

## Stickiness of Manager's Expectations and Profitability Anomalies

Yahya Shiri<sup>1</sup>, Seyed Hosien Sajadi<sup>2</sup>, Seyed Ali Vaez<sup>3</sup>

Received : 2018/08/31

Approved: 2019/01/02

Research Paper

### Abstract

Managerial forecasts of future profits will help investors make optimal decisions. Like other information, the value of these forecasts depends on their accuracy. Revision of past forecasts leads to a forecast error. The revisions result from new information. On the other hand, some managers revise their forecasts slowly in response to new information. This research investigates the relation between the sustainability of profitability signals and stickiness of manager expectations. The sample consists of 178 firms for the period of 6 years from 2011 to 2016. This study analyzes data and tests the hypothesis using panel-data and multi-variate regression methods. Findings show a positive and significant relation of manager expectations stickiness to sustainability of return on equity, the sustainability of gross profitability and the sustainability of cash flows. Moreover, findings indicate a negative and significant relation between manager expectations stickiness and sustainability of return on assets. Therefore, we can say that the stickiness expectations of managers have effects on sustainability of profitable signals.

**Keywords:** profitability anomalies, revision in forecasts, earnings forecast error, Stickiness of manager's expectations.

**JEL Classification:** M41,G40

DOI: 10.22051/jera.2019.21883.2165

<sup>1</sup> Assistant Professor Of Accounting, Sahneh Branch Islamic Azad University ,Sahneh, Iran, Corresponding Author, (yahyashiri@gmail.com)

<sup>2</sup> Professor Of Management and Accounting , Shahid Beheshti University , Tehran, Iran, (sajadi@scu.ac.irs)

<sup>3</sup>Assistant Professor Of Accounting,Shahid Chamran University,Ahvaz, Iran, (sa-vaez@scu.ac.ir)

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

## چسبندگی انتظارات مدیران و بی‌قاعدگی پایداری سود آوری

یحیی شیرینی\*، سید حسین سجادی\*\*، سید علی واعظ\*\*\*

تاریخ دریافت: ۹۷/۰۶/۰۹

تاریخ پذیرش: ۹۷/۱۰/۱۲

مقاله پژوهشی

### چکیده

پیش‌بینی‌های ارائه شده توسط مدیران در مورد سودآوری آینده به سرمایه‌گذاران در اتخاذ تصمیم‌های بهینه کمک می‌کند. همانند سایر اطلاعات، ارزش این پیش‌بینی‌ها، وابسته به دقت آن‌ها است. تجدیدنظر در پیش‌بینی‌های گذشته منجر به خطای پیش‌بینی می‌شود. تجدیدنظرهای مزبور در نتیجه کسب اطلاعات جدید روی می‌دهند. از سوی دیگر، برخی از مدیران در واکنش به اطلاعات جدید با سرعت کم در پیش‌بینی‌های خود تجدیدنظر می‌کنند. در این پژوهش، ارتباط پایداری سیگنال‌های سودآوری با چسبندگی انتظارات مدیران بررسی شده است. به منظور اجرای این پژوهش، داده‌های ۱۷۸ شرکت برای دوره زمانی ۶ ساله ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۵ انتخاب شد. با استفاده از الگوی رگرسیون چند متغیره و داده‌های ترکیبی، به تجزیه و تحلیل اطلاعات و آزمون فرضیه‌ها پرداخته شد. یافته‌های پژوهش نشان داد بین پایداری بازده سرمایه، پایداری سودآوری ناخالص و پایداری جریان‌های نقدی با چسبندگی انتظارات مدیران رابطه مثبت و معنادار و بین پایداری بازده دارایی‌ها و چسبندگی انتظارات مدیران رابطه منفی و معناداری وجود داشته است. بنابراین، می‌توان گفت انتظارات چسبنده مدیران بر پایداری سیگنال‌های سودآوری تأثیرگذار بوده است.

**واژه‌های کلیدی:** بی‌قاعدگی‌های سودآوری، تجدیدنظر در پیش‌بینی‌ها، خطای پیش‌بینی سود، چسبندگی

انتظارات مدیران

طبقه‌بندی موضوعی: M41,G40

DOI: 10.22051/jera.2019.21883.2165

\* استادیار گروه حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد صحنه، صحنه، ایران، (نویسنده مسئول)، (yahyashiri@gmail.com).

\*\* استادیار، گروه حسابداری و مدیریت، دانشگاه شهید بهشتی، تهران، ایران، (sajadi@scu.ac.ir).

\*\*\* استادیار، گروه حسابداری، دانشگاه شهید چمران اهواز، اهواز، ایران، (sa-vaez@scu.ac.ir).

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

## مقدمه

پیش‌بینی‌های ارائه شده توسط مدیران در مورد سودآوری دوره آینده شرکت‌ها دارای توانمندی‌های ارزشمندی است که به سرمایه‌گذاران در اتخاذ تصمیم‌های بهینه کمک می‌کند. همانند سایر اطلاعات، ارزش این پیش‌بینی‌ها، وابسته به دقت است (حاجی‌ها و چناری بوکت، ۱۳۹۴). تعداد زیادی از ویژگی‌های قابل مشاهده شرکت‌ها می‌توانند بازده سهام را پیش‌بینی کنند (ام‌سی‌لین و پونتیف، ۲۰۱۶). توانایی پیش‌بینی پذیری مزبور، خلاف قاعده (بی‌قاعدگی) نام‌گذاری می‌شود (جولیه ژو، ۲۰۱۵). بی‌قاعدگی (خلاف قاعده) چیزی است که از آنچه استاندارد، نرمال یا مورد انتظار است، منحرف می‌شود. پیدایش پدیده‌هایی مانند حباب‌های قیمتی در بازار سهام، وجود نوسانات بیش‌ازحد در قیمت سهام، واکنش بیشتر (کمتر) از اندازه سرمایه‌گذاران به اطلاعات جدید، در تقابل با نظریه بازار کارا قرار گرفته است. بنابراین، با توجه به این که تحقیقات زیادی هم در ایران و هم در سایر کشورها نشان داده‌اند متغیرهای حسابداری توانایی پیش‌بینی بازده سهام را دارند، لذا متغیرهای مزبور قاعده بازار کارا را برهم زده و منجر به کسب بازده غیرعادی می‌شوند. از طرفی، هیچ‌گونه اتفاق نظری در خصوص اینکه کدام مدل تأثیر بی‌قاعدگی‌های بازار را به‌طور کامل نشان می‌دهد و اینکه بی‌قاعدگی‌ها چه تأثیری بر بازده سهام می‌گذارند، وجود ندارد. وضعیت مزبور به این خاطر است که بی‌قاعدگی‌های بازار همراه با شرایط اقتصادی، بازارهای سهام، نمونه انتخاب شده، دوره‌های زمانی و تفاوت از صنعتی به صنعتی دیگر، تغییر می‌کنند. (لطیف، ارشاد، فاطیما و فاروق، ۲۰۱۲). از طرفی، مالی رفتاری که عموماً از آن به‌عنوان کاربرد روان‌شناسی در دانش مالی تعبیر می‌شود، به‌ویژه پس از ترکیدن حباب قیمتی سهام شرکت‌های فناوری در مارس ۲۰۰۰، به یک موضوع روز تبدیل شده است (بدری، ۱۲: ۱۳۸۸).

یکی از تئوری‌های رایج در ادبیات مالی رفتاری، نظریه ثبات رفتاری است. طبق این نظریه، اگر مفهومی در ذهن افراد جای گیرد، علیرغم تغییرات محیطی یا محاسباتی، انسان‌ها به سختی می‌توانند آن مفهوم را تغییر دهند. بر مبنای نظریه ثبات رفتاری، افراد برای آغاز کار از بخش خاصی (گزینشی) از اطلاعات استفاده می‌کنند و برای پیش‌بینی خود اطلاعات موجود را بر آن اساس تعدیل می‌کنند. بر اساس تئوری مزبور، معمولاً افراد نمی‌توانند با توجه به اطلاعات جدید دیدگاه پیشین و مورداتکای خود را تعدیل کنند، یعنی آنان برای تجدیدنظر در

احتمالات گذشته، قاعده بیز را رعایت نمی‌کنند. قاعده بیز بر این حقیقت دلالت دارد که کسب اطلاعات جدید سبب می‌شود افراد تصمیمات گذشته خود را بر اساس اطلاعات مزبور تعدیل کنند. در نتیجه، افراد هنگام مواجه شدن با اطلاعات جدید با سرعت کمی انتظارات قبلی خود را برای پیش‌بینی آینده تعدیل می‌کنند (هندریکسون، ۱۳۹۳: ۲۶۳-۲۶۴).

بنابراین، در پیش‌بینی بازده سهام با استفاده از پایداری بی‌قاعدگی‌های سودآوری (معیارهای سودآوری پیش‌بینی کننده بازده سهام)، با توجه به اینکه بخش بااهمیتی از اطلاعات پشتوانه بی‌قاعدگی‌های مزبور تحت تأثیر انتظارات چسبنده مدیران قرار دارند، آگاهی از این موضوع که آیا پایداری بی‌قاعدگی سودآوری می‌تواند به‌طور مستقیم به یک مدل ساده انتظارات چسبنده مربوط باشد که در آن مدیران اعتقادات خود را بسیار کند، به‌روز می‌کنند یا خیر، می‌تواند مسئله عدم آگاهی سرمایه‌گذاران از سوگیری‌های انتظارات مدیران را روشن‌تر سازد.

همچنین، با توجه به اینکه بخش عمده تحقیقات حسابداری در حوزه پیش‌بینی سود، به بررسی محتوای اطلاعاتی سود با بازده سهام پرداخته‌اند و توجه چندانی به اثراتی که مالی رفتاری می‌تواند در شدت یا تضعیف مدل‌های پیش‌بینی بازده با استفاده از شاخص‌های سودآوری داشته باشد، صورت نگرفته است، بنابراین تحقیق حاضر می‌تواند خلأ مربوط را پوشش داده و توجه سرمایه‌گذاران را به محتوای اطلاعاتی معیارهای سودآوری از چشم‌انداز مالی رفتاری جلب کند.

### مبانی نظری پژوهش

بر اساس فرضیه بازار کارا، در این بازارها قیمت اوراق بهادار منعکس کننده همه اطلاعاتی است که بدون هیچ نوع تعصب یا یکسونگری در بازار وجود دارد. از سوی دیگر، به دلیل وجود ناهمگونی‌ها در دنیای واقعی، ممکن است قیمت‌ها انحراف قابل توجه و ماندگاری از ارزش‌های بنیادی خود داشته باشند. این شواهد تحت عنوان بی‌قاعدگی‌های بازار، شناخته می‌شوند. بنابراین، با فرض وجود ناهمگنی در رفتارها امکان کسب سودهای غیرعادی، اگر بازتاب‌کننده پرداخت برای ریسک نباشند، به خاطر قابلیت پیش‌بینی پذیری قیمت‌های سهام، وجود خواهد داشت. در این صورت فرضیه بازارهای کارا تائید نمی‌شود (نظری و فرزندگان، ۱۳۹۰). بنابراین، تلاش می‌شود تا این عدم کارایی‌ها به وسیله مدل‌هایی تبیین شود تا از هدر

رفتن هر گونه فرصتی برای سرمایه‌گذاران جلوگیری کند و آن‌ها را در موقعیتی قرار دهد که بتوانند در بازار بهتر عمل کنند (اسچورد، ۲۰۰۳). محققانی مانند آچاریا و پدرسن (۲۰۰۵)، بانز (۱۹۸۱)، بورگس (۲۰۰۹)، فاما و فرنچ (۱۹۹۳ و ۱۹۹۲)، استراگنل، گیلبرت و کروگر (۲۰۱۱) و وان رنسبورگ (۲۰۰۱) نشان دادند بی‌قاعدگی‌هایی مانند آثار تقویمی، سودآوری، اندازه، ارزش، نوسان قیمت و اثر ژانویه تأثیر بااهمیتی بر بازده سهام دارند. نتایج مزبور، بیانگر این وضعیت است که فرضیه بازار کارا حفظ نمی‌شود زیرا، بی‌قاعدگی‌های متفاوت بازار بر بازده بازار تأثیر می‌گذارند (نوی ماکس، ۲۰۱۴).

همواره سودآوری به‌عنوان یکی از متغیرهای مهم حسابداری مانند استراتژی ارزش، برای پیش‌بینی بازده سهام مورد تأکید محققان بوده است (نوی مارکس و ولیکوف، ۲۰۱۴). یکی از ابزارهای تعامل مدیران شرکت‌ها با بازار، ارائه اطلاعات در مورد پیش‌بینی سود شرکت است که بر اساس آن شرکت‌ها می‌توانند رفتار بازار را تحت تأثیر قرار دهند. به‌منظور تأثیرگذاری بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاران، مدیران ممکن است رفتار خوش‌بینانه یا بدبینانه در پیش‌بینی سود داشته باشند (منکیو، گریگوری و ریس، ۲۰۰۶). پیش‌بینی‌های مزبور نشان‌دهنده انتظارات مدیران در باره رویداد های احتمالی آینده است. بنابراین، دقت این پیش‌بینی‌ها برای سرمایه‌گذاران اهمیت زیادی دارد. اهمیت سود پیش‌بینی شده مزبور برای سرمایه‌گذاران به میزان انحراف آن با سود واقعی بستگی دارد. بازار برای برآورده شدن انتظارات سود هر سهم، ارزش فراوان قائل است و نسبت به برآورده نشدن آن نیز واکنش نشان می‌دهد. بنابراین، دقت این پیش‌بینی‌ها برای سرمایه‌گذاران اهمیت زیادی دارد. هو و همکاران (۲۰۱۵: ۶۶۴) سیگنال‌های جریان‌های نقدی عملیاتی، بازده دارایی‌ها، بازده سرمایه و سودآوری ناخالص را به‌عنوان مهم‌ترین بی‌قاعدگی‌های سودآوری معرفی کردند.

در مبانی نظری مالی رفتاری، تعصبات رفتاری غیرمنطقی مشارکت‌کنندگان در بازار معمولاً به شکلی از انتظارات غیربیزی (قاعده بیز) در حوزه مبانی نظری روان‌شناسی قرار می‌گیرند (هانگ و استین ۱۹۹۹) یا باربری و همکاران (۱۹۹۸). رفتار غیر عقلانی در ادبیات مالی رفتاری در نقطه مقابل عقلانی بودن در مالی کلاسیک قرار نمی‌گیرد، بلکه منظور از رفتار غیر عقلانی، رفتاری است که با ویژگی‌های عقلانی تعریف شده مالی کلاسیک به‌طور کامل انطباق ندارد، یا از آن فاصله می‌گیرد. توجه به این موضوع کاملاً ضروری است که بخش

عمده‌ای از تئوری‌های مالی و اقتصادی بر این مفهوم استوار است که افراد عقلانی رفتار می‌کنند و در فرآیند تصمیم‌گیری، همه اطلاعات را در نظر می‌گیرند. از سوی دیگر، محققین دانشگاهی به شواهد فراوانی دست یافته‌اند که نشان‌دهنده رفتار غیر عقلانی و تکرار خطا در ارزیابی و قضاوت انسان است (بدری، ۱۵: ۱۳۸۸).

پیش‌بینی کنندگان دارای باورها یا انتظاراتی هستند که به باورهای گذشته آن‌ها متصل شده و به راحتی تمایل به تغییر ندارند. در نتیجه، همواره بخشی از اطلاعات جدید را در پیش‌بینی‌های خود در نظر نمی‌گیرند. به این مفهوم در علم اقتصاد چسبندگی اطلاعات اطلاق می‌شود. مطالعات اخیر روی الگوهای انتظارات عقلانی با فرض چسبندگی اطلاعات مانند الگوی منکیو و ریس (۲۰۰۲) نشان داده‌اند که به چه نحو چسبندگی اطلاعات می‌تواند دلالت‌های سیاست‌گذاری متفاوتی را در مقایسه با الگوهای تحت اطلاعات کامل به همراه داشته باشد. در الگوی مزبور فرض می‌شود که بنگاه‌ها در یک محیط رقابت انحصاری فعالیت می‌کنند. در این الگو، بنگاه در هر دوره قیمت بهینه (قیمت حداکثر کننده سود بنگاه) را برای کالای تولیدی خود انتخاب می‌کند. البته مجموعه اطلاعاتی که برای محاسبه این قیمت بهینه مورد استفاده قرار می‌گیرد لزوماً در زمان قیمت‌گذاری به هنگام نیست. به بیان دیگر، اطلاعات مورد استفاده بنگاه برای قیمت‌گذاری کالای خود، چسبیده هستند. درحالی که بنگاه‌ها انتظارات عقلانی دارند، اما به دلیل هزینه‌های به‌روزرسانی مجموعه اطلاعات مورد استفاده در قیمت‌گذاری، انتظارات خود را به‌کندی تغییر می‌دهند. هر دو مدل اطلاعات چسبنده و اطلاعات شنیداری، ارتباط مشابهی بین میانگین خطاهای پیش‌بینی گذشته و میانگین تجدیدنظر در پیش‌بینی‌های انجام شده را مورد توجه قرار می‌دهند به گونه‌ای که ضریب تجدیدنظر در پیش‌بینی، درجه سختی اطلاعات را نشان می‌دهد (کوی بین و گوردنیچنکو، ۲۰۱۵). در مدل اطلاعات چسبنده، پیش‌بینی کنندگان انتظارات چسبنده دارند (کوی بین و گوردنیچنکو، ۲۰۱۲). آنان در هر دوره، باورهای خود را با استفاده از همه‌ی اطلاعات موجود با احتمال  $(\lambda)$  - (به‌روز می‌کنند و با احتمال  $\lambda$  به باورهای قبلی خود می‌چسبند. این مدل روش ساده‌ای را برای اندازه‌گیری چسبندگی انتظار با استفاده از ارتباط بین خطاهای پیش‌بینی و تجدیدنظرها در پیش‌بینی گذشته، ارائه می‌کند. مدل مزبور از نظریه سختی اطلاعات در علم اقتصاد استخراج می‌شود (منکیو، گریگوری و ریس، ۲۰۰۲ و ۲۰۰۶). استدلال پشتوانه مدل مزبور این

است که پیش‌بینی کنندگان تصمیم می‌گیرند تا انتظارات خود را در فواصل گسسته به‌روز کنند، اما نمی‌توانند اطلاعات جدید و مربوط را در این فواصل مشارکت دهند. هسته اصلی مدل مزبور ارتباط نظری قوی بین میانگین خطای پیش‌بینی گذشته و میانگین تجدیدنظر در پیش‌بینی‌های انجام شده است. بنابراین، بر اساس مدل اطلاعات چسبنده منکیو، گریگوری و ریس در سال‌های ۲۰۰۲ و ۲۰۰۶ و بسط آن توسط کوی و گورودنیچنکو در حوزه متغیرهای اقتصادی در سال‌های ۲۰۱۲ و ۲۰۱۵ و تحقیق جین و همکاران در سال ۲۰۱۷ که متغیر چسبندگی اطلاعات را به پشتوانه مبانی علمی مزبور، وارد حوزه حسابداری نمود، انتظار می‌رود واحدهای تجاری که دارای مدیران با انتظارات چسبنده هستند، در انتخاب رویه‌های حسابداری به‌گونه‌ای عمل کنند که معیارهای سودآوری که از آن‌ها به‌عنوان بی‌قاعدگی‌های سودآوری نام برده می‌شود، از پایداری بیشتری برخوردار باشند. از طرفی، انتخاب رویه‌های حسابداری و در نتیجه کیفیت اطلاعات حسابداری همواره دستخوش نوع نگرش مدیران بوده به‌طوری‌که با هر نوع تغییر در مدیریت، شاهد نوسان بااهمیت در مهم‌ترین خروجی حسابداری یعنی اطلاعات مربوط به حوزه سودآوری هستیم. حال با توجه به اینکه اطلاعات سودآوری به‌طور بااهمیتی تحت تأثیر تصمیمات مدیران قرار دارد، بنابراین نوع نگرش و رفتار مدیران (دارای ثبات رفتاری یا بالعکس) می‌تواند کیفیت معیارهای سودآوری را تحت تأثیر خود قرار دهد. لذا در این تحقیق تأثیر چگونگی رفتار مدیران (به‌وسیله معیار چسبندگی انتظارات مدیران) و نقش آن در تقویت یا تضعیف توان پیش‌بینی کنندگی معیارهای سودآوری بررسی می‌شود.

### پژوهش‌های خارجی

باسو (۱۹۹۷) نشان داد کسب بازده بر اساس نسبت قیمت به سود هر سهم، انحراف از فرضیه بازار کارا است. بنابراین، همه اطلاعات عمومی در مورد سهام همیشه به‌طور کامل در قیمت سهام منتشر نمی‌شوند. ژو و پن من (۲۰۱۴) نشان دادند که تعداد زیادی از متغیرهای حسابداری سودهای آتی و نرخ رشد آن‌ها را پیش‌بینی می‌کنند. این دسته از بی‌قاعدگی‌های حسابداری که در مدل مزبور بکار گرفته شدند شامل؛ اقلام تعهدی، رشد دارایی‌ها، سودآوری، سرمایه‌گذاری، انتشار سهام و تأمین مالی خارجی بود. بارینو (۲۰۱۵) نشان داد واحدهای تجاری با سودآوری پایین‌تر بازده مورد انتظار پایین‌تری دارند همچنین، بی‌قاعدگی سودآوری

برای واحدهای تجاری ناپایدار قوی‌تر است و ریسک نوسان پذیری مجموع می‌تواند این نظم را توضیح دهد. جنایولی، یوران و اشلیفر (۲۰۱۵) نشان دادند خطاهای موجود در انتظارات از رشد سودهای مورد انتظار مدیرعامل اجرایی به وسیله سایر داده‌ها و سودهای گذشته قابل پیش‌بینی هستند که این موضوع به ساختار تعمیم‌یافته انتظارات اشاره می‌کند و پیشنهاد می‌کند انتظارات ممکن است منطقی نباشند. زخینی (۲۰۱۵) نشان داد چسبندگی دستمزد و سرمایه انسانی واحد تجاری، اهرم عملیاتی را تحریک می‌کند تا واحد تجاری را در معرض ریسک قرار دهد. این اهرم نوسان در بازده و نیز ارتباط مثبت بین سودها و بازده‌های بعدی آن را ایجاد می‌کند. کوی بین، اولیور و گوردنیچنکو (۲۰۱۵) با استفاده از داده‌های مربوط به پیش‌بینی تورم توسط تحلیل‌گران اقتصادی و تجدیدنظرهای بعدی در این پیش‌بینی‌ها، نشان دادند تحلیل‌گرانی که در برابر ورود اطلاعات جدید در پیش‌بینی‌های خود مقاومت بیشتری دارند یا به بیان دیگر، دیدگاه چسبنده‌تری دارند، در پیش‌بینی‌های خود در خصوص تورم، با آهنگ کندتری تجدیدنظر می‌کنند. یافته‌های پژوهش انگلبرگ، جوزف، ام سی لین و پونتی (۲۰۱۶) با سرمایه‌گذارانی که انتظارات بیش از حد خوش‌بینانه در باره جریان‌های نقدی برخی از واحدهای تجاری و انتظارات بیش از حد بدبینانه در باره جریان‌های نقدی دیگر واحدهای تجاری دارند، همبستگی دارد. آنان دریافتند که بازده‌های بی‌قاعده نتیجه انتظارات جانب‌دارانه هستند و دارای حداقل همبستگی با اخبار ورودی می‌باشند. بوچاو و همکاران (۲۰۱۷) در تحقیقی با عنوان چسبندگی انتظارات و بی‌قاعدگی سودآوری با استفاده از داده‌های پیش‌بینی تحلیل‌گران نشان دادند تحلیل‌گران به‌طور متوسط نسبت به واحدهای تجاری با سود زیاد بدبین هستند. همچنین، بی‌قاعدگی سودآوری برای سهامی که به وسیله تحلیل‌گران چسبنده حمایت می‌شوند، قوی‌تر است. افزون بر این، بی‌قاعدگی سودآوری برای سهام با سودهای پایدارتر، قوی‌تر است.

### پژوهش‌های داخلی

مشایخ و شاه‌رخی (۱۳۸۶) نشان دادند، بین اشتباه پیش‌بینی مدیران و اشتباه پیش‌بینی بر اساس گام تصادفی تفاوت معناداری وجود دارد. افزون بر این، مقایسه اختلاف میانگین‌های دو مدل بیانگر دقت بیشتر پیش‌بینی مدیران نسبت به پیش‌بینی بر اساس گام تصادفی بوده است. بلو و بخصامی (۱۳۹۰) در تحقیقی به بررسی رابطه خطای پیش‌بینی سود و تعداد دفعات تجدیدنظر



در پیش‌بینی با بازده سهام عادی پرداختند. آنان نشان دادند خطای پیش‌بینی سود و تعداد دفعات تجدیدنظر با بازده سهام عادی در سطح اطمینان ۹۹ درصد، رابطه معناداری داشته است. رضازاده و آشتاب (۱۳۸۹) نشان دادند سرمایه‌گذاران می‌توانند خطای پیش‌بینی سود را تشخیص دهند و از آن در قیمت‌گذاری سهام استفاده کنند. قائمی و اسکندرلی (۱۳۹۲) نشان دادند عملکرد گذشته، رویکرد گذشته مدیران در پیش‌بینی و نوع مالکیت شرکت در سوگیری مدیران در پیش‌بینی سود نقش داشته است. حاجی‌ها و چناری بوکت (۱۳۹۴) نشان دادند بین دفعات پیش‌بینی سود توسط مدیریت با چرخش مدیران ارشد ارتباط معناداری وجود داشته است. اصولیان، صادقی شرف و خلیلی (۱۳۹۶) نشان دادند سودآوری عملیاتی بر مبنای نقد، معیار بهتری برای توضیح بازدهی سهام است.

### روش‌شناسی پژوهش

این پژوهش کاربردی است زیرا، نتایج آن می‌تواند مورد استفاده مدیران شرکت‌ها، قانون‌گذاران، تحلیل‌گران، حساب‌رسان و پژوهشگران قرار گیرد. پژوهش از نوع شبه تجربی و با استفاده از رویکرد پس‌رویدادی (از طریق اطلاعات گذشته) است به دلیل این که پژوهش حاضر بر روابط بین متغیرها تمرکز دارد، از نوع تحقیقات همبستگی است. برای گردآوری اطلاعات از صورت‌های مالی پیش‌بینی‌شده فصلی شرکت‌ها و داده‌های مربوط به متغیرهای بی‌قاعدگی سودآوری از صورت‌های مالی حسابرسی شده سالانه شرکت‌ها و گزارش قیمت و بازده سهام موجود در نرم‌افزار ره‌آورد نوین و سایت کدال که در پایگاه اینترنتی سازمان بورس اوراق بهادار ارائه شده، استفاده شده است.

جامعه آماری پژوهش، شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران بوده است.

دوره زمانی مدنظر پژوهش، ۶ سال و ۱۷۸ شرکت برحسب حداکثر اطلاعات موجود طی سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۵ انتخاب شدند. برای اطلاعات پایداری بی‌قاعدگی‌های سودآوری دوره زمانی ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۵ و برای متغیر چسبندگی انتظارات مدیران، دوره زمانی ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۵ مدنظر پژوهش است.

انتخاب شرکت‌ها با رعایت محدودیت‌های زیر انجام شده است:

- ۱) به‌منظور همگن شدن نمونه آماری در سال‌های مورد بررسی، قبل از سال ۱۳۸۶ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند و طی سال‌های ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۵ به‌طور متمادی در بورس اوراق بهادار تهران فعالیت داشته باشند.
- ۲) به‌منظور افزایش توان هم‌سنجی و هم‌سان‌سازی شرایط شرکت‌های انتخابی، سال مالی شرکت‌ها باید به پایان اسفندماه هر سال منتهی شود.
- ۳) به دلیل شفاف نبودن مرزبندی بین فعالیت‌های عملیاتی و تأمین مالی شرکت‌های مالی (شرکت‌های سرمایه‌گذاری و واسطه‌گری مالی و...)، این شرکت‌ها از نمونه حذف شدند.
- ۴) شرکت‌ها نباید دوره مالی خود را در طی این مدت تغییر داده باشند.
- ۵) داده‌های موردنظر آن‌ها در دسترس باشد.

### فرضیه‌های پژوهش

در تحقیقاتی که به بررسی بی‌قاعدگی‌ها در ایران پرداخته‌اند اولاً، گروه‌بندی بی‌قاعدگی‌ها بر اساس بی‌قاعدگی‌های سودآوری و سایر گروه‌های بی‌قاعدگی تعریف شده توسط هو و همکاران (۲۰۱۵) و ارتباط آن‌ها با سایر شاخص‌های بازار، انجام نگرفته است. ثانیاً، متغیر چسبندگی انتظارات مدیران با توجه به تئوری‌های مطرح‌شده در بخش مبانی نظری پژوهش، در پایداری بی‌قاعدگی‌های بازار به‌ویژه بی‌قاعدگی‌های سودآوری، تأثیرگذار است. توجه به این تأثیرگذاری نیز تاکنون در ایران مورد بررسی قرار نگرفته است. بنابراین، بر اساس مبانی نظری پیش‌گفته و تحقیقات پیشین، فرضیه‌های تحقیق به‌صورت زیر تدوین شدند:

- فرضیه ۱: بین چسبندگی انتظارات مدیران و پایداری جریان‌های نقدی رابطه معناداری وجود دارد.
- فرضیه ۲: بین چسبندگی انتظارات مدیران و پایداری بازده سرمایه رابطه معناداری وجود دارد.
- فرضیه ۳: بین چسبندگی انتظارات مدیران و پایداری بازده دارایی‌ها رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه ۴: بین چسبندگی انتظارات مدیران و پایداری سودآوری ناخالص رابطه معناداری وجود دارد.

برای آزمون فرضیه‌های اول تا چهارم از مدل‌های ۱ تا ۴ استفاده می‌شود:

$$\rho \text{Cash}_{f,t} = \lambda_{f,t} + \text{size}_{f,t} + \text{leverage}_{f,t} + \epsilon_{f,t} \quad \text{مدل (۱)}$$

$$\rho \text{Roe}_{f,t} = \lambda_{f,t} + \text{size}_{f,t} + \text{leverage}_{f,t} + \epsilon_{f,t} \quad \text{مدل (۲)}$$

$$\rho \text{RoA}_{f,t} = \lambda_{f,t} + \text{size}_{f,t} + \text{leverage}_{f,t} + \epsilon_{f,t} \quad \text{مدل (۳)}$$

$$\rho \text{Income}_{f,t} = \lambda_{f,t} + \text{size}_{f,t} + \text{leverage}_{f,t} + \epsilon_{f,t} \quad \text{مدل (۴)}$$

### متغیر وابسته

#### پایداری بی‌قاعدگی سودآوری

متغیر وابسته پژوهش، پایداری بی‌قاعدگی سودآوری است. در این پژوهش، از سیگنال‌های سودآوری مطرح شده توسط هو و ژانگ (۲۰۱۵) به‌عنوان بی‌قاعدگی‌های سودآوری استفاده شده است.

#### پایداری سودآوری ناخالص

مطابق با نوی مارکس (۲۰۱۳) به‌عنوان تفاوت بین درآمدها و بهای تمام‌شده فروش که بر اساس کل دارایی‌ها همگن می‌شود، محاسبه می‌شود. برای اندازه‌گیری سیگنال پایداری سودآوری ناخالص، از مدل (۵)، استفاده شده است:

$$\text{Income}_{f,t} = a + \rho \text{Income}_{f,t} * \text{Income}_{f,t-1} + \epsilon_{f,t} \quad \text{مدل (۵)}$$

که؛  $\rho \text{Income}_{f,t}$  پایداری سود ناخالص واحد تجاری  $f$  در سال  $t$ ،  $\text{Income}_{f,t}$  سود ناخالص (تفاوت بین درآمدها و بهای تمام‌شده فروش) واحد تجاری  $f$  در پایان سال  $t$ ،  $\text{Income}_{f,t-1}$  سود ناخالص واحد تجاری  $f$  در پایان سال  $t-1$  و  $\epsilon_{f,t}$  نیز خطای باقیمانده مدل رگرسیون است.

### پایداری بازده سرمایه

با تقسیم سود قبل از ارقام غیرمترقبه بر سرمایه سهام عادی دفتری اندازه‌گیری می‌شود. برای اندازه‌گیری سیگنال پایداری سودآوری ناخالص، از مدل (۶)، استفاده شده است:

$$Roe_{f,t} = a + \rho Roe_{f,t} * Roe_{f,t-1} + \epsilon_{f,t} \quad \text{مدل (۶)}$$

که؛  $\rho Roe_{f,t}$ : پایداری بازده سرمایه واحد تجاری  $f$  در سال  $t$ ،  $Roe_{f,t}$  بازده سرمایه (سود قبل از ارقام غیرمترقبه تقسیم بر سرمایه سهام عادی دفتری) واحد تجاری  $f$  در پایان سال  $t$ ،  $Roe_{f,t-1}$  بازده سرمایه واحد تجاری  $f$  در پایان سال  $t-1$  و  $\epsilon_{f,t}$  نیز خطای باقیمانده مدل رگرسیونی است.

### پایداری بازده دارایی‌ها

عبارت از سود قبل از ارقام غیرمترقبه تقسیم بر کل دارایی‌ها است. برای اندازه‌گیری سیگنال پایداری سودآوری ناخالص، از مدل (۷)، استفاده شده است:

$$RoA_{f,t} = a + \rho RoA_{f,t} * RoA_{f,t-1} + \epsilon_{f,t} \quad \text{مدل (۷)}$$

که؛  $\rho RoA_{f,t}$ : پایداری بازده دارایی‌های واحد تجاری  $f$  در سال  $t$ ،  $RoA_{f,t}$  بازده دارایی‌های (سود قبل از ارقام غیرمترقبه تقسیم بر کل دارایی‌ها) واحد تجاری  $f$  در پایان سال  $t$ ،  $RoA_{f,t-1}$  بازده دارایی‌های واحد تجاری  $f$  در پایان سال  $t-1$  و  $\epsilon_{f,t}$  نیز خطای باقیمانده مدل رگرسیونی است.

### پایداری جریان‌های نقدی عملیاتی

جریان‌های نقدی عملیاتی به‌صورت مجموع خالص جریان‌های نقدی عملیاتی، خالص جریان نقدی فعالیت‌های بازده سرمایه‌گذاری‌ها و سود تأمین مالی و خالص جریان‌های نقدی مالیات طبق استاندارد حسابداری شماره ۲ ایران، اندازه‌گیری شده است. برای اندازه‌گیری سیگنال پایداری جریان‌های نقدی عملیاتی، از رابطه (۴)، استفاده شده است:

$$pcash_{f,t} = a + pcash_{f,t} * pcash_{f,t-1} + \epsilon_{f,t} \quad \text{مدل (۸)}$$

که؛  $pcash_{f,t}$ : پایداری جریان نقد عملیاتی واحد تجاری  $f$  در سال  $t$ ،  $cash_{f,t}$ ، خالص جریان‌های نقدی عملیاتی واحد تجاری  $f$  در پایان سال  $t$ ،  $cash_{f,t-1}$ ، خالص جریان‌های نقدی عملیاتی واحد تجاری  $f$  در پایان سال  $t-1$  و  $\rho$  و  $\epsilon_{f,T}$  نیز خطای باقیمانده مدل رگرسیونی است.

### متغیر مستقل

از مدل بوچاو و همکاران (۲۰۱۷) برای اندازه‌گیری چسبندگی انتظارات مدیران استفاده شده است.

ضریب چسبندگی انتظارات مدیران از مدل (۹) به دست می‌آید:

مدل (۹)

$$\frac{EPS_{f,k} - F_t EPS_{f,k}}{P_{f,k-1}} = a + b \cdot \frac{F_t EPS_{f,k} - F_{t-1} EPS_{f,k}}{P_{f,k-1}} + c \cdot \text{Log}(assets_{f,k-1}) + \sigma_T + \epsilon_{f,T}$$

که؛  $\frac{EPS_{f,k} - F_t EPS_{f,k}}{P_{f,k-1}}$  خطای سود پیش‌بینی شده هر سهم واحد تجاری  $f$  در سال  $t$ ،  $EPS_{f,k}$ ، سود واقعی هر سهم واحد تجاری  $f$  در پایان سال  $k$ ،  $F_t EPS_{f,k}$ ، سود پیش‌بینی شده هر سهم واحد تجاری  $f$  در پایان شش‌ماهه دوم سال مالی  $k$ ،  $P_{f,k-1}$ ، قیمت واقعی هر سهم شرکت  $f$  در ابتدای سال مالی  $k$ ،  $\frac{F_t EPS_{f,k} - F_{t-1} EPS_{f,k}}{P_{f,k-1}}$ ، تجدیدنظر در پیش‌بینی سود هر سهم و  $F_t EPS_{f,k}$ : پیش‌بینی سود هر سهم واحد تجاری  $f$  برای سال  $k$  در زمان  $t$  (پایان شش‌ماهه دوم سال  $k$ ) است. در اینجا منظور از  $t$  مبدأ پیش‌بینی آتی سود هر سهم است. همچنین،  $F_{t-1} EPS_{f,k}$ : سود پیش‌بینی شده هر سهم واحد تجاری  $f$  برای سال  $k$  در زمان  $t-1$  (ابتدای سال  $k$ ) است.

ضریب  $b$  به‌عنوان عملگر (عامل، نماینده) پارامتر چسبندگی تفسیر می‌شود، که بر اساس رابطه زیر تبدیل به ضریب چسبندگی می‌شود:  $\lambda = \frac{b}{(1+b)}$

پس از محاسبه خطای پیش‌بینی و تجدیدنظر در پیش‌بینی، برای اجرای مدل (۹) و استخراج ضریب  $b$  و سپس ضریب چسبندگی  $\lambda$ ، در هر سال از دوره‌های مورد بررسی تحقیق، شرکت‌ها در داخل گروه‌های بیست‌تایی (هر سال به نه گروه بیست‌تایی گروه‌بندی می‌شود) قرار می‌گیرند و ضرایب چسبندگی در هر یک از این گروه‌ها محاسبه می‌شود.

### متغیرهای کنترل

اندازه واحد تجاری: از لگاریتم جمع دارایی‌های واحد تجاری در پایان سال حاصل می‌شود (زین و همکاران، ۲۰۱۵).

نسبت اهرمی: از تقسیم جمع بدهی‌ها بر جمع دارایی‌ها به دست می‌آید (زین و همکاران، ۲۰۱۵).

### پردازش یافته‌های پژوهش

برای بررسی و تجزیه و تحلیل اولیه داده‌ها، آمار توصیفی متغیرهای پژوهش شامل میانه، میانگین، حداقل و حداکثر مقدار و انحراف معیار کلیه متغیرهای مستقل، وابسته و کنترلی در نگاره (۱) ارائه شده است. بر این اساس، متغیر چسبندگی انتظارات مدیران دارای میانگین ۰/۱۳۵، مینیمم ۰/۳۲-، ماکزیمم ۰/۶۷ و انحراف معیار ۰/۲۶ است. نتایج مزبور نشان می‌دهد که مدیران شرکت‌های نمونه پژوهش حاضر، به‌طور متوسط در پیش‌بینی‌های خود ۰/۱۳۵ از اعتقادات گذشته و به‌طور متوسط به میزان ۰/۸۶۵ اطلاعات جدید را در تصمیم‌گیری‌های خود وارد می‌کنند. همچنین، در میان متغیرهای وابسته پژوهش، پایداری سودآوری با ۰/۳۱۶ و پایداری جریان‌های نقدی با ۰/۱۹۶ به ترتیب بیشترین و کمترین انحراف معیار را دارند. این موضوع بیانگر بیشترین پراکندگی داده‌ها در اطراف میانگین برای متغیر پایداری سودآوری و دور شدن توزیع احتمال آن از توزیع نرمال است.

نگاره (۱): آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	علائم اختصاری متغیر	تعداد مشاهدات	میانه	میانگین	مینیمم	ماکزیمم	انحراف معیار
چسبندگی انتظارات مدیران	$\lambda$	۱۰۶۸	۰/۱۳۵	۰/۱۳۵	-۰/۳۲	۰/۶۷	۰/۲۶
خطای پیش‌بینی سود هر سهم	$\frac{EPS_{f,k} - F_t EPS_{f,k}}{P_{f,k-1}}$	۱۰۶۸	۰/۰۰۱	۰/۰۰۸	-۰/۱۱	۰/۱۹	۰/۰۵
تجدیدنظر در پیش‌بینی سود هر سهم	$\frac{F_t EPS_{f,k} - F_{t-1} EPS_{f,k}}{P_{f,k-1}}$	۱۰۶۸	-۰/۰۰۵	-۰/۰۱۱	-۰/۱۴	۰/۰۷	۰/۴۲
پایداری جریان نقد عملیاتی	pcash	۱۰۶۸	-۰/۰۳۵	۰/۰۰۲۶	-۰/۴۵	۰/۴۷	۰/۱۹۶

متغیر	علائم اختصاری متغیر	تعداد مشاهدات	میانه	میانگین	مینیمم	ماکزیمم	انحراف معیار
پایداری بازده دارایی‌ها	pRoa	۱۰۶۸	۰/۱۷۰	۰/۱۶۷	-۰/۶۳	۰/۶۳	۰/۲۵۴
پایداری سودآوری	pIncome	۱۰۶۸	۰/۱۲۵	۰/۱۴۰	-۰/۵۰	۰/۸۶	۰/۳۱۶
پایداری بازده سرمایه	pRoe	۱۰۶۸	۰/۲۱۰	۰/۱۵	-۰/۷۱	۰/۶۹	۰/۳۱۴
اندازه	size	۱۰۶۸	۵/۹۸۵	۰/۶۰۸	۵/۵۰	۷/۹۴	۰/۶۸۷
اهرم مالی	leverag	۱۰۶۸	۰/۶۲۰	۶/۱۰۹	۰/۴۷۰	۰/۷۲۰	۰/۰۶۰

### نتایج آزمون فرضیه‌ها

نتایج آزمون فرضیه‌های اول تا چهارم در نگاره (۲) تا (۵) ارائه شده است. در نگاره (۲)، نتایج آزمون فرضیه اول ارائه شده است. ضریب تعیین تعدیل شده ۰/۱۱۱ نشان می‌دهد ۱۱/۱ درصد از تغییرات متغیر وابسته (پایداری جریان‌های نقدی) به وسیله‌ی متغیرهای مستقل و کنترلی ارائه شده در مدل، توضیح داده شده است. افزون بر این، به دلیل این که آماره دوربین واتسون ۲/۴۳۳ است، مدل خودهمبستگی ندارد. همچنین، به دلیل این که مقدار احتمال مربوط به آماره F برابر با ۰/۰۳۱ است، در نتیجه در سطح اطمینان ۹۵ درصد، معناداری کلی مدل پذیرفته می‌شود. همچنین، نتایج نگاره (۲) نشان می‌دهد چسبندگی انتظارات مدیران با سطح معناداری ۰/۰۰۴ و ضریب ۰/۲۹۳ و مقدار آماره t (۲/۹۹۰) با پایداری جریان‌های نقدی عملیاتی رابطه مثبت و معناداری دارد. بنابراین، فرضیه اول در سطح خطای ۵ درصد پذیرفته می‌شود.

#### نگاره (۲): نتایج آزمون فرضیه اول پژوهش

متغیر	ضرایب	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری
ضریب ثابت	-۰/۰۳۱	۰/۲۷۸	-۰/۱۰۹	۰/۹۱۴
چسبندگی انتظارات مدیران	۰/۲۹۳	۰/۰۹۸	۲/۹۹۰	۰/۰۰۴
اندازه شرکت	۰/۰۲۷	۰/۰۴۱	۰/۶۵۵	۰/۵۱۶
اهرم مالی	-۰/۲۷۹	۰/۴۶۶	-۰/۵۹۹	۰/۵۵۲
آماره F = ۳/۲۰۵		ضریب تعیین تعدیل شده = ۰/۱۱۱		
احتمال آماره F = ۰/۰۳۱		آماره دوربین - واتسون = ۲/۴۳۳		

در نگاره (۳)، نتایج آزمون فرضیه دوم ارائه شده است. ضریب تعیین تعدیل شده ۰/۱۲۷ نشان می‌دهد ۱۲/۷ درصد از تغییرات متغیر وابسته (پایداری بازده سرمایه) به وسیله‌ی متغیرهای

مستقل و کنترلی ارائه شده در مدل، توضیح داده شده است. افزون بر این، به دلیل این که آماره دورین واتسون  $1/693$  است، مدل خودهمبستگی ندارد. همچنین، به دلیل این که مقدار احتمال مربوط به آماره  $F$  برابر با  $0/020$  است، در نتیجه در سطح اطمینان ۹۵ درصد، معناداری کلی مدل پذیرفته می‌شود. همچنین، نتایج نگاره (۳) نشان می‌دهد چسبندگی انتظارات مدیران با سطح معناداری  $0/037$  و ضریب  $0/339$  و مقدار آماره  $t$  ( $2/143$ ) با پایداری بازده سرمایه رابطه مثبت و معناداری دارد. بنابراین، فرضیه دوم در سطح خطای ۵ درصد پذیرفته می‌شود.

#### نگاره (۳): نتایج آزمون فرضیه دوم پژوهش

متغیر	ضرایب	خطای استاندارد	آماره $t$	سطح معناداری
ضریب ثابت	$0/110$	$0/463$	$0/238$	$0/813$
چسبندگی انتظارات مدیران	$0/339$	$0/158$	$2/143$	$0/037$
اندازه شرکت	$0/142$	$0/066$	$2/141$	$0/037$
اهرم مالی	$-1/456$	$0/752$	$-1/935$	$0/059$
آماره $F = 3/565$	ضریب تعیین تعدیل شده = $0/127$			
احتمال آماره $F = 0/020$	آماره دورین - واتسون = $1/693$			

در نگاره (۴) نتایج آزمون فرضیه سوم ارائه شده است. ضریب تعیین تعدیل شده  $0/204$  نشان می‌دهد ۲۰/۴ درصد از تغییرات متغیر وابسته (پایداری بازده دارایی‌ها) به وسیله متغیرهای مستقل و کنترلی ارائه شده در مدل، توضیح داده شده است. افزون بر این، به دلیل این که آماره دورین واتسون  $1/742$  است، مدل خودهمبستگی ندارد. همچنین، به دلیل این که مقدار احتمال مربوط به آماره  $F$  برابر با  $0/002$  است، در نتیجه در سطح اطمینان ۹۹ درصد، معناداری کلی مدل پذیرفته می‌شود. همچنین، نتایج نگاره (۴) نشان می‌دهد چسبندگی انتظارات مدیران با سطح معناداری  $0/031$  و ضریب  $-0/267$  و مقدار آماره  $t$  ( $-2/218$ ) با پایداری بازده دارایی‌ها رابطه منفی و معناداری دارد. بنابراین، فرضیه سوم در سطح خطای ۵ درصد پذیرفته می‌شود.

#### نگاره (۴): نتایج آزمون فرضیه سوم پژوهش

متغیر	ضرایب	خطای استاندارد	آماره $t$	سطح معناداری
ضریب ثابت	$-1/026$	$0/353$	$-2/910$	$0/005$
چسبندگی انتظارات مدیران	$-0/267$	$0/120$	$-2/218$	$0/031$
اندازه شرکت	$0/089$	$0/050$	$1/766$	$0/084$



۰/۰۵۵	۱/۹۶۸	۰/۵۷۳	۱/۱۲۷	اهرم مالی
ضریب تعیین تعدیل شده = ۰/۲۰۴			آماره F = ۵/۵۳۵	
آماره دوربین - واتسون = ۱/۷۴۲			احتمال آماره F = ۰/۰۰۲	

در نگاره (۵) نتایج آزمون فرضیه چهارم ارائه شده است. ضریب تعیین تعدیل شده ۰/۱۰۷ نشان می‌دهد ۱۰/۷ درصد از تغییرات متغیر وابسته (پایداری سودآوری ناخالص) به وسیله‌ی متغیرهای مستقل و کنترلی ارائه شده در مدل، توضیح داده شده است. افزون بر این، به دلیل این که آماره دوربین واتسون ۱/۸۳۱ است، مدل خودهمبستگی ندارد. همچنین، به دلیل این که مقدار احتمال مربوط به آماره F برابر با ۰/۰۳۴ است، در نتیجه در سطح اطمینان ۹۵ درصد، معناداری کلی مدل پذیرفته می‌شود. همچنین، نتایج نگاره (۵) نشان می‌دهد چسبندگی انتظارات مدیران با سطح معناداری ۰/۰۲۶ و ضریب ۰/۳۶۵ و مقدار آماره t (۲/۳۰۲) با پایداری سودآوری ناخالص رابطه مثبت و معناداری دارد. بنابراین، فرضیه چهارم در سطح خطای ۵ درصد پذیرفته می‌شود.

#### نگاره (۵): نتایج آزمون فرضیه چهارم پژوهش

متغیر	ضرایب	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری
ضریب ثابت	۰/۷۳۰	۰/۴۶۴	۱/۵۷۱	۰/۱۲۲
چسبندگی انتظارات مدیران	۰/۳۶۵	۰/۱۵۹	۲/۳۰۲	۰/۰۲۶
اندازه شرکت	۰/۰۲۹	۰/۰۶۶	۰/۴۳۲	۰/۶۶۸
اهرم مالی	-۱/۵۰۴	۰/۷۵۴	-۱/۹۹۳	۰/۰۵۲
آماره F = ۳/۱۲۴		ضریب تعیین تعدیل شده = ۰/۱۰۷		
احتمال آماره F = ۰/۰۳۴		آماره دوربین - واتسون = ۱/۸۳۱		

#### نتیجه گیری

هدف از انجام پژوهش، ارزیابی مدل رفتاری مدیران در پیش‌بینی سودهای آینده واحد تجاری و تأثیر آن در محتوای اطلاعاتی بی‌قاعدگی‌های سودآوری است. نوع نگرش مدیران به آینده و برداشت‌های متفاوت آنان از شرایط آینده و میزان انعطاف‌پذیری آنان در سرعت اعمال اطلاعات جدید در تصمیم‌گیری‌های خود، باعث می‌شود تا سرمایه‌گذاران تنها با تکیه بر اطلاعات پیش‌بینی سود بدون توجه به ویژگی‌های رفتاری مدیران و ثبات رفتاری آنان، نتوانند تصمیم‌های سرمایه‌گذاری مناسبی را بگیرند. در نتیجه، هدف کلی این تحقیق بررسی

ارتباط پایداری سیگنال‌های سودآوری با چسبندگی انتظارات مدیران برای واحدهای تجاری بوده است.

برای نیل به هدف تحقیق چهار فرضیه تدوین شد. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های مزبور نشان داد ارتباط مثبت و معناداری بین پایداری بازده سرمایه، پایداری جریان‌های نقدی و پایداری سودآوری ناخالص با چسبندگی انتظارات مدیران و ارتباط منفی و معناداری بین پایداری بازده دارایی‌ها و چسبندگی انتظارات مدیران وجود داشته است. به‌طور کلی، نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های اول، دوم و چهارم نشان داد با افزایش چسبندگی در انتظارات مدیران، سیگنال پایداری جریان‌های نقدی عملیاتی، پایداری بازده سرمایه و پایداری سود ناخالص به‌عنوان بی‌قاعدگی‌های سودآوری افزایش می‌یابد. نتیجه مزبور بیانگر این است که سیگنال‌های مزبور در نگاه اول ممکن است از نظر استفاده‌کننده اطلاعات، مطلوب به نظر برسند. اما، بر اساس مبانی نظری مطرح‌شده در بخش مبانی نظری پژوهش، نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول نشان می‌دهد که بخشی از پایداری جریان‌های نقدی عملیاتی فاقد محتوای اطلاعاتی بوده و دربرگیرنده اطلاعات جدید نیست. به نظر می‌رسد هر چقدر ضریب چسبندگی انتظارات مدیران افزایش پیدا کند، توجه کمتری به اطلاعات جدید در پیش‌بینی‌ها می‌شود و سیگنال‌های مزبور از ویژگی مربوط بودن اطلاعات فاصله می‌گیرند. بنابراین، به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌شود تا در تصمیم‌گیری‌های خود در به‌کارگیری این سیگنال‌ها احتیاط کنند و سایر منابع اطلاعاتی را به‌منظور اعمال اطلاعات جدید در تصمیم‌های خود که ممکن است مدیران با باورهای گذشته در سیگنال‌های سودآوری مزبور اعمال نکرده باشند، به کار بگیرند. سیگنال پایداری بازده دارایی‌ها علی‌رغم ارتباط معنادار اما دارای جهت منفی با چسبندگی انتظارات مدیران بوده است و این مطلب نشان می‌دهد پایداری بازده دارایی‌ها کمتر تحت تأثیر انتظارات چسبنده مدیران قرار می‌گیرد و در جهت عکس آن حرکت می‌کند. این ارتباط منفی می‌تواند بیانگر توجه کمتر مدیران در تصمیمات مربوط به مدیریت دارایی‌ها باشد. نتایج حاصل از فرضیه‌های اول، دوم و چهارم تحقیق با نتایج تحقیقات فاما و فرنچ (۱۹۹۲)، باسود (۱۹۹۷)، بلو و بخصامی (۱۳۸۹)، نظری و فرزانتگان (۱۳۹۰)، منکیو و همکاران (۲۰۰۲)، جنایولی و همکاران (۲۰۱۵)، انگلبرگ و همکاران (۲۰۱۶)، جین و همکاران

(۲۰۱۶)، قائمی و اسکندری (۱۳۹۲) سازگار بودند. نتیجه حاصل از فرضیه سوم سازگار با هیچ کدام از نتایج تحقیقات پیشینه نبوده است.

با توجه به نتایج پژوهش به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌شود تا در به کارگیری سیگنال‌های سودآوری برای تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری، با در نظر داشتن میزان چسبندگی مدیران به باورهای گذشته، رعایت احتیاط را بنمایند. زیرا، با توجه به نتایج تحقیق به نظر می‌رسد به‌طور متوسط بخشی از مدیران شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران دارای رویکرد چسبنده بوده و نسبت به اطلاعات جدید واکنش آرامی نشان می‌دهند و همین موضوع باعث پایداری بی‌قاعدگی‌های سودآوری شده و از محتوای اطلاعاتی مورد انتظار آن‌ها می‌کاهد. همچنین، برای پژوهش‌های آینده به نظر می‌رسد پیشنهاد‌های زیر مفید باشند:

ارتباط چسبندگی انتظارات مدیران با کیفیت اطلاعات حسابداری

تأثیر انتظارات چسبنده مدیران بر پایداری دیگر متغیرهای پیش‌بینی کننده بازده سهام

تأثیر ضریب چسبندگی انتظارات مدیران بر کیفیت سود با استفاده از مدل‌های مختلف کیفیت سود

## منابع

- ام. پمپین، میشل؛ بدری، احمد. (۲۰۰۶). دانش مالی رفتاری و مدیریت دارایی. چاپ دوم، انتشارات کیهان.
- اصولیان، محمد؛ صادقی شرف، سید جلال؛ خلیلی، محمدامین. (۱۳۹۶). رابطه ارقام تعهدی، جریان‌های نقدی و سودآوری عملیاتی با بازدهی سهام؛ شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۲۴ (۴)، ۴۶۳-۴۸۲.
- بلو، ق؛ بخصامی، س. (۱۳۹۰). بررسی رابطه خطای پیش‌بینی سود و تعداد دفعات تجدیدنظر در پیش‌بینی با بازده سهام عادی. پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه قم.
- حاجی‌ها، زهره؛ چناری بوکت، حسن. (۱۳۹۴). ارتباط دقت پیش‌بینی سود مدیریت و چرخش مدیران ارشد. مجله دانش حسابداری، دانش حسابداری، ۶ (۲۰)، ۱۶۹-۱۴۷.
- رضازاده، جواد؛ آشتاب، علی. (۱۳۸۹). رابطه دقت پیش‌بینی سود و بازده سهام شرکت‌های جدیدالورود به بورس اوراق بهادار تهران. پژوهشنامه‌ی علوم اقتصادی، ۹ (۳۷)، ۵۵-۷۶.

- مشایخ، شهناز؛ شاهرخی، سیده سمانه. (۱۳۸۶). بررسی دقت پیش‌بینی سود توسط مدیران و عوامل مؤثر بر آن. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی. ۱۴ (۵۰)، ۶۵-۸۲.
- قائم، محمدحسین؛ اسکندرلی، طاهر. (۱۳۹۲). بررسی رفتار مدیران شرکت‌ها در پیش‌بینی سود سالیانه. مطالعات تجربی حسابداری مالی، ۱۰ (۴۰)، ۵۳-۷۵.
- نظری، محسن؛ فرزندگان، الهام. (۱۳۹۰). بررسی بی‌قاعدگی‌های دوره‌ای در بازدهی سهام عادی بورس اوراق بهادار تهران (روش بازنمونه‌گیری بوت استرپ ناپارامتریک). تحقیقات مالی، ۱۳ (۳۱)، ۱۴۷-۱۶۷.
- هندریکسون، الدون اس؛ مایکل اف. ون بردا. (۱۹۹۲). تئوری‌های حسابداری، علی پارسائیان، جلد اول، چاپ دوم، انتشارات ترمه، ص ۲۰۷.

- Barberis, N. , Shleifer, A. , & Vishny, R. (1998). A model of investor sentiment. *Journal of financial economics*, 49 (3) , 307-343.
- Badri, A. (2015). Behavioral financial and wealth management. Tehran, *Kayhan press*. (in Persian) .
- Barinov, A. (2015). Profitability Anomaly and Aggregate Volatility Risk. *University of California Riverside*. Working paper .
- Basu, S. (1977). Investment Performance of common stocks in relation to their Price-earnings ratios: A test of the efficient market hypothesis. *The Journal of Finance*, 32 (3) , 663-682 .
- Blu, Gh. , & Bakhsami, S. (2011). Investigating the relationship between earnings forecast error and the number of revisions in forecasting with ordinary stock returns. *dissertation*, Ghom university. (in Persian) .
- Coibion, O. , & Gorodnichenko, Y. (2012). What can survey forecasts tell us about information rigidities? *Journal of Political Economy*, 120 (1) , 116-159 .
- Coibion, O. , & Gorodnichenko, Y. (2015). Information Rigidity and the Expectations Formation Process: A Simple Framework and New Facts, *American Economic Review*, 105 (8) , 2644-2678 .
- Engelberg, J. , & David, M. , & Jeffrey, P. (2016). Anomalies and News. *University of California San Diego, Boston College, and University of Alberta*. Working Paper .
- Gennaioli, N. , & Yueran, M. , & Shleifer, A. (2015). Expectations and Investment. *NBER Macroeconomics Annual*, 30 (1) , 379-449 .

- Ghaemi, M. , & Eskandarli,T. (2013). Investigating the behavior of corporate executives in predicting annual profit. *Journal of Empirical Studies in Financial Accounting*, 10 (40). 53-75. (In Persian .)
- Hajiha, Z. , & Chenari Boket,H. (2015). The relationship between accuracy of predictability of profit management and the rotation of top managers. *Journal of Investment Knowledge*,6 (20). 147-169. (in persian .)
- Harrison, H. , & Jeremy, C. (1999). A Unified Theory of Underreaction, Momentum Trading, and Overreaction in Asset Markets, *The Journal of Finance*, 54 (6) , 2143-2184.
- Hou, K. , Xue,C. , & Zhang, L. (2015). Digesting anomalies: an investment approach, *Review of Financial Studies*, 28) 3) , 650-705.
- Jean-Philippe, B. , Philipp, K. , Augustin, L. , & David, T. (2017). Sticky Expectations and the Profitability Anomaly. <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/jofi.12734> .
- Latif, M. , Arshad, S. ,Fatima, M. , & Farooq, S. (2012). Market efficiency, market anomalies, causes, evidences, and some behavioral aspects of market anomalies. *Research Journal of Finance and Accounting*, 2 (9/10) , 1-13 .
- Mankiw, G. , & Ricardo, R. (2002). Sticky Information versus Sticky Prices: A Proposal to Replace the New Keynesian Philips Curve, *Quarterly Journal of Economics*, 117 (4) ,1295-1328 .
- Mankiw, G. , & Ricardo, R. (2006). Pervasive Stickiness. *American Economic Review*, 96 (2) , 164-169.
- Mashayekh, B. ,& Shahrokhi,S. (2007). Investigating the accuracy of prediction of earnings by managers and the factors affecting it. *Journal of Accounting And Auditing Reviews*,14 (50) , 65-82. (In Persian .)
- McLean, R. ,& Pontiff,J. (2016). Does academic research destroy stock return predictability?. *Journal of Finance*, 71 (1) , 5-32 .
- Nazari,M. , & Farzanegan ,A. (2011). Investigating Periodic Anomalies in Stock Returns of Tehran Stock Exchange (Nonparametric Bootstrapping Resampling Methods). *Journal of Financial Researches*, 13 (31) , 147-167 .
- Novy-Marx, R. , & Velikov, M. (2014). A Taxonomy of Anomalies and their Trading Costs. *NBER Working Papers* .
- osoolian, M. , Sadeghi Sharif, S. , & Khalili, M. (2018). Accruals, Cash Flow, and Operating Profitability in the Cross Section of Stock Returns; Evidence from Tehran Stock Exchange.. *Journal of Accounting And Auditing Reviews*,24 (4) , 463-482. (In Persian) .
- Parsian,A. (2006). Accounting theory. Tehran, Termeh press. (in persian .)

- Rezazadeh, J. , & Ashtab,A. (2010). Relationship Accuracy of Prediction Earnings and Stock Returns of New Companies in Tehran Stock Exchange. *Journal of Economics Research*, 9 (37) , 55-76. (in persian .)
- Schwert, W. (2003). Anomalies and market efficiency. *Handbook of the Economics of Finance*, 1,939-974 .
- Zekhnini, M. (2015). Sticky Wages, Profitability, and Momentum, November. Working paper .
- Zhu, J. (2014). Accounting Anomalies, Risk and Return, *The Accounting Review*, 89 (5) ,1835-1866

