیار و پراکندگی آنها، حداقل و حداکثر مشاهدات ارائه شده است.

جدول ۲. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیرها	میانگین	میانه	انحراف معیار	حداکثر	حداقل
ناهنجاری سود	۰/۱۷۶۵	۰/۱۸۹۵	۰/۰۶۰۲	۰/۲۷۸۵	۰/۰۸۶۲
چسبندگی انتظارات	۰/۲۳۱۴	۰/۱۲۹۵	۰/۱۳۲۴	۰/۵۹۰۷	-۰/۴۲۲۰
محافظه کاری حسابداری	-۰/۰۰۰۳	-۰/۰۰۰۵	۰/۰۷۸۱	۰/۰۳۴۱	-۰/۰۰۴۹
اندازه شرکت	۵/۸۸۷۹	۵/۹۰۷۱	۰/۲۵۶۶	۸/۵۲۰۰	۴/۲۹۱۲
ارزش بازار به دفتری	۱/۲۰۶۴	۱/۲۲۰۱	۰/۱۹۰۳	۲/۴۱۵۰	-۰/۸۰۱۲
اهرم مالی	۰/۶۴۱۵	۰/۶۴۳۹	۰/۴۶۷۴	۱/۷۴۰۳	۰/۰۴۰۵
کیفیت اطلاعات حسابداری	۰/۴۳۰۰	۰/۲۲۱۹	۰/۳۷۶۸	۱/۰۰۱۶	۰/۰۰۹۸
عدم اطمینان محیطی	۰/۱۴۳۲	۰/۰۹۷۷	۰/۱۲۴۹	۰/۷۶۱۱	۰/۰۰۱۶
بحران مالی	۰/۱۶۰۷	۰/۰۰۰۰	۰/۲۷۸۸	۱/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰
عملکرد آتی	۰/۰۹۲۲	۰/۰۰۶۳	۰/۱۱۳۰	۱/۴۷۲۶	۰/۰۱۰۰
متغیرهای مجازی	میانگین	میانه		فراوانی	
کیفیت حسابداری	۰/۴۲۹۱	۰/۰۰۰۰		۵۳۶	
زیان شرکت	۰/۱۵۰۲	۰/۰۰۰۰		۱۹۲	

میانگین متغیر ناهنجاری سود برابر با ۰/۱۷۶ می باشد که بیانگر تغییر انتظارات سهامداران نسبت به بازده ایجاد شده است. میانگین متغیرهای چسبندگی انتظارات مدیر برابر با ۰/۲۳۱ بوده که نشان دهنده وجود چسبندگی انتظارات در بین شرکت های مورد مطالعه و واکنش نامتقارن به اخبار و اطلاعات دریافتی است. میانگین ۱/۲۰ برای ارزش بازار به دفتری حقوق صاحبان سهام بیانگر وجود فرصت های رشد در بین شرکت های مورد مطالعه است. میانگین عملکرد آتی برابر با ۰/۰۹۲ بوده که بیانگر محدود بودن میزان نقدینگی نگهداری شده توسط شرکت های مورد مطالعه است. فراوانی ۴۳ درصدی متغیر کیفیت حسابرسی نشان دهنده بکارگیری سازمان حسابرسی و موسسات معتبر عضو جامعه حسابداران رسمی توسط صاحبکاران است. میانگین کیفیت اطلاعات حسابداری برابر با ۰/۴۳۰ است که بیانگر نوسان بالا در جریان نقد ایجاد شده در طی سال های قبل است. میانگین متغیر محافظه کاری حسابداری برابر با ۰/۰۰۰۳- بوده که نشان دهنده اعمال محدود محافظه کاری در بین شرکت های مورد بررسی است. میانگین ۱۴ درصدی عدم اطمینان محیطی بیانگر عدم ثبات در روند فروش شرکت های بورس اوراق بهادار است. میانگین اهرم مالی برابر با ۰/۶۴ می باشد که نشان می دهد بخش عمده ای از مصارف شرکت از محل بدهی ها تامین مالی شده است. با مقایسه میانگین و میانه متغیرها می توان گفت که ارزش بخش عمده ای از میانگین ها، بزرگتر از میانه ها می باشد که حاکی از انحراف منطقی در توزیع هر متغیر است (ژو، وانگ و هان، ۲۰۱۳).

آمار استنباطی

قبل از برازش مدل ها لازم است تا آزمون F لیمر به منظور بررسی استفاده از روش داده های تابلویی با اثرات ثابت در مقابل روش داده های ترکیبی برای مدل بالا انجام شود. نتایج حاصل از آزمون F لیمر برای مدل پژوهش در جدول (۳) نشان داده شده است.

جدول ۳. نتایج آزمون F لیمر برای مدل های پژوهش

مدل پژوهش	آماره	سطح خطا	روش پذیرفته شده
مدل ۲	۹/۴۵۱۶	۰/۰۰۰۰	مدل اثرات ثابت
مدل ۳	۸/۶۳۰۳	۰/۰۰۰۰	مدل اثرات ثابت

با توجه به آماره و سطح خطای آزمون F لیمر و رد فرضیه H_0 برای مدل‌های پژوهش، لازم است برای انتخاب از بین مدل داده‌های تابلویی با اثرات ثابت یا داده‌های تابلویی با اثرات تصادفی، آزمون هاسمن نیز انجام شود. نتایج مربوط به آزمون هاسمن نیز در جدول (۴) نشان داده شده است.

جدول ۴. نتایج آزمون هاسمن برای مدل‌های پژوهش

مدل پژوهش	آماره	سطح خطا	روش پذیرفته شده
مدل ۲	۱۱/۷۶۳۹	۰/۰۰۰۰	مدل اثرات ثابت
مدل ۳	۱۱/۰۱۵۵	۰/۰۰۰۰	مدل اثرات ثابت

همانطور که در جدول (۴) قابل مشاهده است، نتایج حاکی از رد نشدن فرضیه H_0 برای مدل‌های پژوهش بوده، در نتیجه مدل داده‌های تابلویی با اثرات ثابت ارجح است. بنابراین، برای تخمین مدل پژوهش از روش داده‌های تابلویی با اثرات ثابت استفاده شده است. در پژوهش حاضر، جدول (۵) نتایج حاصل از برآورد مدل چسبندگی انتظارات را نشان می‌دهد.

جدول ۵. نتایج حاصل از برآورد مدل چسبندگی انتظارات

متغیر	ضریب	آماره t	احتمال
$(F_{t-1}\pi_{f,t} - F_{t-2}\pi_{f,t}) / P_{f,t-2}$	۰/۱۱۸۰	۲/۰۴۲۵	۰/۰۴۱۵
$(\pi_{f,t-1} - \pi_{f,t-2}) / P_{f,t-2}$	-۰/۳۰۷۴	-۲/۴۸۶۰	۰/۰۱۳۱
جز ثابت	۰/۲۵۱۶	۲/۷۶۳۹	۰/۰۰۰۰
ضریب تعیین	۰/۱۱۰۶		
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۰۸۷۲		
احتمال آماره F	۰/۰۰۰۰		

بر اساس جدول (۵)، ما شاهد چسبندگی انتظارات مدیران در شرکت‌های مورد مطالعه هستیم، با توجه به اینکه ضریب b برابر با ۰/۱۱۸۰ و بزرگتر از صفر است، وجود چسبندگی در انتظارات مدیران تایید شده است.

جدول ۶. نتایج حاصل از برآورد مدل ۱ پژوهش

متغیر	ضریب	آماره t	احتمال	VIF
چسبندگی انتظارات	۰/۷۰۹۹	۳/۲۱۷۳	۰/۰۰۱۴	۱/۰۳
کیفیت اطلاعات حسابداری	-۰/۶۵۷۲	-۱/۲۲۷۳	۰/۲۲۰۲	۱/۰۲
کیفیت حسابداری	-۰/۵۵۶۵	-۲/۷۵۶۰	۰/۰۰۶۰	۱/۰۹
محافظه کاری حسابداری	-۰/۳۲۹۶	-۳/۸۵۴۹	۰/۰۰۰۰	۱/۰۸
بحران مالی	۰/۲۵۲۰	۱/۲۰۹۵	۰/۲۲۶۹	۱/۰۴
اهرم مالی	۰/۷۰۲۳	۲/۶۶۴۹	۰/۰۰۷۹	۱/۲۴
زیان شرکت	۱/۶۹۹۴	۹/۷۴۴	۰/۰۰۰۰	۱/۰۸
ارزش بازار به دفتری	-۰/۰۳۳۲	-۱/۰۷۴۴	۰/۲۸۳۰	۱/۱۰
عملکرد آتی	-۰/۰۰۱۱	-۰/۳۸۲۹	۰/۲۸۳۰	۱/۲۱
اندازه شرکت	-۰/۲۹۰۳	-۲/۰۳۳۶	۰/۰۳۲۱	۱/۱۳
عدم اطمینان محیطی	۲/۳۵۳۵	۲/۱۶۶۵	۰/۰۳۰۶	۱/۳۱
جز ثابت	۰/۹۱۰۳	۳/۱۷۸۵	۰/۰۰۱۶	-
ضریب تعیین		۰/۳۵۱۶		
ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۳۱۲۰		
آماره دورین-واتسون		۱/۷۹۲۱		
آماره F		۱۵/۶۴۱۰		
احتمال آماره F		۰/۰۰۰۰		

بر اساس مدل (۱)، فرضیه اول پژوهش مبنی بر این که چسبندگی انتظارات مدیر تاثیر معناداری بر ناهنجاری سود دارد، با توجه به اینکه کمتر از سطح خطا ۵ درصد (آماره t ۳/۲۱۷۳) می باشد، تایید شده است.

جدول ۷. نتایج حاصل از برآورد مدل ۲ پژوهش

مدل ۲				
متغیر	ضریب	آماره t	احتمال	VIF
جریان نقد عملیاتی (CFO_{t-1})	۰/۱۰۸۵	۲/۸۵۵۰	۰/۰۰۴۴	۱/۰۸
سود عملیاتی (E)	-۰/۰۲۳۸	-۲/۷۴۳۷	۰/۰۰۶۲	۱/۲۶
چسبندگی انتظارات (MSE)	-۰/۰۲۳۶	-۲/۲۸۳۲	۰/۰۲۲۷	۱/۲۵
MSE * E	۰/۰۰۴۳	۰/۰۹۱۶	۰/۹۲۷۰	۱/۰۵
MSE * CFO_{t-1}	-۰/۳۵۱۷	-۳/۹۱۶۶	۰/۰۰۰۰	۱/۱۷
ناهنجاری سود (E_A)	-۰/۰۸۱۰	-۲/۵۵۳۹	۰/۰۱۰۸	۱/۱۳

مدل ۲				متغیر
VIF	احتمال	آماره t	ضریب	
۱/۵۸	۰/۱۷۱۶	-۱/۳۶۸۲	-۰/۰۰۱۲	E_A * E
۱/۶۲	۰/۰۳۹۰	۲/۰۶۷۰	۰/۰۴۰۱	E_A * CFO _{t-1}
۱/۰۲	۰/۰۵۶۷	-۱/۹۰۸۵	-۰/۰۲۰۵	MSE * E_A
۱/۱۲	۰/۰۰۰۸	۲/۳۵۲۹	۰/۱۱۵۲	MSE * E_A * E
۱/۰۸	۰/۰۰۴۱	-۲/۵۵۹۲	-۰/۲۵۱۳	MSE * E_A * CFO _{t-1}
-	۰/۰۲۸۹	۲/۲۲۰۱	۰/۴۱۲۵	جز ثابت
	۰/۳۶۱۷			ضریب تعیین
	۰/۳۲۶۰			ضریب تعیین تعدیل شده
	۱/۹۰۰۷			آماره دوربین-واتسون
	۱۲/۶۴۷۳			آماره F
	۰/۰۰۰۰			احتمال آماره F

فرضیه دوم پژوهش مبنی بر این که اثر تعاملی چسبندگی انتظارات مدیران و ناهنجاری سود رابطه منفی و معناداری با محتوای اطلاعاتی سودهای جاری دارد، رد نشده است. همان طور که بر اساس جدول ۵ مشاهده می‌شود آماره‌ی t برابر ۲/۵۵۹- است که بیانگر تایید شدن فرضیه دوم در سطح خطای ۵ درصد می‌باشد.

بحث و نتیجه‌گیری

در این پژوهش، نقش چسبندگی انتظارات مدیران در تغییر محتوای اطلاعاتی سود، مورد مطالعه قرار گرفته است. فرضیه اول پژوهش مبنی بر وجود چسبندگی انتظارات در بین شرکت‌های مورد مطالعه، تایید شده است. مدیرانی که انتظارات بالایی از خود دارند، در مقایسه با سایر مدیران، تمایل کمتری به جمع‌گرایی دارند. این رویکرد تأثیر انتظارات چسبنده را در تغییر نتایج و پیش‌بینی‌های آتی بیان می‌کند. به عبارتی، مزیت انتظارات اولیه آنها باعث می‌شود که سایر ورودی‌ها (اطلاعات) را برای تکمیل موفقیت‌آمیز کار، کمتر ضروری بدانند (بوریل، ۲۰۲۱). نتایج حاصل از این فرضیه مشابه نتایج پژوهش بوچاود و همکاران (۲۰۱۹) است. فرضیه دوم پژوهش مبنی بر ارتباط بین چسبندگی انتظارات مدیران و ناهنجاری سود تایید شده است. مطابق با نتایج حاصل از فرضیه دوم پژوهش، ناهنجاری‌های سود، در صورتی به

وجود می‌آید که مدیران انتظارات خود نسبت به سودهای آتی را خیلی آهسته به‌روزرسانی کنند. انتظار بر این است که مدیران با توجه به تسلط و آگاهی نسبت به شرایط و ریسک‌های شرکت، اقدام به تعدیل و اصلاح سودهای پیش‌بینی شده آتی نمایند. به عبارتی، واکنش نامتقارن و محدود مدیران نسبت به تغییرات احتمالی در سوهای آتی منجر به افزایش ناهنجاری و پراکندگی در سود می‌گردد (دیتر^۱ و همکاران، ۲۰۰۲). در همین راستا لنسینگ^۲ و همکاران (۲۰۲۲) نشان داد که افزایش ناهنجاری سود در نتیجه انحراف از انتظارات منطقی است که منجر به خطاهای پیش‌بینی سود می‌گردد. نتایج حاصل از این فرضیه مشابه نتایج پژوهش جنائولی، ما و اشلیفر^۳ (۲۰۱۵) و گرینوود و اشلیفر^۴ (۲۰۱۴) می‌باشد که خطا در انتظارات مدیران نسبت به رشد سود منطقی نبوده و منجر به افزایش ناهنجاری‌های آتی می‌گردد. آنها در پژوهش خود بر توالی زمانی پیش‌بینی‌ها و انتظارات رشد و بازده بلندمدت متمرکز شدند.

نتایج حاصل از بررسی فرضیه دوم پژوهش نشان می‌دهد که اثر تعاملی چسبندگی انتظارات مدیران و ناهنجاری سود رابطه منفی و معناداری با محتوای اطلاعاتی سودهای جاری دارد. مدل‌های تصمیم‌گیری فعالان بازار سرمایه مبتنی بر رقم سود ارایه شده توسط شرکت است چرا که سود بازتابی از وضعیت نقدینگی فعلی و آتی شرکت است. دیچو و دیچاو (۲۰۰۲) نشان دادند که ارتباط معناداری بین سود دوره جاری و جریان‌های نقدینگی آتی وجود دارد. به عبارتی، جریان‌های نقد را به عنوان معیاری از اطلاعات محرمانه مدیران در نظر می‌گیرند که در این راستا، چسبندگی انتظارات مدیران به واسطه واکنش کمتر از حد به اخبار و اطلاعات دریافتی، منجر به کاهش محتوای اطلاعاتی سودهای جاری می‌شود. سرمایه‌گذاران توانایی‌ها و مدل‌های متفاوتی در پردازش و تحلیل اطلاعات مرتبط با سود دارند، به همین دلیل چسبندگی و واکنش کمتر از حد مدیر همزمان با انحراف در سودهای آتی می‌تواند منجر به افزایش ابهام در تحلیل و تفسیر اطلاعات در بازارهای مالی گردد. نتایج حاصل از این فرضیه با تحقیقات بارینف (۲۰۲۳) تطابق دارد. بارینف (۲۰۲۳) نشان دادند که ناهنجاری سود بیانگر نوسان و عدم پایداری در عملکرد شرکت است، درین شرایط، ناهنجاری در سودآوری و قرار گرفتن آن در معرض خطر بی‌ثباتی همزمان با واکنش کمتر از حد مدیر، منجر به کاهش محتوای اطلاعاتی سود گردد.

1. Diether
2. Lansing
3. Gennaioli, Yueran & Shleifer
4. Greenwood and Shleifer

با توجه به نتایج پژوهش، چسبندگی انتظارات مدیران منجر به پراکندگی و انحراف در سودهای آتی می‌گردد که می‌تواند منجر به افزایش ریسک‌گزینش نادرست توسط فعالان بازار سرمایه شود. به عبارتی، لحاظ کردن وضعیت چسبندگی انتظارات مدیران در الگوهای تصمیم‌گیری، می‌تواند مبنایی برای پیش‌بینی انحراف سودهای آتی باشد. در همین راستا، این اطلاعات می‌تواند مبنایی برای افزایش دقت پیش‌بینی تحلیل‌گران تحلیل‌گران بازار سرمایه فراهم نماید.

به منظور تکمیل نتایج پژوهش پیشنهاد می‌گردد اثر تعاملی پاداش پرداختی و خوش‌بینی مدیران بر چسبندگی انتظارات مدیران بررسی شود و به منظور درک رویکردهای رفتاری بازار به بررسی اثرات ناشی از تنوع محصول و سطح رقابت در بازار سرمایه پرداخته شود. در این پژوهش محدودیت‌هایی شامل رویکرد اندازه‌گیری متغیر چسبندگی انتظارات مدیران وجود دارد. با توجه به اینکه رفتار و واکنش مدیران مبتنی بر خصوصیات درونی و شخصیتی افراد بوده و قابلیت مشاهده و اندازه‌گیری مستقیم ندارد، لازم است در تعمیم نتایج دقت لازم صورت پذیرد.

ملاحظات اخلاقی

حامی مالی: مقاله حامی مالی ندارد.

تعارض منافع: بنا بر اظهار نویسندگان در این مقاله هیچگونه تعارض منافی وجود ندارد.

تعهد کپی‌رایت: طبق تعهد نویسندگان حق کپی‌رایت رعایت شده است.

منابع

- اسکو، وحید و فخاری، حسین. (۱۴۰۱). بی‌قاعدگی سودآوری و چسبندگی احساسات سرمایه‌گذار. تحقیقات حسابداری و حسابرسی، ۳(۵۵)، ۱۱۳-۱۴۰.
- امیری، رویا؛ آشتاب، علی و حیدری، مهدی. (۱۴۰۳). رابطه بین مدل‌های گزارشگری مالی و ویژگی‌های سود شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. تحقیقات مالی، ۲(۲۶)، ۳۵۵-۳۷۴.
- انواری رستمی، علی‌اصغر و کیانی، آیدین. (۱۳۹۴). بررسی نقش عدم اطمینان محیطی در رفتار هزینه‌ها؛ شواهدی از شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. مجله پیشرفت‌های حسابداری، ۲(۷)، ۳۳-۵۷.
- تهرانی، رضا و حصارزاده، رضا. (۱۳۸۸). تاثیر جریان‌های نقدی آزاد و محدودیت در تامین مالی بر بیش سرمایه‌گذاری و کم سرمایه‌گذاری، تحقیقات حسابداری و حسابرسی، ۱(۳)، ۵۰-۶۷.
- جهان‌خانی، علی و عبده تبریزی، حسین. (۱۳۷۳). نظریه بازار کارآی سرمایه. تحقیقات مالی، ۱(۱)، ۷-۲۳.
- حقیقت، حمید و رایگان، احسان. (۱۳۸۸). نقش هموارسازی سود بر محتوای اطلاعاتی سودها در خصوص پیش‌بینی سودهای آتی. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۱۵(۵۴)، ۳۳-۴۶.
- خطیری، محمد؛ تقی پوریان، یوسف؛ غلامی جمکرانی، رضا و جهانگیرنیا، حسین. (۱۳۹۸). ویژگی‌های شخصیتی، هوش مالی مدیران و عملکرد شرکت. دانش حسابداری مالی، ۶(۳)، ۱۴۱-۱۶۵.
- رشیدی، محسن و ابراهیمی، ابراهیم. (۱۳۹۹). نقش توانایی مدیران و هموارسازی سودهای تقسیمی در تغییر محتوای اطلاعاتی سودهای جاری. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۲۷(۴)، ۵۸۱-۶۰۳.
- شهرزادی، مهشید؛ فروغی، داریوش و امیری، هادی. (۱۳۹۸). اثر ریسک دنباله چپ بر بازده مازاد مورد انتظار و پیامد آن بر استمرار بازده دنباله چپ. تحقیقات مالی، ۲۱(۴)، ۵۹۳-۶۱۱.
- شیری، یحیی؛ سجادی، سید حسین و واعظ، سید علی. (۱۳۹۷). تأثیر چسبندگی انتظارات مدیران بر رابطه بین بی‌قاعدگی پایداری سودآوری و هم‌زمانی قیمت سهام. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۲۵(۳)، ۳۶۷-۳۸۶.
- فتحه، محمد حسین. (۱۴۰۳). تأثیر خوانایی صورت‌های مالی بر سرعت تعدیل اعتبار تجاری شرکت‌ها. پژوهش‌های تجربی حسابداری، ۱۴(۲)، ۱۵۵-۱۷۸.
- محمدی، ناهید؛ بهار مقدم، مهدی و پورحیدری، امید. (۱۴۰۴). رابطه چسبندگی انتظارات مدیران و بازده آتی سهام با در نظر گرفتن رتبه‌بندی حاکمیت شرکتی. دانش سرمایه‌گذاری، ۱۴(۵۴)، ۱۹۱-۲۱۰.
- مداحی، آزاده. (۱۴۰۳). تاثیر ویژگی‌های هیات مدیره و اندازه شرکت بر شفافیت مالیاتی. پژوهش‌های تجربی حسابداری، ۱۴(۳)، ۱۶۹-۱۹۰.

References

- Amiri, R; Ashtab, A; & Heydari, M. (2024). Exploring the Link between Financial Reporting Models and Earnings Characteristics among Tehran Stock Exchange Listed Companies. *Financial Research Journal*, 26(2), 355-374. (In Persian)
- Anvari Rostami, A; Kiani, A. (2016). Investigating the Role of Demand Uncertainty in Cost Behavior; Evidences from Tehran Stock Exchange Firms. *Accounting advances*, 7(2), 33-57 (In Persian).
- Bacchetta, P; Mertens, E; van Wincoop, E. (2009). Predictability in Önancial markets: What do survey expectations tell us? *Journal of International Money and Finance*, 28, 406-426.
- Baik, B; D. B. Farber, and S. Lee. (2011). CEO ability and management earnings forecasts. *Contemporary Accounting Research* 28 (5): 1645-1668.
- Bales, R. (1962). The equilibrium problem in small groups. In P. Hare, E. Borgatta, & R. Bales (Eds.), *Small groups: Studies in social interaction* (3rd ed; pp. 424–456). New York, NY: Alfred Knopf.
- Barberis & Thaler. (2003). "A survey of behavioral finance," *Handbook of the Economics of Finance*, 1, 1053–1128.
- Barinov, A. (2023). Profitability anomaly and aggregate volatility risk, *Journal of Financial Markets*, 64, 100782.
- Basu, S. (1997). The conservatism principle and the asymmetric timeliness of earnings. *Journal of Accounting and Economics*, 24(1), 3–37.
- Berger, J; Fisek, H. M; Norman, R. Z; & Zelditch, M. (1977). *Status characteristics and social interaction*. New York, NY: Elsevier.
- Berger, J; Ridgeway, C. L; Fisek, M. H; & Norman, R. Z. (1998). The legitimation and delegitimation of power and prestige orders. *American Sociological Review*, 63(3), 379.
- Bordalo, Pedro, Nicola Gennaioli, Rafael Laporta, and Andrei Shleifer, (2017). "Diagnostic Expectations and Stock Returns," Technical Report 23863, NBER 2017.
- Borgatta, E. F; & Bales, R. F. (1953). Interaction of individuals in reconstituted groups. *Sociometry*, 16(4), 302.
- Bouchaud, J.-P; Kruger, P; Landier, A. & Thesmar, D. (2019). Sticky Expectations and the Profitability Anomaly. *The Journal of Finance*, 74: 639-674.
- Brown, N. C; Christensen, T. E; Elliott, W. B; & Mergenthaler, R. D. (2012). Investor sentiment and pro forma earnings disclosures. *Journal of Accounting Research*, 50(1), 1–40.
- Burrill, D. (2021), "Sticky Expectations", Thye, S.R. and Lawler, E.J. (Ed.) *Advances in Group Processes* (Advances in Group Processes, Vol. 38), Emerald Publishing Limited, Leeds, pp. 75-98.
- Callen, J. L; Segal, D; & Hope, O.K. (2010). The pricing of conservative accounting and the measurement of conservatism at the firm-year level. *Review of Accounting Studies*, 15, 145–178.
- Cochrane, John, (2011). "Presidential address: Discount rates;" *Journal of Finance*, 66, 1047–1108.

- Coibion, Olivier and Yuriy Gorodnichenko. (2012). "What can survey forecasts tell us about information rigidities?" *Journal of Political Economy*, 120, 116–159.
- Correll, S. J; & Ridgeway, C. L. (2003). Expectation states theory. In J. D. DeLamater (Ed.), *Handbook of social psychology* (1st ed; pp. 29–51). New York, NY: Kulwer Academic.
- Demerjian P, Lewis M, & McVay S. (2015). Earnings smoothing: For good or evil? Working paper, University of Washington, Seattle.
- Demerjian, P. R; B. Lev, M. Lewis, & S. E. McVay. (2013). Managerial ability and earnings quality. *The Accounting Review* 88 (2): 463-498.
- Dichev, I. D; & Tang, V. W. (2009). Earnings volatility and earnings predictability. *Journal of Accounting and Economics*, 47 (1), 160-181.
- Diether, Karl B, Christopher J Malloy, & Anna Scherbina. (2002). "Differences of opinion and the cross section of stock returns," *The Journal of Finance*, 57 (5), 2113–2141.
- Dippong, J. (2012). The effects of scope condition-based participant exclusion on experimental outcomes in expectation states research: A meta-analysis. *Social Science Research*, 41(2), 359–371.
- Fama, E F. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *Journal of Finance* 25: 383–417.
- Fathe, M. H. (2024). The Impact of Readability of Financial Statements on the Speed of Adjustment of Commercial Credit of Companies. *Empirical Research in Accounting*, 14(2), 155-178. (In Persian)
- Fraiberger, S.P; Lee, D; Puy, D, & RanciÈre, R; (2018). Media sentiment and international asset prices, NBER Working Paper 25353.
- Francis, J. R; R. LaFond, P. Olsson, & K. Schipper. (2005). The market pricing of accruals quality. *Journal of Accounting and Economics*, 39, 295–327.
- Fuhrer, J. (2017). Expectations as a source of macroeconomic persistence: Evidence from survey expectations in a dynamic macro model. *Journal of Monetary Economics*, 86:22–35.
- Gennaioli, N, Yueran M, & Shleifer, A. (2016). "Expectations and Investment." NBER Macroeconomics Annual, 30: 379-442.
- GÓMEZ-CRAM, R. (2022), Late to Recessions: Stocks and the Business Cycle. *The Journal of Finance*, 77: 923-966.
- Graham, J; S. Li, & J. Qiu. (2012). Managerial attributes and executive compensation. *Review of Financial Studies* 25 (1): 144-186.
- Greenwood, R & Shleifer, A. (2014). "Expectations of Returns and Expected Returns," *Review of Financial Studies*, 27 (3), 714–746.
- Haghighat, H; & Raigan, E. (2009). Investigating the effect of Income Smoothing on Information Content of Current Earnings about Predicting Future Earnings. *Accounting and Auditing Review*, 15(54), 33- 46 (In Persian)
- Henry, E. (2008). Are Investors influenced by how earnings press releases are written? *Journal of Business Communication*, 45(4), 363–407.
- Hirshleifer, David. (2001). "Investor psychology and asset pricing," *Journal of finance*, 2001. 1533–1597.

- Hsu, C; Novoselov, k; & Wang, R. (2017). Does Accounting Conservatism Mitigate the Shortcomings of CEO Overconfidence? *The Accounting Review*, 92(6), 77-101.
- Jahankhani, Ali and AbdeTabrizi, Hossein. (1994). Efficient Capital Market Theory. *Financial Research*, 1(1), 7-23. (In Persian)
- Jiang, F; Lee, J; Martin, X; & Zhou, G. (2019). Manager sentiment and stock returns. *Journal of Financial Economics*, 132(1), 126-149.
- Jin S. & C. Myers. (2006). R2 around the world: New theory and new tests, *J. Financ. Econ.* 79 (2) 257-292.
- Kahneman, D. & Tversky, A. (1973). On the psychology of prediction. *Psychological review*, 80(4):237.
- Kalkhoff, W; Melamed, D; Pollock, J; Miller, B; Overton, J; & Pfeiffer, M. (2020). Cracking the black box: Capturing the role of expectation states in status processes. *Social Psychology Quarterly*, 83(1), 26-48.
- Kalkhoff, W; Younts, C. W; & Troyer, L. (2011). Do others' views of us transfer to new groups and tasks? An expectation states approach. *Social Psychology Quarterly*, 74(3), 267-290.
- Kaplan, S. N; & L. Zingales. (1997). Do investment-cash flow sensitivities provide useful measures of financing constraints? *Quarterly Journal of Economics*, 112 (1): 169-215.
- Khatiri, M; Taghi Pirian Gilani, Y; Gholami Jamkarani, R; & jahangir nia, H. (2019). Personality characteristics, Managers' Financial Intelligence and Corporate Performance. *Financial Accounting Knowledge*, 6(3), 141-165. (In Persian)
- Klemola, A; Nikkinen, J; & Peltomki, J; (2016). Changes in investors' market attention and near-term stock market returns, *Journal of Behavioral Finance* 17(1), 18-30.
- Kothari, S. P; Laguerre, T. E; & Leone, A. J. (2002). Capitalization versus expensing: Evidence on the uncertainty of future earnings from capital expenditures versus R & D outlays. *Review of Accounting Studies*, 7(4), 355-382.
- Landier, Augustin, Guillaume Simon, & David Thesmar. (2015). "The Capacity of Trading Strategies." Working Papers hal-02011394, HAL.
- Lansing, Kevin J. & LeRoy, Stephen F. & Ma, Jun. (2022). "Examining the sources of excess return predictability: Stochastic volatility or market inefficiency?" *Journal of Economic Behavior & Organization*, 197(C), 50-72.
- Lempriere, Yves, Cyril Deremble, Trung-Tu Nguyen, Philipp Seager, Marc Potters, & Jean-Philippe Bouchaud. (2015). "Risk Premia: Asymmetric Tail Risks and Excess Returns," arXiv:1409.7720v3.
- Li, Wenhui; Normaziah Mohd Nor, Hisham M, & Feng Min. (2023). Volatility conditions and the weekend effect of long-short anomalies: Evidence from the US stock market[J]. *Quantitative Finance and Economics*, 7(2): 337-355.
- Ma, Y; Ropele, T; Sraer, D; & Thesmar, D. (2018). Do managerial forecasting biases matter? Technical report, Working paper.
- Maddahi, A. (2024). The Effect of Board Characteristics and Company Size on Tax Transparency. *Empirical Research in Accounting*, 14(3), 169-190. (In Persian).

- Mohamadi, N; bahar moghadam, M; & pourheidari, O. (2022). The Impact of Corporate Governance Mechanisms on the Relationship between managers' expectations stickiness & Future stock returns. *Empirical Studies in Financial Accounting*, 19(73), 27-56. (In Persian)
- Novy-Marx, Robert. (2013). "The Other Side of Value: The Gross Profitability Premium," *Journal of Financial Economics*, 108 (1), 1–28.
- Oskou, V; & Fakhari, H. (2022). The Profitability Anomaly and The Sticky Investor Sentiment. *Accounting and Auditing Research*, 55(3), 113-140. (In Persian)
- Patatoukas, P. N; & Thomas, J. K. (2016). Placebo tests of conditional conservatism. *The Accounting Review*, 91 (2), 625–648.
- Pyun, S. (2019). Variance risk in aggregate stock returns and time-varying return predictability, *Journal of Financial Economics* 132, 150-174.
- Rashidi, M; & Ebrahimi, E. (2021). The Role of Managers' Ability and Smoothing Dividends in Changing the Information Content of Current Earnings. *Accounting and Auditing Review*, 27(4), 581-603. (In Persian)
- Ridgeway, C. L; & Erickson, K. G. (2000). Creating and spreading status beliefs. *American Journal of Sociology*, 106(3), 579–615. doi:10.1086/318966
- Salhin, A; Sherif, M; & Jones, E. (2016). Managerial sentiment, consumer confidence and sector returns. *International Review of Financial Analysis*, 47, 24–38.
- Shahrzadi, M; Foroghi, D; & Amiri, H. (2020). The Effect of Left Tail Risk on Expected Excess Returns and Its Consequences on the Persistence of Left Tail Returns. *Financial Research Journal*, 21(4), 593-611. (In Persian)
- Shiri, Y; Sajadi, S. H; & Vaez, S. A. (2018). The Effect of Managers Expectations Stickiness on Relationship between Sustainability of Profitability Anomalies and Stock Price Synchronicity. *Accounting and Auditing Review*, 25(3), 367-386. (In Persian)
- Troyer, L. (2001). Effects of protocol difference on the study of status and social influence. *Current Research in Social Psychology*, 6(13), 182–204.
- Trueman, B. (1986). Why do managers voluntarily release earnings forecasts? *J Account Econ*, 8:53–71.
- Webster, M; & Walker, L. S. (2016). The theories of status characteristics and expectation states. In S. Abrutyn (Ed.), *Handbook of contemporary sociological theory* (pp. 321–342). Cham: Springer.
- Xu, X; Wang, X; & Han, N. (2013). Accounting Conservatism, Ultimate Ownership and Investment Efficiency. *China Finance Review International*, 2(1), 53-77.

COPYRIGHTS



This is an open access article under the CC BY-NC-ND 4.0 license.