

# **The Effect of Managers Expectations Stickiness on Relationship between Sustainability of Profitability Anomalies and Stock Price Synchronicity**

**Yahya Shiri**

Ph.D Candidate, Department of Accounting, Faculty of Economic and Social Sciences, Shahid Chamran University, Ahvaz, Iran. E-mail: yahyashiri@gmail.com

**Seyed Hosein Sajadi**

\*Corresponding author, Prof., Department of Accounting, Faculty of Management and Accounting, Shahid Beheshti University, Tehran, Iran. E-mail: sajadi@scu.ac.irs

**Seyed Ali Vaez**

Assistant Prof., Department of Accounting, Faculty of Economic and Social Sciences, Shahid Chamran University, Ahvaz, Iran. E-mail: sa-vaez@scu.ac.ir

## **Abstract**

**Objective:** Market anomalies change with economic conditions, stock markets, selected samples, time periods and differences between industries. Revision of past forecasts leads to forecast error. The revisions result from new information. On the other hand, some managers slowly revise their forecasts in responding to new information. Therefore, the purpose of this research is to investigate the relationship between the sustainability of profit signals and stock price synchronization. Also effect of stickiness of manager expectations on this relationship has been investigated.

**Methods:** The research hypotheses were tested and analyzed by using data from 178 companies for the period of 10 years from 1386 to 1395, and multi-variable regression and panel data methods.

**Results:** Research's findings showed that there was a negative and significant relationship between the sustainability of return on equity, return on asset and cash flows, and the synchronization of stock prices, also a positive significant relationship between the sustainability of gross profit and the price synchronization. Also, the moderator variable of stickiness of manager's expectations strengthens the relationship between sustainability of return on equity, return on asset, cash flows, gross profit, and the stock price synchronization.

**Conclusion:** According to the results, some of the sustainability of profitability measures is due to the lack of rapid reaction of managers to new information. By increasing stickiness of manager's expectations, the information content of the profitability measures reduces and leads to investors incorrect decisions.

**Keywords:** Profitability anomalies, Stickiness of manager's expectations, Price synchronization.

**Citation:** 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. *Journal of Accounting and Auditing Review*, 25(3), 367-386. (in Persian)

---

Journal of Accounting and Auditing Review, 2018, Vol. 25, No.3, pp. 367-386

DOI: 10.22059/acctgrev.2018.250018.1007805

Received: January 10, 2018; Accepted: August 16, 2018

© Faculty of Management, University of Tehran

# تأثیر چسبندگی انتظارات مدیران بر رابطه بین بی‌قاعدگی پایداری سودآوری و

## هم‌زمانی قیمت سهام

یحیی شیری

دانشجوی دکتری، گروه حسابداری، دانشکده اقتصاد و علوم اجتماعی دانشگاه شهید چمران، اهواز، ایران. رایانامه: yahyashiri@gmail.com

سید حسین سجادی

\* نویسنده مسئول، استاد، گروه حسابداری، دانشکده حسابداری و مدیریت دانشگاه شهید بهشتی، تهران، ایران. رایانامه: sajadi@scu.ac.ir

سید علی واعظ

استادیار، گروه حسابداری، دانشکده اقتصاد و علوم اجتماعی، دانشگاه شهید چمران، اهواز، ایران. رایانامه: sa-vaez@scu.ac.ir

## چکیده

**هدف:** بی‌قاعدگی‌های بازار همراه با وضعیت اقتصادی، بازارهای سهام، نمونه انتخاب شده، دوره‌های زمانی و در صنعت‌های متفاوت، تغییر می‌کنند. به علاوه، تجدیدنظر در پیش‌بینی‌های گذشته به خطای پیش‌بینی منجر می‌شود. این تجدیدنظرها 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. بنابراین، هدف این پژوهش، بررسی ارتباط پایداری بی‌قاعدگی‌های سودآوری و هم‌زمانی قیمت سهام و تأثیر چسبندگی انتظارات مدیران بر این ارتباط است.

**روش:** فرضیه‌های پژوهش روی داده‌های ۱۷۸ شرکت برای دوره زمانی ۱۰ ساله (۱۳۸۶ تا ۱۳۹۵) با استفاده از الگوی رگرسیون چند متغیره و داده‌های ترکیبی، آزمون تجزیه و تحلیل شد.

**یافته‌ها:** بر اساس یافته‌های پژوهش، بین پایداری بازده سرمایه، بازده دارایی‌ها و جریان‌های نقدی با هم‌زمانی قیمت سهام، رابطه منفی و معناداری برقرار است؛ بین پایداری سود ناخالص و هم‌زمانی قیمت سهام نیز، رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. همچنین، متغیر تعدیل‌گر چسبندگی انتظارات مدیران، رابطه پایداری بازده سرمایه، بازده دارایی‌ها، جریان‌های نقدی و سود ناخالص را با هم‌زمانی قیمت سهام، تقویت می‌کند.

**نتیجه‌گیری:** بر اساس نتایج به‌دست‌آمده، بخشی از پایداری معیاری‌های سودآوری از عدم واکنش سریع مدیران به اطلاعات جدید نشئت می‌گیرد. با افزایش چسبندگی انتظارات مدیران، محتوای اطلاعاتی معیارهای سودآوری کاهش یافته و سبب تصمیم‌گیری‌های نادرست سرمایه‌گذاران می‌شود.

**کلیدواژه‌ها:** بی‌قاعدگی‌های سودآوری، چسبندگی انتظارات مدیران، هم‌زمانی قیمت سهام.

**استناد:** شیری، یحیی؛ سجادی، سیدحسین؛ واعظ، سیدعلی (۱۳۹۷). تأثیر چسبندگی انتظارات مدیران بر رابطه بین بی‌قاعدگی پایداری سودآوری و هم‌زمانی قیمت سهام. *فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۲۵(۳)، ۳۶۷-۳۸۶.

فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۱۳۹۷، دوره ۲۵، شماره ۳، صص. ۳۸۶-۳۶۷

DOI: 10.22059/acctgrev.2018.250018.1007805

دریافت: ۱۳۹۶/۱۰/۲۰، پذیرش: ۱۳۹۷/۰۵/۲۵

© دانشکده مدیریت دانشگاه تهران

## مقدمه

پیش‌بینی‌هایی که مدیران درباره سودآوری دوره آینده شرکت‌ها انجام می‌دهند، دربردارنده توانمندی‌های ارزشمندی است که به سرمایه‌گذاران در اتخاذ تصمیم‌های بهینه کمک می‌کند. همانند سایر اطلاعات، ارزش این پیش‌بینی‌ها به دقت آنها وابسته است (حاجی‌ها و چناری بوکت، ۱۳۹۴). برخی ویژگی‌های قابل مشاهده شرکت‌ها می‌توانند بازده سهام را پیش‌بینی کنند (مکلین و پونتیف<sup>۱</sup>، ۲۰۱۶). در پژوهش‌های زیادی، به پیش‌بینی بازده سهام با استفاده از اطلاعات حسابداری در قالب متغیرهای مختلفی مانند نسبت سود هر سهم به قیمت سهام، ارقام تعهدی، رشد فروش و... پرداخته شده است. توانایی پیش‌بینی‌پذیری یاد شده، خلاف قاعده<sup>۲</sup> نامیده می‌شود (ژو<sup>۳</sup>، ۲۰۱۴). بی‌قاعدگی (خلاف قاعده) چیزی است که از حالت استاندارد، نرمال یا مورد انتظار، منحرف می‌شود. پیدایش پدیده‌هایی مانند حباب‌های قیمتی در بازار سهام، نوسان‌های 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 نتیجه بسیاری از پژوهش‌های داخلی و خارجی که نشان داده‌اند متغیرهای حسابداری توانایی پیش‌بینی بازده سهام را دارند، متغیرهای یادشده قاعده بازار کارا را برهم زده و به کسب بازده غیرعادی منجر می‌شوند. بر همین اساس، سایر متغیرهای بازار حاوی خبرهای بد و خوب، مثل روزهای معاملاتی هفته که در اطلاعات حسابداری منعکس نمی‌شوند نیز، نوعی بی‌قاعدگی هستند. بی‌قاعدگی‌های سودآوری یکی از انواع بی‌قاعدگی‌های حسابداری است که در سال‌های اخیر در کانون توجه قرار گرفته و چندین محقق مانند فاما و فرنچ (۲۰۱۵)، چن، نوی مارکس و ژانگ (۲۰۱۱)، هو، شوئه و ژانگ<sup>۴</sup> (۲۰۱۵) استفاده از این شاخص را به‌جای معیارهای سنتی اندازه و ارزش واحد تجاری پیشنهاد کرده‌اند (بارینو<sup>۵</sup>، ۲۰۱۵). سودآوری به‌عنوان یکی از متغیرهای پیش‌بینی‌کننده بازده سهام، عموماً شامل اطلاعات حسابداری یا به بیان دیگر، شامل اطلاعات خاص شرکتی است. از سوی دیگر، قیمت سهام منعکس‌کننده اطلاعات وسیعی مانند سود، اخبار کلان اقتصادی، پیش‌بینی تحلیل‌گران و سایر اطلاعات مالی است. بنابراین، رفتار قیمت سهام از دو عامل حرکت بازار و اطلاعات خاص شرکتی تبعیت می‌کند (کامیابی و پرهیزگار، ۱۳۹۵). به اعتقاد جانستون<sup>۶</sup> (۲۰۰۹)، هم‌زمانی قیمت سهام درجه‌ای از اطلاعات بازار و صنعت است که در قیمت سهام شرکت منعکس می‌شود. سود حسابداری یکی از عواملی است که به انعکاس بیشتر اطلاعات خاص شرکت‌ها در قیمت سهام کمک می‌کند (ابراهیمی و جوانی قلندری، ۱۳۹۵). پایداری بی‌قاعدگی‌های حسابداری سبب افزایش توان پیش‌بینی و کاهش هم‌زمانی قیمت سهام می‌شود؛ اما کیفیت اطلاعات حسابداری همواره تحت تأثیر باورها و اعتقادات مدیران قرار می‌گیرد. یکی از نگرش‌های رفتاری مدیران، تلاش برای حفظ وضعیت موجود و عدم تغییر یا آهنگ‌کُند تغییر، در برابر اخبار جدید است. در سال‌های اخیر، محققان به موضوع چگونگی رفتار مدیران در مواجهه با اخبار جدید که در حوزه مالی رفتاری قرار می‌گیرد، توجه نشان داده‌اند. یکی از تئوری‌های رایج در ادبیات مالی رفتاری، نظریه ثبات رفتاری است که بر مبنای آن، افراد برای آغاز کار از بخش خاصی (گزینشی) از اطلاعات استفاده کرده و برای پیش‌بینی خود، اطلاعات موجود را بر آن اساس تعدیل می‌کنند. بر اساس این تئوری، معمولاً افراد نمی‌توانند با توجه به اطلاعات جدید، دیدگاه پیشین و مورد اتکای

1. McLean, Pontiff  
2. Anomalous  
3. Zhu

4. Hou, Xue, & Zhang  
5. Barinov  
6. Johnston

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 موجود، انتظارات قبلی خود را برای پیش‌بینی آینده با سرعت کمی تعدیل می‌کنند (پارسائیان، ۱۳۹۳: ۲۶۳ و ۲۶۴). بنابراین پیش‌بینی‌کنندگان، باورها یا انتظاراتی دارند 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.

با توجه به اینکه در پیش‌بینی بازده سهام با استفاده از پایداری بی‌قاعدگی‌های سودآوری، بخش بااهمیتی از اطلاعات پشتوانه بی‌قاعدگی‌های یادشده تحت تأثیر انتظارات چسبنده مدیران قرار می‌گیرد، مسئله اصلی پژوهش حاضر، بی‌توجهی سرمایه‌گذاران به ثبات رفتاری مدیران و به‌طور خاص انتظارات چسبنده مدیران در پیش‌بینی سود هر سهم و تأثیرگذاری آن بر پایداری بی‌قاعدگی‌های سودآوری و میزان هم‌سوئی بازده سهام شرکت با بازده سهام بازار است.

بخش عمده پژوهش‌های حسابداری در حوزه پیش‌بینی سود، به بررسی محتوای اطلاعاتی سود با بازده سهام پرداخته‌اند و به اثرهایی که مالی رفتاری می‌تواند در شدت یا تضعیف مدل‌های پیش‌بینی بازده با استفاده از شاخص‌های سود داشته باشد، توجه چندانی نکرده‌اند. بنابراین، پژوهش حاضر می‌تواند این خلأ را پوشش داده و توجه سرمایه‌گذاران را به کیفیت اطلاعات معیارهای سودآوری از چشم‌انداز رفتاری مدیران جلب کند. بنابراین، شناخت رفتار مدیران در پیش‌بینی سود و تجدیدنظرهای بعدی در آن، می‌تواند قدرت پایداری بی‌قاعدگی‌های سودآوری را در پیش‌بینی هم‌زمانی قیمت سهام و انتخاب سرمایه‌گذاری‌های مناسب، به نحو مطلوب‌تری نشان دهد. از این رو، هدف اصلی پژوهش، بررسی میزان توجه سرمایه‌گذاران به ثبات رفتاری مدیران و به‌طور خاص، انتظارات چسبنده مدیران در پیش‌بینی سود هر سهم و تأثیرگذاری آن بر پایداری بی‌قاعدگی‌های سودآوری و میزان هم‌سوئی بازده سهام شرکت با بازده سهام بازار است.

## پیشینه نظری پژوهش

### بی‌قاعدگی‌های سودآوری

پیدایش پدیده‌هایی مانند حباب‌های قیمتی در بازار سهام، نوسان‌های بیش‌ازحد در قیمت سهام و واکنش بیشتر (کمتر) از اندازه سرمایه‌گذاران به اطلاعات جدید، در تقابل با فرضیه بازار کارا قرار گرفته است. بر اساس فرضیه بازار کارا، در این بازارها قیمت اوراق بهادار منعکس‌کننده همه اطلاعاتی است که بدون هیچ نوع تعصب یا یک‌سونگری در بازار وجود دارد. از سوی دیگر، به‌دلیل ناهمگونی‌های موجود در دنیای واقعی، ممکن است قیمت‌ها انحراف شایان توجه و ماندگاری از ارزش‌های بنیادی خود داشته باشند. این شواهد با عنوان بی‌قاعدگی‌های بازار، شناخته می‌شوند. بنابراین، با فرض وجود ناهمگنی در رفتارها، احتمال کسب سودهای غیرعادی (اگر بازتاب‌کننده پرداخت برای ریسک نباشند)، به‌دلیل قابلیت پیش‌بینی‌پذیری قیمت‌های سهام، وجود دارد. در این صورت فرضیه بازارهای کارا تأیید نمی‌شود (نظری و فرزنانگان، ۱۳۹۰). بنابراین، تلاش می‌شود که این ناکارایی‌ها به‌وسیله مدل‌هایی تبیین شود تا از هدر رفتن هرگونه فرصتی برای سرمایه‌گذاران

جلوگیری کند و آنها را در موقعیتی قرار دهد که بتوانند در بازار بهتر عمل کنند (اسچورد<sup>۱</sup>، ۲۰۰۳). محققان همواره بر سودآوری به‌عنوان یکی از متغیرهای مهم حسابداری مانند استراتژی ارزش، برای پیش‌بینی بازده سهام تأکید کرده‌اند (نوی مارکس و ولیکوف<sup>۲</sup>، ۲۰۱۴). یکی از ابزارهای تعامل مدیران با بازار، ارائه اطلاعات مربوط به 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 در پیش‌بینی سود، رفتار خوش‌بینانه یا بدبینانه داشته باشند (منکیو و ریس<sup>۳</sup>، ۲۰۰۶). این پیش‌بینی‌ها نشان‌دهنده انتظار مدیران نسبت به رویدادهای احتمالی آینده است. بنابراین، دقت آنها برای سرمایه‌گذاران اهمیت زیادی دارد.

### هم‌زمانی قیمت سهام

یکی از شاخص‌های مهم در محیط اطلاعات که توجه زیادی را در ادبیات تحقیقات گذشته به خود جلب کرده، هم‌زمانی قیمت سهام است. این شاخص میزانی را که قیمت سهام با بازار حرکت می‌کند، اندازه می‌گیرد. در ادبیات گذشته استدلال شده است که میزان این تغییر هم‌زمان، نمایان‌کننده عملکرد افزایشی حاکمیت و محیط اطلاعاتی واحد تجاری است (فاروق و هامودا<sup>۴</sup>، ۲۰۱۶). به اعتقاد دورنف، مورک و یونگ<sup>۵</sup> (۲۰۰۳) و پیتروسکی و روستون<sup>۶</sup> (۲۰۰۴) هم‌زمانی بازده سهام نشان‌دهنده این است که تا چه حد بازده بازار و صنعت، تغییرات بازده سهام شرکت را توضیح می‌دهند. هم‌زمانی بازده سهام به‌عنوان سیگنال مهمی که نشان می‌دهد تخصیص سرمایه بازار منطقی است یا خیر، از جنبه‌های گوناگونی بررسی شده است. نخستین بار محققى به نام رول<sup>۷</sup> (۱۹۸۸)، قدرت اطلاعات بازار را در تغییرات قیمت سهام اندازه‌گیری کرد. او نشان داد که بخش با اهمیتی از تغییرات قیمت سهام، به‌طور کامل توسط اطلاعات بازار و صنعت توضیح داده نمی‌شود. بنابراین، ممکن است این یافته وجود اطلاعات در سطح شرکت<sup>۸</sup> یا اطلاعات درگوشی (اطلاعاتی که سرمایه‌گذاران غیرحرفه‌ای استفاده می‌کنند؛ مانند اطلاعات روندها) را نشان دهد (گائو، لی، گیو و می<sup>۹</sup>، ۲۰۱۸).

اعتماد بیشتر سرمایه‌گذار به سود شرکت، به اطلاعات خاص شرکتی وابستگی بیشتری دارد و چنانچه ارتباط بین بازده شرکت و بازده بازار (هم‌زمانی قیمت) ضعیف باشد، نشان‌دهنده بیشتر بودن اطلاعات خاص شرکتی است. بر اساس مبانی نظری که در بخش بی‌قاعدگی‌های سودآوری مطرح شد، بی‌قاعدگی‌های یادشده به‌عنوان بخشی از متغیرهای حسابداری که توانایی تبیین بازده سهام را دارند، سبب می‌شوند هم‌زمانی قیمت سهام کاهش یابد.

### چسبندگی انتظارات مدیر

در مبانی نظری مالی رفتاری، تعصبات رفتاری غیرمنطقی مشارکت‌کنندگان در بازار، معمولاً به‌شکلی از انتظارات غیربیزی (قاعده بیز) در حوزه مبانی نظری روان‌شناسی قرار می‌گیرند (هانگ و استین<sup>۱۰</sup>، ۱۹۹۹؛ باربری، تالر، شیفر و ویشنی<sup>۱۱</sup>،

1. Schwert

2. Novy-Marx, &amp; Velikov

3. Mankiw, &amp; Reis

4. Farooq, &amp; Hamouda

5. Durnev, Morck, &amp; Yeunge

6. Piotroski, &amp; Roulstone

7. Roll

8. Firm-specific information

9. Gao, Li, Guo, &amp; Mei

10. Hong, &amp; Stein

11. Barberis, Thaler, Shleifer, &amp; Vishny

(۱۹۹۸). توجه به این موضوع ضروری است که بخش عمده‌ای از تئوری‌های مالی و اقتصادی بر این مفهوم استوار است که افراد عقلایی رفتار می‌کنند و در فرایند تصمیم‌گیری، همه اطلاعات را در نظر می‌گیرند. از سوی دیگر، محققان دانشگاهی به شواهد فراوانی دست یافته‌اند که نشان‌دهنده رفتار غیرعقلایی و تکرار خطا در ارزیابی و قضاوت انسان است (بدری، ۱۳۸۸: ۱۵). پیش‌بینی‌کنندگان، باورها یا انتظاراتی دارند که به باورهای گذشته آنها متصل بوده و به راحتی آنها را تغییر نمی‌دهند. به همین دلیل، همواره بخشی از اطلاعات جدید را در پیش‌بینی‌های خود در نظر نمی‌گیرند. به این مفهوم در علم اقتصاد چسبندگی اطلاعات گفته می‌شود. الگوی منکیو و ریس (۲۰۰۲) یکی از الگوهای انتظارات عقلایی با فرض چسبندگی اطلاعات است. در این الگو فرض می‌شود که بنگاه‌ها در محیط رقابت انحصاری فعالیت می‌کنند. در این الگو، بنگاه در هر دوره قیمت بهینه‌ای (قیمت حداکثر کننده سود بنگاه) را برای کالای تولیدی خود انتخاب می‌کند. البته مجموعه اطلاعاتی که برای محاسبه این قیمت بهینه استفاده می‌شود، لزوماً در زمان قیمت‌گذاری به‌نگام نیست. به بیان دیگر، اطلاعاتی که بنگاه برای قیمت‌گذاری کالای خود استفاده می‌کند، چسبنده است. در هر دو مدل اطلاعات چسبنده و اطلاعات شنیداری، به ارتباط مشابه بین میانگین خطاهای پیش‌بینی گذشته و میانگین تجدیدنظر در پیش‌بینی‌های انجام‌شده<sup>۱</sup> توجه می‌شود؛ به گونه‌ای که ضریب تجدیدنظر در پیش‌بینی، درجه سختی اطلاعات را نشان می‌دهد (کوبین و گورودنیچنکو<sup>۲</sup>، ۲۰۱۵). در مدل اطلاعات چسبنده، پیش‌بینی‌کنندگان انتظارات چسبنده دارند (کوبین و گورودنیچنکو، ۲۰۱۲). آنان در هر دوره، باورهای خود را با استفاده از همه اطلاعات موجود با احتمال  $\lambda$  -  $1-\lambda$  به‌روز می‌کنند و با احتمال  $\lambda$  به باورهای قبلی خود می‌چسبند. این مدل که از نظریه سختی اطلاعات در علم اقتصاد استخراج شده است، با استفاده از ارتباط بین خطاهای پیش‌بینی و تجدیدنظرها در پیش‌بینی گذشته، روش ساده‌ای را برای اندازه‌گیری چسبندگی انتظار ارائه می‌کند (منکیو و ریس، ۲۰۰۲ و ۲۰۰۶). استدلال حامی مدل اطلاعات چسبنده این است که پیش‌بینی‌کنندگان 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 اطلاعات چسبنده، ارتباط نظری قوی بین میانگین خطای پیش‌بینی گذشته<sup>۳</sup> و میانگین تجدیدنظر در پیش‌بینی‌های انجام شده است. بنابراین، بر اساس مدل اطلاعات چسبنده منکیو و ریس (۲۰۰۲ و ۲۰۰۶) و بسط آن توسط کوبین و گورودنیچنکو در حوزه متغیرهای اقتصادی (۲۰۱۲ و ۲۰۱۵) و تحقیق جین، فیلیپ، آگوستین و دیوید<sup>۴</sup> (۲۰۱۷) که متغیر چسبندگی اطلاعات را به پشتوانه مبانی علمی یاد شده، وارد حوزه حسابداری کرد، انتظار می‌رود واحدهای تجاری که مدیرانی با انتظارات چسبنده دارند، در انتخاب رویه‌های حسابداری به گونه‌ای عمل کنند که معیارهای سودآوری - که به آنها بی‌قاعدگی‌های سودآوری گفته می‌شود - از پایداری بیشتری برخوردار بوده و در نتیجه، موجب کاهش هم‌زمانی قیمت سهام شوند. از طرفی، انتخاب رویه‌های حسابداری و در نتیجه کیفیت اطلاعات حسابداری همواره دستخوش نوع نگرش مدیران است؛ به طوری که با هر نوع تغییر در مدیریت، شاهد نوسان با اهمیت در مهم‌ترین خروجی حسابداری، یعنی اطلاعات مربوط به حوزه سودآوری هستیم. حال با توجه به اینکه اطلاعات سودآوری به‌طور با اهمیتی تحت تأثیر تصمیم مدیران قرار دارد، نوع نگرش و رفتار مدیران (دارای ثبات رفتاری یا برعکس) می‌تواند کیفیت معیارهای سودآوری

1. Ex ante mean forecast revisions  
2. Coibion, & Gorodnichenko

3. Ex post mean forecast errors  
4. Jean-Philippe, Philipp, Augustin, & David

را تحت تأثیر خود قرار دهد. از این رو در پژوهش حاضر، تأثیر چگونگی رفتار مدیران (به‌وسیله معیار چسبندگی انتظارات مدیران) و نقش آن در تقویت یا تضعیف توان پیش‌بینی‌کنندگی معیارهای سودآوری بررسی می‌شود.

### پیشینه تجربی پژوهش

باسو<sup>۱</sup> (۱۹۹۷) نشان داد کسب بازده بر اساس نسبت قیمت به سود هر سهم، انحراف از فرضیه بازار کاراست. بنابراین همه اطلاعات عمومی در خصوص سهام، همیشه به‌طور کامل در قیمت سهام منتشر نمی‌شوند. لی و لیو<sup>۲</sup> (۲۰۰۷)، نشان دادند که هم‌زمانی قیمت برای بررسی نوسان‌پذیری قیمت مناسب است. پنمن و ژو<sup>۳</sup> (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 آنها به‌کار گرفته شدند، اقلام تعهدی، رشد دارایی‌ها، سودآوری، سرمایه‌گذاری، انتشار سهام و تأمین مالی خارجی بودند. چان، حمید و کانگ<sup>۴</sup> (۲۰۱۳) نشان دادند که هم‌زمانی قیمت سهام بر نقدینگی سهام تأثیر می‌گذارد. گنایولی، یوران و شلیفر<sup>۵</sup> (۲۰۱۵) در تحقیقی با عنوان «انتظارات و سرمایه‌گذاری»، نشان دادند خطاهای موجود در انتظارات از رشد سودهای مورد انتظار مدیرعامل اجرایی، به‌وسیله سایر داده‌ها و سودهای گذشته قابل پیش‌بینی هستند. زخینی<sup>۶</sup> (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.

کوبین 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 بیشتر یا به بیان دیگر، دیدگاه چسبنده‌تری دارند، در پیش‌بینی‌های خود در خصوص تورم، با آهنگ کندتری تجدیدنظر می‌کنند.

فنگ، هو و جوهانسون<sup>۷</sup> (۲۰۱۶) نشان دادند افزایش تفکیک حقوق مالکیت از کنترل (مدیریت)، ضریب پاسخگویی هم‌زمانی قیمت سهام به پوشش تحلیل‌گر را افزایش می‌دهد. انگیزه کنترلی مالکان بر محدودیت افشای اطلاعات واحد تجاری باعث می‌شود که تحلیل‌گران بیشتر به سمت اطلاعات بازار گرایش پیدا کنند.

فاروق و هامودا (۲۰۱۶) در تحقیقی با عنوان هم‌زمانی قیمت سهام و افشای اطلاعات نشان دادند، بازده واحدهای تجاری با هم‌زمانی قیمت بیشتر، بازده واحدهای تجاری با هم‌زمانی قیمت کمتر برای شرکت‌های پذیرفته شده در بورس هند را هدایت (کنترل) می‌کند. همچنین، آنها نشان دادند که بازده واحدهای تجاری با هم‌زمانی قیمت بیشتر، بازده پرتفوی بازار را کنترل می‌کند.

انگلبرگ، مک‌لین و پونتی<sup>۸</sup> (۲۰۱۶) در تحقیقی با عنوان «بی‌قاعدگی‌ها و اخبار» نشان دادند بین سرمایه‌گذارانی که انتظارات بیش‌ازحد خوش‌بینانه<sup>۹</sup> نسبت به جریان‌های نقدی برخی از واحدهای تجاری و انتظارات بیش‌ازحد بدبینانه<sup>۱۰</sup> نسبت

1. Basu

2. Lee, &amp; Liu

3. Penman, &amp; Zhu

4. Chan, Hameed, &amp; Kang

5. Gennaioli, Yueran, &amp; Shleifer

6. Zekhnini

7. Feng, Hu, Johansson

8. Engelberg, Mclean, Pontiff

9. Overly optimistic expectations

10. Overly pessimistic expectations

به جریان‌های نقدی سایر واحدهای تجاری دارند، همبستگی وجود دارد. آنان دریافتند که بازده‌های بی‌قاعده نتیجه انتظارات جانبدارانه است که با اخبار ورودی حداقل همبستگی را دارند.

بوچاو، کروگر، لاندیر و دسمار<sup>۱</sup> (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 به‌وسیله تحلیل‌گران چسبیده حمایت می‌شوند، قوی‌تر است. افزون بر این، بی‌قاعدگی سودآوری برای سهام با سودهای پایدارتر، قوی‌تر است.

گائو و همکارانش (۲۰۱۸) طی پژوهشی به این نتایج دست یافتند: ۱. هم‌زمانی بین سهام و شاخص سهام با افزایش درجه اطلاعات منعکس شده در قیمت‌های سهام، در دامنه معینی افزایش می‌یابد؛ ۲. هم‌زمانی برای اطلاعات زیاد در سطح شرکت کاهش می‌یابد و ۳. هم‌زمانی بازده سهام در مقایسه با کسب اطلاعات شنیداری<sup>۲</sup> کمتر است.

مشایخ و شاهرخ (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 نشان داد پیش‌بینی مدیران نسبت به پیش‌بینی بر اساس گام تصادفی دقت بیشتری داشته است. بخصامی (۱۳۸۹) 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 دارد. ابراهیمی کردلر و جوانی قلندری (۱۳۹۵) نشان دادند کیفیت سود، تأثیر منفی و معناداری بر هم‌زمانی قیمت سهام می‌گذارد و تخصص صنعتی حسابرس به‌عنوان متغیر تعدیل‌کننده، اثر آن را تقویت می‌کند. به بیانی دیگر، اثر تعاملی تخصص حسابرس با کیفیت سود، موجب کاهش هم‌زمانی قیمت سهام می‌شود. نتایج تحقیق کامیابی و پرهیزگار (۱۳۹۵) وجود ارتباط منفی معنادار بین سرمایه‌گذاران نهادی و هم‌زمانی قیمت سهام را گزارش کرده است. مشایخی و عظیمی (۱۳۹۵) نشان دادند بین مدیریت سود واقعی و عملکرد آتی شرکت، رابطه منفی وجود دارد و توانایی‌های مدیریت این رابطه منفی را کاهش نمی‌دهد. اصولیان، صادقی شرف و خلیلی (۱۳۹۶) نشان دادند سودآوری عملیاتی بر مبنای نقد، معیار بهتری برای توضیح بازدهی سهام است.

بر اساس مبانی نظری پیش‌گفته و تحقیقات پیشین، فرضیه‌های تحقیق به‌صورت زیر تدوین شدند:

فرضیه ۱: بین پایداری جریان‌های نقدی عملیاتی و هم‌زمانی قیمت سهام، رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه ۲: بین پایداری بازده سرمایه و هم‌زمانی قیمت سهام، رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه ۳: بین پایداری بازده دارایی‌ها و هم‌زمانی قیمت سهام، رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه ۴: بین پایداری سودآوری ناخالص و هم‌زمانی قیمت سهام، رابطه معناداری وجود دارد.



فرضیه ۵: هرچه چسبندگی انتظارات مدیران بیشتر باشد، بین سیگنال پایداری جریان‌های نقدی عملیاتی و هم‌زمانی قیمت سهام رابطه قوی‌تری ایجاد می‌شود.

فرضیه ۶: هرچه چسبندگی انتظارات مدیران بیشتر باشد، بین سیگنال پایداری بازده سرمایه و هم‌زمانی قیمت سهام رابطه قوی‌تری ایجاد می‌شود.

فرضیه ۷: هرچه چسبندگی انتظارات مدیران بیشتر باشد، بین سیگنال پایداری بازده دارایی‌ها و هم‌زمانی قیمت سهام رابطه قوی‌تری ایجاد می‌شود.

فرضیه ۸: هرچه چسبندگی انتظارات مدیران بیشتر باشد، بین سیگنال پایداری سودآوری ناخالص و هم‌زمانی قیمت سهام رابطه قوی‌تری ایجاد می‌شود.

### روش‌شناسی پژوهش

برای گردآوری اطلاعات، از صورت‌های مالی پیش‌بینی‌شده فصلی شرکت‌ها استفاده شده است. همچنین داده‌های مربوط به متغیرهای بی‌قاعدگی سودآوری و هم‌زمانی قیمت سهام، از صورت‌های مالی حسابرسی شده سالانه شرکت‌ها و گزارش قیمت و بازده سهام موجود در نرم‌افزار ره‌آورد نوین و سایت کدال به‌دست آمده که در پایگاه اینترنتی سازمان بورس اوراق بهادار موجود است.

جامعه آماری پژوهش، شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است. دوره زمانی برای اجرای پژوهش ۱۰ سال در نظر گرفته شده و ۱۷۸ شرکت برحسب حداکثر اطلاعات موجود طی سال‌های ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۵ انتخاب شدند. برای اطلاعات پایداری بی‌قاعدگی سودآوری دوره زمانی ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۵ و برای متغیرهای هم‌زمانی قیمت سهام و چسبندگی انتظارات مدیران، دوره زمانی ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۵ مد نظر قرار گرفته 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 فعالیت داشته باشند.
۲. به‌منظور افزایش توان هم‌سنجی و هم‌سان‌سازی شرکت‌ها، سال مالی شرکت‌ها باید به پایان اسفند هر سال منتهی شود.
۳. به‌دلیل شفاف‌نبودن 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 طی این مدت تغییر داده باشند.
۵. داده‌های مد نظر آنها در دسترس باشد.

### مدل‌های پژوهش

برای آزمون فرضیه‌های اول تا چهارم از رابطه ۱ استفاده می‌شود (بوچاود و همکاران، ۲۰۱۷).

$$\text{Synch}_{f,t} = \rho \text{Income}_{f,t} + \rho \text{Roe}_{f,t} + \rho \text{Roaf}_{f,t} + \rho \text{Cash}_{f,t} + \text{size}_{f,t} + \text{leverage}_{f,t} + \epsilon_{f,t} \quad (\text{رابطه ۱})$$

رابطه ۲ که همان مدل بازار است، برای اندازه‌گیری هم‌زمانی قیمت برای هر شرکت در هر سال استفاده می‌شود (کامیابی و پرهیزگار، ۱۳۹۵).

$$r_{f,t} = \alpha_i + \beta_f \times r_{m,t} + Y_f \times r_{k,t} + \epsilon_{f,t} \quad (\text{رابطه ۲})$$

$r_{f,t}$  بازده شرکت f در سال t است.

در پژوهش حاضر، بازده سهام شرکت‌ها به صورت سالانه و بر اساس رابطه ۳ محاسبه می‌شود.

$$r_{f,t} = \frac{(1 + \alpha_1 + \alpha_2)P_1 + D - P_0 - \alpha_1(1000)}{P_0} \quad (\text{رابطه ۳})$$

$r_{f,t}$  بازده سالانه شرکت f در سال t؛  $P_1$  قیمت بازار سهام شرکت f در پایان سال t؛  $P_0$  قیمت بازار سهام شرکت f در ابتدای سال t؛  $D$  سود نقدی تعلق گرفته به هر سهم شرکت i در سال t؛  $\alpha_1$  درصد افزایش سرمایه از محل مطالبات و آورده‌های نقدی؛  $\alpha_2$  درصد افزایش سرمایه از محل اندوخته‌ها و  $r_{m,t}$  بازده بازار در سال t است. در این پژوهش برای اندازه‌گیری شاخص بازار از شاخص کل بازار استفاده می‌شود.

$$r_{m,t} = \frac{I_t - I_{t-1}}{I_{t-1}} \quad (\text{رابطه ۴})$$

$I_t$  شاخص بازار در پایان سال t؛  $I_{t-1}$  شاخص بازار در ابتدای سال t است و  $r_{k,t}$  بازده صنعت در سال t است.

در این پژوهش برای اندازه‌گیری بازده صنعت از شاخص صنعت استفاده شده است که از رابطه ۵ به دست می‌آید.

$$r_{k,t} = \frac{I_t - I_{t-1}}{I_{t-1}} \quad (\text{رابطه ۵})$$

$I_t$  شاخص صنعت در پایان سال t و  $I_{t-1}$  شاخص صنعت در ابتدای سال t است.

از آنجا که  $R^2$  در بازه صفر تا ۱ قرار دارد، برای به دست آوردن توزیع نزدیک به نرمال، مطابق تحقیق پیتروسکی و رولستون (۲۰۰۴)، مورک و همکاران (۲۰۰۰) و جانستون (۲۰۰۹)، از لگاریتم طبیعی  $R^2$  برای تعریف متغیر هم‌زمانی قیمت سهام استفاده می‌شود.

$$\text{Synch}_{i,t} = \log\left(\frac{R^2_{i,t}}{1 - R^2_{i,t}}\right) \quad (\text{رابطه ۶})$$

معیارهای بی‌قاعدگی سودآوری که در رابطه‌های ۷ تا ۱۰ استفاده شده‌اند، برگرفته از تحقیق هو و همکاران (۲۰۱۵) است.

$\rho \text{Income}_{f,t}$  پایداری سود ناخالص واحد تجاری f در سال t است که از رابطه ۷ و بر مبنای مدل پمن و ژانگ

(۲۰۰۲) و فرانسیس، لافوند، اولسون و اسچیپر<sup>۱</sup> (۲۰۰۴) به‌دست می‌آید. سایر معیارهای پایداری سودآوری در رابطه‌های ۸، ۹ و ۱۰ نیز بر اساس مدل‌های یاد شده محاسبه می‌شوند.

$$Income_{f,t} = a + \rho Income \times Income_{f,t-1} + \epsilon_{f,t} \quad \text{رابطه ۷}$$

$Income_{f,t}$  سود ناخالص (تفاوت بین درآمدها و بهای تمام‌شده فروش) در پایان سال  $t$ ؛  $Income_{f,t-1}$  سود ناخالص در پایان سال  $t-1$  و  $\epsilon_{f,t}$  نیز خطای باقی‌مانده مدل رگرسیون است.

$\rho Roef,t$ : پایداری بازده سرمایه واحد تجاری  $f$  در سال  $t$  است که از رابطه ۸ به‌دست می‌آید.

$$Roef,t = a + \rho Roef,t \times Roef,t-1 + \epsilon_{f,t} \quad \text{رابطه ۸}$$

$Roef,t$ ، بازده سرمایه (سود قبل از اقلام غیرمترقبه تقسیم بر سرمایه سهام عادی دفتری) در پایان سال  $t$ ؛  $Roef,t-1$ ، بازده سرمایه در پایان سال  $t-1$  و  $\epsilon_{f,t}$  نیز خطای باقی‌مانده مدل رگرسیونی است.

$\rho Roaf,t$ : پایداری بازده دارایی‌های واحد تجاری  $f$  در سال  $t$  است که از رابطه ۹ به‌دست می‌آید.

$$Roaf,t = a + \rho Roaf,t \times Roaf,t-1 + \epsilon_{f,t} \quad \text{رابطه ۹}$$

$Roaf,t$ ، بازده دارایی‌ها (سود قبل از اقلام غیرمترقبه تقسیم بر کل دارایی‌ها) در پایان سال  $t$ ؛  $Roaf,t-1$  بازده دارایی‌ها در پایان سال  $t-1$  و  $\epsilon_{f,t}$  نیز خطای باقی‌مانده مدل رگرسیونی است.

$\rho cash_{f,t}$ : پایداری جریان نقد عملیاتی واحد تجاری  $f$  در سال  $t$  است که از رابطه ۱۰ به‌دست می‌آید.

$$Cash_{f,t} = a + \rho Cash_{f,t} \times Cash_{f,t-1} + \epsilon_{f,t} \quad \text{رابطه ۱۰}$$

$Cash_{f,t}$  خالص جریان‌های نقدی عملیاتی در پایان سال  $t$  (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)؛  $Cash_{f,t-1}$ ، خالص جریان‌های نقدی عملیاتی در پایان سال  $t-1$  و  $\epsilon_{f,t}$  نیز خطای باقی‌مانده مدل رگرسیونی است.

### متغیرهای کنترل

$size_{f,t}$ : اندازه واحد تجاری است و از طریق لگاریتم جمع دارایی‌های واحد تجاری در پایان سال محاسبه می‌شود. این استدلال وجود دارد که اندازه واحد تجاری می‌تواند موجب ناهمگنی در داده‌های تحقیق شود.

$leverage_{f,t}$ : نسبت اهرمی است که از تقسیم جمع بدهی‌ها بر جمع دارایی‌ها به‌دست می‌آید. این استدلال وجود دارد که اهرم مالی شرکت‌ها موجب ناهمگنی در داده‌های تحقیق شود.

برای آزمون فرضیه‌های پنجم تا هشتم از رابطه ۱۱ استفاده شده است (بوچاو و همکاران، ۲۰۱۷).

$$\begin{aligned} Synch_{f,t} = & \rho Income_{f,t} + \rho Roe_{f,t} + \rho Roa_{f,t} + \rho Cash_{f,t} + \lambda_{f,t} \\ & + \rho Income_{f,t} \times \lambda_{f,t} + \rho Roe_{f,t} \times \lambda_{f,t} + \rho Roa_{f,t} \times \lambda_{f,t} \\ & + \rho Cash_{f,t} \times \lambda_{f,t} + Leverage_{f,t} + size_{f,t} + \varepsilon_{f,t} \end{aligned} \quad \text{رابطه (۱۱)}$$

$\lambda_{f,t}$  ضریب چسبندگی انتظارات مدیر واحد تجاری f در سال t است. ضریب چسبندگی انتظارات مدیر از رابطه ۱۲ به دست می‌آید.

$$\begin{aligned} \frac{EPS_{f,k} - F_t EPS_{f,k}}{P_{f,k-1}} \\ = a + b \cdot \frac{F_t EPS_{f,k} - F_{t-1} EPS_{f,k}}{P_{f,k-1}} + c \cdot \text{Log}(assets_{f,k-1}) + \sigma_T + \varepsilon_{f,t} \end{aligned} \quad \text{رابطه (۱۲)}$$

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:  $F_{t-1} EPS_{f,k}$  سود هر سهم واحد تجاری f برای سال k در زمان t-۱ (ابتدای سال k);  $F_{t-1} EPS_{f,k}$  سود پیش‌بینی شده هر سهم واحد تجاری f برای سال k در زمان t-۱ (ابتدای سال k) است. شایان ذکر است که در این جا منظور از t، مبدأ پیش‌بینی آتی سود هر سهم است.

ضریب b عملگر (عامل، نماینده) پارامتر چسبندگی است که بر اساس رابطه ۱۳ تبدیل به ضریب چسبندگی می‌شود.

$$\lambda = \frac{b}{(1 + b)} \quad \text{رابطه (۱۳)}$$

پس از محاسبه خطای پیش‌بینی و تجدیدنظر در پیش‌بینی، برای اجرای رابطه ۱۲ و استخراج ضریب b و ضریب چسبندگی  $\lambda$ ، در هر سال از دوره‌های مورد بررسی تحقیق، شرکت‌ها در داخل گروه‌های ۲۰ تایی (هر سال به ۹ گروه ۲۰ تایی گروه‌بندی می‌شود) قرار می‌گیرند و ضرایب چسبندگی در هر یک از این گروه‌ها محاسبه می‌شود (بوچاو و همکاران، ۲۰۱۷).

## یافته‌های پژوهش

### نتایج تحلیل توصیفی

برای بررسی و تجزیه و تحلیل اولیه داده‌ها، آمار توصیفی متغیرهای پژوهش محاسبه شد که در جدول ۱ مشاهده می‌شود. در این جدول، متغیر چسبندگی انتظارات مدیر در حد میانگین ۰/۱۳۵، کمینه ۰/۳۲-، بیشینه ۰/۶۷ و انحراف معیار ۰/۲۶ است. این نتایج نشان می‌دهد که مدیران شرکت‌های انتخاب شده، به‌طور متوسط در پیش‌بینی‌های خود ۰/۱۳۵ از اعتقادات گذشته و ۰/۸۶۵ از اطلاعات جدید را در تصمیم‌گیری‌های خود لحاظ می‌کنند. همچنین، متغیر وابسته تحقیق، یعنی هم‌زمانی قیمت سهام به ترتیب دارای میانگین ۰/۸۶-، کمینه ۳/۵۹۲-، بیشینه ۰/۵۸۹ و انحراف معیار ۰/۸۵ است. افزون بر این، آماره‌های جدول ۱ نشان می‌دهد که بیشترین و کمترین میزان انحراف معیار، به ترتیب مربوط به هم‌زمانی قیمت

سهام و متغیر تعدیل‌گر چسبندگی انتظارات مدیران  $\times$  پایداری جریان نقد عملیاتی است که بر بیشترین و کمترین پراکندگی داده‌ها حول میانگین دلالت دارد.

جدول ۱. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	علائم اختصاری متغیر	تعداد مشاهدات	میان	میانگین	کمینه	بیشینه	انحراف معیار
هم‌زمانی قیمت سهام	Synch	۱۰۶۸	-۰/۸۱	-۰/۸۶	-۳/۵۹۲	۰/۵۸۹	۰/۸۵
چسبندگی انتظارات مدیران	$\lambda$	۱۰۶۸	۰/۱۳۵	۰/۱۳۵	-۰/۳۲	۰/۶۷	۰/۲۶
پایداری جریان نقد عملیاتی	pcash	۱۰۶۸	-۰/۰۳۵	۰/۰۰۲۶	-۰/۴۵	۰/۴۷	۰/۱۹۶
پایداری بازده دارایی‌ها	$\rho$ Roa	۱۰۶۸	۰/۱۷۰	۰/۱۶۷	-۰/۶۳	۰/۶۳	۰/۲۵۴
پایداری سودآوری	$\rho$ Income	۱۰۶۸	۰/۱۲۵	۰/۰۴۰	-۰/۵۰	۰/۸۶	۰/۳۱۶
پایداری بازده سرمایه	$\rho$ Roe	۱۰۶۸	۰/۲۱۰	۰/۱۵۱	-۰/۷۱	۰/۶۹	۰/۳۱۴
چسبندگی انتظارات مدیران $\times$ پایداری جریان نقد عملیاتی	$\lambda \times$ Pcash	۱۰۶۸	۰/۰۰۰	۰/۰۰۶۷	-۰/۱۴۴	۰/۳۱۵	۰/۰۵۴
چسبندگی انتظارات مدیران $\times$ پایداری بازده دارایی‌ها	$\lambda \times \rho$ Roa	۱۰۶۸	۰/۰۱	-۰/۰۰۵۵	-۰/۲۰۲	۰/۴۲۲	۰/۱۰۴
چسبندگی انتظارات مدیران $\times$ پایداری سود ناخالص	$\lambda \times \rho$ Income	۱۰۶۸	-۰/۰۱	-۰/۰۰۶	-۰/۱۶	۰/۵۷۶	۰/۰۶۵۶
چسبندگی انتظارات مدیران $\times$ پایداری بازده سرمایه	$\lambda \times \rho$ Roe	۱۰۶۸	۰/۰۳	۰/۰۰۰۲	-۰/۲۳	۰/۴۶۲	۰/۱۹۰
اندازه	size	۱۰۶۸	۵/۹۸۵	۶/۱۰۹	۵/۰۵	۷/۹۴	۰/۶۸۷
اهرم مالی	leverage	۱۰۶۸	۰/۶۲۰	۰/۶۰۸	۰/۴۷۰	۰/۷۲۰	۰/۰۶۰

نتایج آزمون فرضیه‌های اول تا چهارم در جدول ۲ نشان داده شده است. ضریب تعیین تعدیل‌شده (۰/۴۱۸) نشان می‌دهد ۴۱/۸ درصد از تغییرات متغیر وابسته (هم‌زمانی قیمت سهام) به‌وسیله متغیرهای مستقل و کنترلی ارائه‌شده در مدل توضیح داده شده است. همچنین، از آنجا که مقدار احتمال مربوط به آماره F برابر با ۰/۰۰۰ است، در سطح اطمینان ۹۹ درصد، معناداری کلی مدل پذیرفته می‌شود. از سوی دیگر، نتایج اجرای آزمون هم‌خطی متغیرهای توضیحی نشان می‌دهد که مقدار آماره VIF برای تمام متغیرها کمتر از ۱۰ است؛ در نتیجه، بین متغیرهای توضیحی هم‌خطی وجود ندارد. آزمون نرمال بودن (جارکو برا) برای توزیع باقی‌مانده‌های رگرسیون نشان می‌دهد، توزیع اجزای اخلاص در سطح خطای ۵ درصد نرمال است. نتیجه آزمون وایت که برای بررسی ناهمسانی واریانس به اجرا درآمد، نشان داد که ناهمسانی واریانس وجود ندارد.

نتایج جدول ۲ نشان می‌دهد پایداری جریان‌های نقدی عملیاتی با سطح معناداری ۰/۰۳۶ و ضریب  $-1/070$  و مقدار آماره t برابر با  $-2/155$  با هم‌زمانی قیمت سهام، رابطه منفی و معناداری دارد. بنابراین، فرضیه اول در سطح خطای ۵

درصد پذیرفته می‌شود. افزون بر این، نتایج جدول نشان می‌دهد پایداری بازده سرمایه با سطح معناداری ۰/۰۲۲ و ضریب ۰/۷۳۷- و مقدار آماره t برابر با ۲/۳۷۳- با هم‌زمانی قیمت سهام رابطه منفی و معناداری دارد. بنابراین، فرضیه دوم در سطح خطای ۵ درصد پذیرفته می‌شود.

بر اساس نتایج مندرج در جدول ۲، پایداری بازده دارایی‌ها با سطح معناداری ۰/۰۴۳ و ضریب ۰/۸۸۲- و مقدار آماره t برابر با ۲/۰۸۴- با هم‌زمانی قیمت سهام رابطه منفی و معناداری دارد. بنابراین، فرضیه سوم در سطح خطای ۵ درصد پذیرفته می‌شود. افزون بر این، پایداری سود ناخالص با سطح معناداری ۰/۰۰۰، ضریب ۱/۱۸۰ و مقدار آماره t برابر با ۳/۷۸۱ با هم‌زمانی قیمت سهام رابطه مثبت و معناداری دارد. بنابراین، فرضیه چهارم در سطح خطای ۱ درصد پذیرفته می‌شود. به‌طور کلی، نتایج جدول ۲ نشان می‌دهد با افزایش سیگنال‌های پایداری جریان‌های نقدی عملیاتی، پایداری بازده دارایی‌ها و پایداری بازده سرمایه، هم‌زمانی قیمت سهام کاهش می‌یابد. این موضوع نشان می‌دهد محتوای اطلاعاتی این سیگنال‌ها از نظر استفاده‌کنندگان اطلاعات، افزایش پیدا کرده و سهامداران توجه بیشتری به این متغیر در تصمیم‌گیری خود می‌کنند و در نتیجه هم‌زمانی قیمت سهام (میزان اطلاعات بازار و صنعت درباره قیمت سهام) کاهش می‌یابد.

## جدول ۲. نتایج آزمون فرضیه‌های اول تا چهارم پژوهش

$$Synch_{f,t} = \rho Income_{f,t} + \rho Roe_{f,t} + \rho Roa_{f,t} + \rho Cash_{f,t} + size_{f,t} + leverage_{f,t} + \varepsilon_{f,t}$$

متغیر	علائم اختصاری متغیر	ضرایب	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری	VIF
ضریب ثابت		-۲/۲۳۳	۱/۱۹۰	-۱/۸۷۶	۰/۰۶۷	
پایداری جریان نقد عملیاتی	pcash	-۱/۰۷۰	۰/۴۹۶	-۲/۱۵۵	۰/۰۳۶	۱/۰۵۶
پایداری بازده دارایی‌ها	ρRoa	-۰/۸۸۲	۰/۴۲۳	-۲/۰۸۴	۰/۰۴۳	۱/۲۷۸
پایداری سود ناخالص	ρIncome	۱/۱۸۰	۰/۳۱۲	۳/۷۸۱	۰/۰۰۰	۱/۰۹۳
پایداری بازده سرمایه	ρRoe	-۰/۷۳۷	۰/۳۱۱	-۲/۳۷۳	۰/۰۲۲	۱/۰۷۷
اندازه شرکت	size	۰/۳۵۰	۰/۱۵۹	۲/۲۰۷	۰/۰۳۲	۱/۳۳۹
اهرم مالی	leverage	-۰/۹۰۴	۱/۹۰۲	-۰/۴۷۵	۰/۶۳۷	۱/۴۷۷
آماره F	۵/۶۲۷	ضریب تعیین تعدیل شده				۰/۴۱۸
احتمال آماره F	۰/۰۰۰	آماره دور بین- واتسون				۲/۱۹۶
آزمون نرمال بودن (جارکو برا)	Jarque-Bera	مقدار ۲/۲۸ با سطح معناداری ۰/۳۲۰				
ناهمسانی واریانس	White	مقدار ۳/۸۷ با سطح معناداری ۰/۱۵۲				

نتایج جدول ۳، میزان تأثیرگذاری ضریب چسبندگی انتظارات مدیران بر ارتباط سیگنال‌های سودآوری و هم‌زمانی قیمت سهام را نشان می‌دهد.

نتایج آزمون فرضیه‌های پنجم تا هشتم در جدول ۳ نشان داده شده است. ضریب تعیین تعدیل شده (۰/۶۹۸) نشان می‌دهد ۶۹/۸ درصد از تغییرات متغیر وابسته (هم‌زمانی قیمت سهام) به وسیله متغیرهای مستقل و کنترلی ارائه شده در مدل توضیح داده شده است. همچنین، از آنجا که مقدار احتمال مربوط به آماره F برابر با ۰/۰۰۰ است، در سطح اطمینان ۹۹ درصد، معناداری کلی مدل پذیرفته می‌شود. از سوی دیگر، نتایج اجرای آزمون هم‌خطی متغیرهای توضیحی نشان می‌دهد که مقدار آماره VIF برای تمام متغیرها کمتر از ۱۰ است. در نتیجه، بین متغیرهای توضیحی هم‌خطی وجود ندارد. همچنین، آزمون نرمال بودن (جارکو برا) برای توزیع باقی‌مانده‌های رگرسیون نشان می‌دهد، توزیع اجزای اخلاص در سطح خطای ۵ درصد نرمال است. آزمون وایت برای بررسی ناهمسانی واریانس به اجرا درآمد و ناهمسانی واریانس مشاهده نشد.

جدول ۳. نتایج آزمون فرضیه‌های پنجم تا هشتم پژوهش

$$Synch_{f,t} = \rho Income_{f,t} + \rho Roe_{f,t} + \rho Roa_{f,t} + \rho Cash_{f,t} + \lambda_{f,t} + \rho Income_{f,t} \times \lambda_{f,t} + \rho Roe_{f,t} \times \lambda_{f,t} + \lambda_{f,t} \rho Roa_{f,t} + \rho Cash_{f,t} \times \lambda_{f,t} + Leverage_{f,t} + size_{f,t} + \varepsilon_{f,t}$$

متغیر	علائم اختصاری متغیر	ضرایب	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری	VIF
ضریب ثابت		-۰/۹۸۸	۰/۹۹۳	-۰/۹۹۵	۰/۳۲۵	
پایداری جریان نقد عملیاتی	pcash	-۱/۳۴۹	۰/۴۳۳	-۳/۱۱۳	۰/۰۰۳	۱/۳۴۵
پایداری بازده دارایی‌ها	pRoa	۰/۳۳۷	۰/۴۱۵	۰/۸۱۳	۰/۴۲۱	۲/۱۸۷
پایداری سود ناخالص	pIncome	۰/۶۲۸	۰/۲۶۷	۲/۳۵۷	۰/۰۲۳	۱/۴۵۲
پایداری بازده سرمایه	pRoe	-۰/۲۱۳	۰/۲۸۱	-۰/۷۵۸	۰/۴۵۳	۱/۴۸۳
اندازه شرکت	size	۰/۲۵۴	۰/۱۲۴	۲/۰۴۴	۰/۰۴۷	۱/۶۰۶
اهرم مالی	leverage	-۲/۴۸۳	۱/۵۲۰	-۱/۶۳۳	۰/۱۱۰	۲/۰۲۱
چسبندگی انتظارات مدیران	$\lambda$	۱/۰۰۱	۰/۳۳۰	۳/۰۲۹	۰/۰۰۴	۱/۶۸۶
چسبندگی انتظارات مدیران $\times$ پایداری جریان نقد عملیاتی	$\lambda \times Pcash$	-۵/۷۸۶	۱/۴۹۹	-۳/۸۶۰	۰/۰۰۰	۱/۵۴۸
چسبندگی انتظارات مدیران $\times$ پایداری بازده دارایی‌ها	$\lambda \times pRoa$	-۱/۹۵۴	۰/۹۲۳	-۲/۱۱۶	۰/۰۴۰	۲/۹۷۵
چسبندگی انتظارات مدیران $\times$ پایداری سود ناخالص	$\lambda \times pIncome$	۲/۹۹۸	۱/۲۹۳	۲/۳۱۸	۰/۰۲۵	۱/۵۲۹
چسبندگی انتظارات مدیران $\times$ پایداری بازده سرمایه	$\lambda \times pRoe$	-۱/۲۷۷	۰/۴۷۳	-۲/۷۰۰	۰/۰۱۰	۱/۶۵۷
آماره F		۸/۸۲۸				۰/۶۹۸
احتمال آماره F		۰/۰۰۰				۱/۵۹۵
آزمون نرمال بودن (جارکیو برا)	Jarque-Bera		مقدار ۰/۶۶۵ با سطح معناداری ۰/۷۱۷			
ناهمسانی واریانس	White		مقدار ۱/۳۷ با سطح معناداری ۰/۰۹			

با توجه به اینکه سطح معناداری متغیرهای تعدیل‌گر برای متغیر «چسبندگی انتظارات مدیران × پایداری جریان نقد عملیاتی»، «چسبندگی انتظارات مدیران × پایداری سود ناخالص»، «چسبندگی انتظارات مدیران × پایداری بازده سرمایه» و «چسبندگی انتظارات مدیران × پایداری بازده دارایی‌ها»، به ترتیب  $0/000$ ،  $0/025$ ،  $0/001$  و  $0/040$  و ضریب متغیرهای یاد شده نیز به ترتیب  $-5/786$ ،  $2/998$ ،  $-1/277$  و  $-1/954$  است، ارتباط آنها با هم‌زمانی قیمت سهام از نظر آماری معنادار است. با توجه به فرضیه‌های ۵ تا ۸، بر اساس مبانی نظری موجود، انتظار تقویت ارتباط بین سیگنال‌های سودآوری و هم‌زمانی قیمت سهام وجود دارد. بر این اساس، با توجه به افزایش ضریب پایداری جریان‌های نقدی عملیاتی از  $-1/070$  به  $-5/786$ ، پایداری بازده دارایی‌ها از  $-0/882$  به  $-1/954$ ، پایداری بازده سرمایه از  $-0/737$  به  $-1/277$  و پایداری سودآوری از  $1/180$  به  $2/998$  و همچنین افزایش قدرت تبیین ناشی از تأثیر متغیرهای تعدیل‌گر از  $0/418$  به  $0/698$ ، می‌توان استنباط کرد در صورت وجود انتظارات چسبیده، ارتباط بین هم‌زمانی قیمت سهام و پایداری سیگنال‌های سودآوری تقویت می‌شود.

### نتیجه‌گیری

توجه سرمایه‌گذاران به بی‌قاعدگی‌های سودآوری به‌عنوان یکی از متغیرهای پیش‌بینی‌کننده بازده سهام از یک طرف و تنوع و سوگیری رفتاری مدیران از سوی دیگر، موجب می‌شود که توان پیش‌بینی بی‌قاعدگی‌های یاد شده تحت تأثیر قرار گیرد. انتخاب رویه‌های حسابداری و در نتیجه کیفیت اطلاعات حسابداری همواره دستخوش نوع نگرش مدیران بوده؛ به طوری که با هر نوع تغییر در مدیریت، شاهد نوسان با اهمیت در مهم‌ترین خروجی حسابداری، یعنی اطلاعات مربوط به حوزه سودآوری هستیم. بنابراین، هدف از اجرای پژوهش، ارزیابی مدل رفتاری مدیران در پیش‌بینی سودهای آینده واحد تجاری و تأثیر آن بر 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 که سرمایه‌گذاران تنها با تکیه بر معیارهای بی‌قاعدگی سودآوری و پایداری آنها و بدون توجه به ویژگی رفتاری مدیران و ثبات رفتاری آنها، نتوانند تصمیم‌های سرمایه‌گذاری مناسبی بگیرند. در نتیجه، به هدف کلی این تحقیق از دو بعد توجه شده است. در گام نخست به بررسی ارتباط پایداری سیگنال‌های سودآوری و هم‌زمانی قیمت سهام پرداخته شده و پس از آن، شدت بی‌قاعدگی‌های سودآوری برای واحدهای تجاری که در معرض مدیران دارای انتظارات چسبیده در پیش‌بینی سود هر سهم قرار دارند، ارزیابی شده است. به بیان دیگر، توانایی تبیین هم‌زمانی قیمت سهام به‌وسیله پایداری بی‌قاعدگی‌های سودآوری بر اساس ضریب چسبندگی انتظارات مدیران بررسی شد.

برای نیل به هدف اول پژوهش، چهار فرضیه تدوین شد. نتایج آزمون فرضیه‌ها نشان داد بین پایداری بازده سرمایه، پایداری بازده دارایی‌ها و پایداری جریان‌های نقدی با هم‌زمانی قیمت سهام، ارتباط منفی و معناداری وجود دارد و همچنین بین پایداری سود ناخالص و هم‌زمانی قیمت سهام ارتباط مثبت و معناداری برقرار است. نتایج به‌دست آمده، گویای این است که هر چهار سیگنال سودآوری دارای محتوای اطلاعاتی هستند و سرمایه‌گذاران در تصمیم‌گیری خود به آنها توجه می‌کنند. ارتباط منفی و معنادار سه سیگنال پایداری بازده سرمایه، پایداری بازده دارایی‌ها و پایداری جریان‌های نقدی با



هم‌زمانی قیمت سهام نشان می‌دهد سرمایه‌گذاران از اطلاعات آنها در تصمیم‌گیری‌های خود کمتر استفاده می‌کنند. بنابراین، هم‌حرکتی بین بازده سهام و بازده بازار و صنعت کمتر می‌شود و هم‌زمانی قیمت سهام کاهش می‌یابد. به بیان دیگر، سرمایه‌گذاران به اطلاعات معیارهای سودآوری در پیش‌بینی بازده سهام و اتخاذ تصمیم بیشتر از اطلاعات بازار، توجه می‌کنند. ارتباط معنادار سیگنال سودآوری با هم‌زمانی قیمت سهام، دارای جهت مثبت است که نشان می‌دهد سودآوری ناخالص، برای سرمایه‌گذاران محتوای اطلاعاتی ندارد و به نظر می‌رسد سرمایه‌گذاران برای تصمیم‌گیری‌های خود به سود خالص بیشتر از سود ناخالص توجه می‌کنند. نتایج فرضیه‌های اول تا سوم با نتیجه تحقیقات باسو (۱۹۹۷)، بخصامی (۱۳۸۹) و نظری و فرزندگان (۱۳۹۰) مشابه است، اما نتیجه فرضیه چهارم با یافته‌های هیچ یک از محققان همخوانی ندارد.

برای دستیابی به هدف دوم تحقیق، ابتدا متغیر تعدیل‌گر چسبندگی انتظارات مدیران با استفاده از مدل کوبین و گورودنیچنکو (۲۰۱۲ و ۲۰۱۵) و با تکیه بر مؤلفه‌های تجدیدنظر در پیش‌بینی سود و دقت پیش‌بینی سود، محاسبه شد؛ سپس، توان تأثیرگذاری چسبندگی انتظارات مدیران بر ارتباط پایداری بی‌قاعدگی‌های سودآوری و هم‌زمانی قیمت سهام بررسی گردید. بر اساس نتایج آزمون فرضیه‌ها، ضریب چسبندگی انتظارات مدیران ضمن داشتن ارتباط مثبت و معنادار با هم‌زمانی قیمت سهام، تأثیر پایداری بازده سرمایه، پایداری بازده دارایی‌ها، پایداری جریان‌های نقدی و پایداری سود ناخالص بر هم‌زمانی قیمت سهام را تقویت می‌کند. این نتیجه، نقش چسبندگی انتظارات مدیران در پایداری بی‌قاعدگی‌های سودآوری را نشان می‌دهد. نتایج یاد شده با یافته‌های منکیو و همکاران (۲۰۰۲)، گنایولی و همکاران (۲۰۱۵)، انگلبرگ و همکاران (۲۰۱۶)، جین و همکاران (۲۰۱۶) و قائمی و اسکندری (۱۳۹۲) همخوانی دارد.

به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌شود که هنگام به‌کارگیری سیگنال‌های سودآوری برای تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری، میزان چسبندگی مدیران به باورهای گذشته را در نظر بگیرند؛ زیرا، با توجه به نتایج تحقیق، به نظر می‌رسد 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 حسابداری شده و از محتوای اطلاعاتی آنها می‌کاهد.

## منابع

- ابراهیمی کردلر، علی؛ جوانی قلندری، موسی (۱۳۹۵). تأثیر تخصص حسابرس بر کیفیت سود و هم‌زمانی قیمت سهام. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۲۳(۲)، ۱۳۷-۱۵۴.
- اصولیان، محمد؛ صادقی شریف، سید جلال؛ خلیلی، محمد امین (۱۳۹۶). رابطه اقلام تعهدی، جریان‌های نقدی و سودآوری عملیاتی با بازدهی سهام؛ شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۲۴(۴)، ۴۶۳-۴۸۲.
- بدری، احمد (۱۳۹۴). دانش مالی رفتاری و مدیریت دارایی. چاپ دوم، تهران: انتشارات کیهان.
- بخصامی، سعید. (۱۳۹۰). بررسی رابطه خطای پیش‌بینی سود و تعداد دفعات تجدیدنظر در پیش‌بینی با بازده سهام عادی. پایان‌نامه کارشناسی ارشد، قم، دانشگاه قم.
- پارسائیان، علی (۱۳۸۵). تئوری‌های حسابداری. جلد اول چاپ دوم، تهران: انتشارات ترمه.
- حاجی‌ها، زهرا؛ چناری بوکت، حسن (۱۳۹۴). ارتباط دقت پیش‌بینی سود مدیریت و چرخش مدیران ارشد، مجله دانش حسابداری. دانش حسابداری، ۲۰(۲)، ۱۴۷-۱۶۹.

- رضازاده، جواد؛ آشتاب، علی (۱۳۸۹). رابطه دقت پیش‌بینی سود و بازده سهام شرکت‌های جدیدالورود به بورس اوراق بهادار تهران. *پژوهشنامه علوم اقتصادی*، ۹(۳۷)، ۵۵-۷۶.
- قائمى، محمدحسین؛ اسکندری، طاهره (۱۳۹۲). بررسی رفتار مدیران شرکت‌ها در پیش‌بینی سود سالیانه. *مطالعات تجربی حسابداری مالی*، ۱۰(۴۰)، ۵۳-۷۵.
- کامیابی، یحیی؛ پرهیزگار، بتول (۱۳۹۵). بررسی رابطه بین سرمایه‌گذاران نهادی و هم‌زمانی قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. *دانش سرمایه‌گذاری*، ۶(۲۳)، ۷۱-۸۴.
- مشایخ، شهناز؛ شاهرخى، سیده سمانه (۱۳۸۶). بررسی دقت پیش‌بینی سود توسط مدیران و عوامل مؤثر بر آن، *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۱۴(۵۰)، ۶۵-۸۲.
- مشایخی، بیتا؛ عظیمی، عابد (۱۳۹۵). تأثیر توانایی‌های مدیریت بر رابطه بین مدیریت سود واقعی و عملکرد آتی شرکت، *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۲۳(۲)، ۲۵۳-۲۶۷.
- نظری، محسن؛ فرزنگان، الهام (۱۳۹۰). بررسی بی‌قاعدگی‌های دوره‌ای در بازدهی سهام عادی بورس اوراق بهادار تهران (روش بازنمونه‌گیری بوت استرپ ناپارامتریک)، *تحقیقات مالی*، ۱۳(۳۱)، ۱۴۷-۱۶۷.

## References

- Badri, A. (2015). *Behavioral financial and wealth management*. Tehran, Kayhan Press. (in Persian)
- Bakhsami, S. (2011). *Investigating the relationship between earnings forecast error and the number of revisions in forecasting with ordinary stock returns*. Dissertation of Masters, Qom, Qom University. (in Persian)
- Barberis, N., Thaler, R., Shleifer, A. & Vishny, R. (1998). A model of investor sentiment. *Journal of Financial Economics*, 49 (3), 307-343.
- Barinov, A. (2015). *Profitability Anomaly and Aggregate Volatility Risk*. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2696195>.
- 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.
- Bouchaud, J., Kruger, P., Landier, A. & Thesmar, D. (2017). Sticky Expectations and the Profitability Anomaly. *Journal of Finance, Forthcoming*, HEC Paris Research Paper No. FIN-2016-1136, Swiss Finance Institute Research Paper No. 16-60.
- Bouchaud, J.P., Krueger, P., Landier, Thesmar, D. (2017). *Sticky Expectations and the Profitability Anomaly*. Available in: file:///C:/Users/q/Downloads/StickyExpectationsAndTheProfitabilit\_preview.pdf.
- Chan, K., Hameed, A. & Kang, W. (2013). Stock price synchronicity and liquidity. *Journal of Financial Markets*, 16(3), 414-438.

- Coibion, O. & Gorodnichenko, Y. (2012). What can survey forecasts tell us about information rigidities? *Journal of Political Economy*, 120, 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.
- Durnev, A., Morck, B. & Yeunge, P. Z. (2003). Does Greater Firm-Specific Return Variation Mean More or Less Informed Stock Pricing? *Journal of Accounting Research*, 41(5), 797-836.
- Ebrahimi Kordlar, A. & Ghalandari, M. (2016). The effect of Auditor expertise on income quality and synchronous stock price. *Journal of Accounting and Auditing Reviews*, 23(2), 137-154. (in Persian)
- Engelberg, J., Mclean, Pontiff, J., (2016). Anomalies and News, *Working Paper*, University of California San Diego, Boston College, and University of Alberta.
- Farooq, O. & Hamouda, M. (2016). Stock price synchronicity and information disclosure: Evidence from an emerging market. *Finance Research Letters*, 18, 250-254.
- Feng, X., Hu, N., Johansson, A. C. (2016). Ownership, analyst coverage, and stock synchronicity in China. *International Review of Financial Analysis*, 45, 79-96.
- Francis, J., Lafond, R., Olsson, P. & Schipper, K. (2004). Cost Of Equity and Earnings Attributes. *The Accounting Review*, 79(4), 967-1010.
- Gao, H., Li, J., Guo, W., Mei, D. (2018). The synchronicity between the stock and the stock index via information in market. *Physica A: Statistical Mechanics and its Applications*, 492, 1382-1388.
- Gennaioli, N. & Yueran, M. & Shleifer, A. (2015). Expectations and Investment. *NBER Macroeconomics Annual*. Available in: <https://www.nber.org/papers/w21260>.
- 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)
- Hong, H., & Stein, J.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, 650-705.
- Jean-Philippe, B. & Philipp, K. & Augustin, L. & David, T. (2017). Sticky Expectations and the Profitability Anomaly. Ssrn.com.
- Johnston, J. A. (2009). *Accruals quality and price synchronicity*. Degree of Doctor of Philosophy. University of Louisiana state & SSRN.

- Kamyabi, Y. & Parhizgar, B. (2016). Investigating the relationship between institutional investors and price synchronization in listed companies in Tehran Stock Exchange. *Journal of Investment Knowledge*, 6(23), 71-84. (in Persian)
- Lee, D. W. & Liu, M. H. (2007). Does More Information in Stock Price Lead to Greater or Smaller Idiosyncratic Return Volatility? *Working Paper*. 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. & Reis, R. (2006). Pervasive Stickiness. *American Economic Review*, 96 (2), 164-169.
- Mashayekh, B. & Azimi, A. (2016). Influence of Manager's Abilities on the Relation between Real Earning Management and Future Firm Performance. *Journal of Accounting And Auditing Reviews*, 23(2), 253-267. (in Persian)
- Mashayekh, Sh. & Shahrokhi, S.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. D., Pontiff, J. (2016). Does academic research destroy stock Return Predictability? *Journal of Finance, Forthcoming*. Available in: <https://ssrn.com/abstract=2156623>.
- Nazari, M. & Farzanegan, E. (2011). Investigating Periodic Anomalies in Stock Returns of Tehran Stock Exchange (Nonparametric Bootstrapping Resampling Methods). *Journal of Financial Research*, 13(31), 147-167. (in Persian)
- Novy-Marx, R. & Velikov, M. (2014). A Taxonomy of Anomalies and their Trading Costs. *NBER Working Papers*.
- Osoolian, M., Sadeghi Sharif, S. J., & Khalili, M. A. (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)
- Parsaian, A. (2006). *Accounting theory*. Tehran, Termeh press. (in Persian)
- Penman, S. & Zhang, X. (2002). Accounting conservatism, the Quality of Earnings and Stock Returns. *The Accounting Review*, 77(2), 237-264.
- Penman, S.H., Penman, S.H., & Zhu, J. (2014) Accounting Anomalies, Risk, and Return. *The Accounting Review*, 89(5), 1835-1866.
- Piotroski, J.D. & Roulstone, B.T. (2004). The influence of analysts, institutional investors, and insiders on the incorporation of market, industry, and firm-specific information into stock prices. *Accounting Review*, 79(4), 1119-1151.
- 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)
- Roll, R. (1988). Expected Difference, Equity Nature and the Corporate Control Agreement Transfer Failed—the Evidence from China. *Journal of Finance*, 43(3), 541-566.

- Schwert, G.W. (2003). Anomalies and market efficiency. *Handbook of the Economics of Finance*, 1, 939-974.
- Zekhnini, M. (2015). *Sticky Wages, Profitability, and Momentum*. <https://www.smu.edu/-/media/Site/Cox/Departments/Finance/FINASeminarSeries/Wage-Stickiness-and-Operating-Leverage.pdf?la=en>.
- Zhu, J. (2014). Accounting Anomalies, Risk and Return. *The Accounting Review*, 89(5).