



فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری  
دوره ۱۴ / شماره ۲ (پیاپی ۵۴) / تابستان ۱۴۰۴  
صفحه ۱۹۱ تا ۲۱۰

## رابطه چسبندگی انتظارات مدیران و بازده آتی سهام با در نظر گرفتن رتبه بندی حاکمیت شرکتی

ناهید محمدی

دانشجوی دکتری حسابداری دانشکده اقتصاد و مدیریت، دانشگاه شهید باهنر کرمان  
Na.mohamadi1392@gmail.com

مهدی بهار مقدم

دانشیار حسابداری دانشکده اقتصاد و مدیریت، دانشگاه شهید باهنر کرمان (نویسنده مسئول)  
m.baharr330@gmail.com

امید پورحیدری

استاد حسابداری دانشکده اقتصاد و مدیریت، دانشگاه شهید باهنر کرمان  
o.pourheidari@uk.ac.ir

تاریخ دریافت: ۹۸/۱۱/۰۵ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۰/۱۲/۲۴

### چکیده

هدف پژوهش، بررسی نقش حاکمیت شرکتی در کاهش اثر چسبندگی انتظارات مدیران بر بازده آتی سهام است. با استفاده از تاپسیس شاخصی به منظور رتبه‌بندی شرکت‌های نمونه بر اساس حاکمیت شرکتی در خلال سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۶ ساخته شده که شاخص مزبور متشکل از ۷ معیار نقش دوگانه مدیر، سهامداران نهادی، تمرکز مالکیت، تعداد اعضای کمیته حسابرسی، تعداد جلسات هیات مدیره، درصد مدیران غیر موظف و اندازه هیات مدیره می‌باشد. برای محاسبه بازده آتی سهام از مدل سه عاملی فاما و فرنچ استفاده شده نتایج با استفاده از داده‌های ۱۱۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار و با استفاده از رگرسیون چند متغیره نشان می‌دهد که رابطه میان چسبندگی انتظارات مدیران و بازده آتی سهام  $+0/294$  می‌باشد یعنی رابطه این دو مثبت و با توجه سطح معناداری  $0/048$  در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار است به عبارتی چسبندگی مدیران به اطلاعات سبب شده که اطلاعات یکنواختی به سهامداران ارائه و سهامداران وضعیت شرکت را با ثبات تلقی و بازده آتی سهام را بیشتر پیش‌بینی کنند یعنی میان چسبندگی انتظارات مدیران و بازده آتی سهام رابطه مثبت و معنادار وجود دارد، اما در شرکت‌های با حاکمیت شرکتی قوی رابطه میان دو متغیر  $+0/195$  و با توجه به سطح معناداری  $0/0473$  در سطح اطمینان  $0/95$  درصد مثبت و معنادار است، این به این معنی است که در شرکت‌های با حاکمیت شرکتی قوی نیز رابطه میان چسبندگی انتظارات مدیران و بازده آتی سهام مثبت و معنادار است اما شدت رابطه در این حالت کاهش می‌یابد. بازده آتی سهام در شرکت‌هایی با مدیران چسبنده به علت چسبندگی به اطلاعات گذشته و ارائه اطلاعات یکنواخت سبب پیش‌بینی بازده آتی سهام با خوشبینی شده و این مسئله سبب اتخاذ تصمیمات نامناسب توسط سرمایه‌گذاران و تخصیص نامناسب منابع می‌گردد اما در شرکت‌هایی با حاکمیت شرکتی قوی به واسطه نقش نظارتی و کنترلی سبب شده مدیران با دقت بیشتر و سوگیری کمتر عمل نموده و استفاده‌کنندگان را در پیش‌بینی دقیقتر بازده یاری و سبب تخصیص بهینه منابع و رونق بازارهای سرمایه می‌گردد. نتایج تحقیق می‌تواند مورد استفاده مدیران شرکت‌ها، قانون‌گذاران، تحلیل‌گران، حساب‌سازان، پژوهش‌گران و نیز موثر در تصمیمات سرمایه‌گذاران باشد و رهنمودی جهت اتخاذ تصمیمات بهینه با در نظر داشتن ویژگی چسبندگی مدیران در ارائه اطلاعات شود.

واژه‌های کلیدی: چسبندگی انتظارات مدیران، مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی، مدل سه عاملی فاما و فرنچ.

## ۱- مقدمه

یکی از اهداف گزارشگری مالی ارائه اطلاعات مفید در مورد عملکرد مالی واحد تجاری برای طیف گسترده‌ای از استفاده‌کنندگان است و بررسی وقایع مربوط به ورشکستگی شرکت‌های بزرگ از قبیل انرون، ووردکام، ادفی، سیکو، لیوسنت، گلوبال، کروسینگ، سانیم، تیکو، اکسوکس و بحران مالی ۱۹۹۷ آسیا که موجب زیان بسیاری از سرمایه‌گذاران و ذی‌نفعان شد نشان داد منشاء اصلی این وقایع، سیستم‌های ضعیف حاکمیت شرکتی، دستکاری سود و گزارش سودهای واهی و بدون کیفیت بود (رهنمای رودپشتی، هیبتی، طالب‌نیا و نبوی چاشمی، ۱۳۹۱). اطلاعات ناصحیح و جانبدارانه سبب گمراهی و انتخاب غلط سرمایه‌گذاران می‌شود و این موضوع عاملی است که سرمایه‌گذاران به اشتباه تصمیم به انتخاب سرمایه‌گذاری‌هایی می‌نمایند که بازدهی مناسب را عاید آنها نمی‌نماید. بازده سهام به عنوان یکی از فاکتورهای مهم در انتخاب بهترین سرمایه‌گذاری است. بازده یک سرمایه‌گذاری بیانگر منافع حاصل از آن سرمایه‌گذاری است و سرمایه‌گذاران در پی فرصت‌های سرمایه‌گذاری هستند که بازده سرمایه آنها را افزایش دهد. پیش‌بینی بازده مورد انتظار برای بسیاری از تصمیم‌گیری‌های مالی از قبیل برآورد هزینه سرمایه، مدیریت سبد سرمایه‌گذاری، بودجه بندی سرمایه‌ای و ارزیابی عملکرد مهم است (رول و پاساریو، ۲۰۱۰). تعیین نرخ بازده برای سرمایه‌گذاران از اهمیت خاصی برخوردار است. تعیین نرخ بازدهی سهام در ابتدا تحت عنوان مالی کلاسیک مطرح و بر مبنای اصول آربیتراژ میلر و مودیلیانی، مبانی تئوری مارکوویتزو... توجه صاحب نظران دانشگاهی را به خود جلب نمود. مالی کلاسیک بر پایه مفروضات یا مجموعه ایده‌آل مانند فرض رفتار کاملاً عقلایی و منفعت طلبی کامل سرمایه‌گذاران بنا شده است، اما گذشت زمان و مشاهده برخی ناهنجاری‌های بازار باعث ورود مسائل رفتاری و روانشناسی به حوزه مالی و شکل‌گیری دانش مالی رفتاری گردیده است (شمس‌الدینی، دانشی و سیدی، ۱۳۹۷). بر خلاف دانش مالی کلاسیک، دانش مالی رفتاری بر مبنای فرضیات واقع‌گرایانه مانند رفتار غیر عقلایی، منافع محدود بنا شده است. در پارادیم مالی رفتاری، فرض انسان به عنوان موجودی منطقی که همواره در بهینه‌سازی منافعش کامیاب است مورد تردید قرار می‌گیرد (دادرس، طلوعی اشلقی و رادفر، ۱۳۹۷). از طرفی به دلیل ناتوانی مالی کلاسیک در تبیین ناهنجاری‌های مشاهده شده در بازار سرمایه، مطالعه و پژوهش درباره‌ی موضوعات رفتاری و روانی سرمایه‌گذاران اهمیت خاصی یافته است، به عبارتی، رفتارهای مختلف سرمایه‌گذاران به نوعی می‌تواند عملکرد بازار و کارایی آن را تحت تأثیر قرار داده و در نتیجه تأثیر بسزایی بر بازده سهام داشته باشد. از طرفی نه تنها رفتار سرمایه‌گذاران بر بازدهی سهام تأثیر دارد، بلکه انتظار می‌رود که رفتار مدیریت و سوگیرهای رفتاری او نیز بر بازدهی سهام تأثیر داشته باشد.

بازده سهام متأثر از عوامل زیادی می‌باشد که شاید بتوان یکی از این علل را نگرش و رفتارهای مدیریت دانست. اطلاعات حسابداری و دقت اطلاعات ارائه شده در پیش‌بینی بازده آتی سهام برای سرمایه‌گذاران بسیار مهم می‌باشد. از سوی دیگر اصلی‌ترین عاملی که هر سرمایه‌گذار در تصمیم‌گیری‌های مورد توجه خاص قرار می‌دهد نرخ بازده است، یعنی سرمایه‌گذاران به دنبال پربازده‌ترین فرصت‌ها برای سرمایه‌گذاری منابع مازاد خود هستند (غلامی جمکرانی، اکبری و بختیاری، ۱۳۹۸). با توجه به مطالب پیش‌گفته می‌توان گفت علاوه بر متغیرهای حسابداری که در پیش‌بینی بازده آتی سهام موثر است متغیرهای رفتاری نیز بر پیش‌بینی‌های صورت گرفته بسیار

تاثیر گذار است. در این پژوهش رابطه چسبندگی انتظارات مدیران به عنوان یکی از سوگیری‌های شناختی و بازده آتی سهام مورد بررسی قرار گرفته است و با توجه به این موضوع که مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی قوی که تا حدودی سوگیری و دیدگاه‌های پیشین مدیران را تحت تاثیر قرار داده و سبب ارائه اطلاعات شفاف و با کیفیت‌تر می‌شود و به این ترتیب از تضییع منابع جلوگیری به عمل می‌آید به عنوان متغیر مداخله گر مورد مطالعه قرار گرفته است تا نقش و تاثیر آن بر رابطه این دو متغیر مورد بررسی قرار گیرد.

## ۲- پیشینه و مبانی نظری تحقیق

### اطلاعات چسبنده

مالی رفتاری که عموماً از آن به عنوان کاربرد روانشناسی در دانش مالی تعبیر می‌شود عبارت است از چگونگی تفسیر افراد از اطلاعات برای اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری. به عبارت دیگر مالی رفتاری به دنبال تأثیر فرایند روان‌شناختی در تصمیم‌گیری است. مالی رفتاری به مطالعه این‌که چگونه سرمایه‌گذاران در قضاوت‌های خود دچار خطاهای ذهنی می‌شوند می‌پردازد. مالی رفتاری یک الگوی فکری است که در آن تصمیم‌گیری در بازارهای مالی با استفاده از الگوی مرکب از علوم اجتماعی، روانشناسی، مالی و چند رشته دیگر مطالعه می‌شود. مالی رفتاری ادغام اقتصاد کلاسیک و مالی با علوم روانشناسی و تصمیم‌گیری است و تلاشی است برای توصیف و دلایل بروز استثناها در ادبیات مالی.

علیرغم امتناع تئوری نئوکلاسیک اقتصاد برای درگیر شدن در روان‌شناسی بازارها و سرمایه‌گذاری‌ها، نظریه‌ی مالی رفتاری بیان می‌کند که خطاهای ادراکی اثر بااهمیتی روی تصمیم‌گیری مالی دارند. یکی از خطاهای ادراکی که تصمیمات سرمایه‌گذار و نهایتاً نتایج بازار را تحت تأثیر قرار می‌دهند خطای دیرپذیری است که در این نوع از خطا افراد به اطلاعات گذشته خود چسبندگی داشته و اطلاعات و پیش‌بینی‌های ارائه شده توسط افراد همه اطلاعات روز را لحاظ ننموده اند.

مطالعات اخیر روی الگوهای انتظارات عقلانی با فرض چسبندگی اطلاعات مانند الگوی منکیو و ریس (۲۰۰۲) نشان داده اند که به چه نحو چسبندگی اطلاعات می‌تواند دلالت‌های سیاست‌گذاری متفاوتی را در مقایسه با الگوهای تحت اطلاعات کامل به همراه داشته باشد. الگوی اطلاعات چسبنده (که در آن در هر دوره تنها کسری از بنگاه‌ها مجموعه اطلاعات مورد استفاده در تعیین قیمت بهینه کالای خود را به‌روز می‌کنند) دلالت بر این دارد که اساساً پیش‌بینی شرایط جاری مبتنی بر اطلاعات گذشته (انتظارات گذشته) نقش مهمی در توضیح پویایی‌های تورم دارد. در الگوی منکیو و ریس (۲۰۰۲) فرض بر این است 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 عبارت دیگر، اطلاعات مورد استفاده بنگاه برای قیمت‌گذاری کالای خود چسبنده هستند. در توضیح علل این نوع از چسبندگی این نظریه مطرح است که کسب و پردازش اطلاعات با هزینه همراه است و بنابراین بنگاه مجموعه اطلاعات خود را هر از چندی به‌روز می‌کند. برخلاف مدل چسبنده، بنگاه‌ها در هر

دوره توانایی تعدیل قیمت دارند، اما تنها کسری از آن‌ها قادر هستند تا مجموعه اطلاعات مور استفاده در تعیین قیمت بهینه خود را به‌روزرسانی کنند و مابقی بنگاه‌ها قیمتی را انتخاب می‌کنند که مبتنی بر اطلاعات قدیمی است. درحالی‌که بنگاه‌ها انتظارات عقلانی دارند، اما به دلیل هزینه‌های به‌روزرسانی مجموعه اطلاعات مورداستفاده در قیمت‌گذاری، انتظارات خود را به‌کندی تغییر می‌دهند. همانند الگوی قیمت چسبنده کالوو (۱۹۸۳)، احتمال اینکه یک بنگاه اطلاعات خود را در هر دوره به‌نگام کند از یک فرایند پوآسن پیروی می‌کند. این احتمال که با  $\lambda$ -<sup>۱</sup> نشان داده می‌شود، مستقل از زمان سپری‌شده از آخرین به‌روزرسانی اطلاعات توسط بنگاه است، بنابراین  $\lambda$ -<sup>۱</sup> دوره طول می‌کشد تا بنگاه مجموعه اطلاعات خود را به‌روز کند. در سطح کلان پارامتر  $\lambda$  نشان‌دهنده کسری از بنگاه‌ها است که در تصمیمات مربوط به قیمت‌گذاری کالاهای خود از اطلاعات قدیمی یا منسوخ‌شده استفاده می‌کنند. همچنین  $\lambda$ -۱ درصد از بنگاه‌ها از اطلاعات به‌نگام در تعیین قیمت بهره می‌گیرند.

#### چسبندگی انتظارات مدیران

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، بر اساس نظریه سلسله مراتب بالاتر خصوصیات مدیران ارشد، سبک تصمیم‌گیری آنها را تحت تأثیر قرار می‌دهد (احمدی، قلمبرو درسه، ۱۳۹۸). سودهای پیش‌بینی‌شده توسط مدیران، در ارزیابی شرکت‌ها و تأثیرگذاری بر قیمت سهام شرکت‌ها معیار بااهمیتی است. بنابراین، باید انتظار داشت مدیران شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس، در پیش‌بینی‌های خود نهایت دقت را به عمل آورند. یکی از خطاهای روان‌شناختی که بر روی پیش‌بینی‌های سود تأثیرگذار است مربوط به اطلاعات چسبنده است که مطالعات اخیر روی الگوهای انتظارات عقلانی با فرض چسبندگی اطلاعات، نشان داده‌اند که به چه نحو چسبندگی اطلاعات می‌تواند عامل سیاست‌گذاری متفاوتی را در مقایسه با الگوهای تحت اطلاعات کامل به همراه داشته باشد. الگوی اطلاعات چسبنده که در آن در هر دوره بنگاه‌ها تنها کسری از مجموعه اطلاعات مورداستفاده در تعیین قیمت بهینه کالای خود را به‌روزمی‌کنند و در حقیقت مدیران در پیش‌بینی‌های خود تمامی اطلاعات در دسترس را لحاظ نکرده و بخشی از اطلاعات گنجانده شده در تصمیماتشان، اطلاعات گذشته است که مدیران به آن اطلاعات چسبندگی داشته و آنها را به روز نمی‌نمایند (منکیو و ریس، ۲۰۰۲). در واقع پیش‌بینی‌کنندگان دارای باورها یا انتظاراتی هستند که به باورهای گذشته آن‌ها متصل شده و به‌راحتی 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.

در توضیح علل این نوع از چسبندگی این نظریه مطرح است که کسب و پردازش اطلاعات با هزینه همراه است و بنابراین بنگاه مجموعه اطلاعات خود را هر از چندی به‌روزمی‌کند. احتمال اینکه یک بنگاه اطلاعات خود را در هر دوره به‌نگام کند از یک فرایند پوآسن پیروی می‌کند. این احتمال که با  $\lambda$ -۱ نشان داده می‌شود، مستقل از

<sup>1</sup> -Information stickiness

زمان سپری شده از آخرین به روزرسانی اطلاعات توسط بنگاه است، بنابراین  $\lambda = 1/1$  دوره طول می کشد تا بنگاه مجموعه اطلاعات خود را به روز کند (کالوو ۱۹۸۳).

پیش بینی کنندگان، انتظارات چسبیده دارند، آن ها در هر دوره، باورهای خود را با استفاده از همه اطلاعات موجود با احتمال  $(1-\lambda)$  به روز می کنند. آن ها با احتمال  $\lambda$  به باورهای قبلی خود می چسبند. این مدل روش ساده ای را برای اندازه گیری چسبندگی انتظار با استفاده از ارتباط بین خطاهای پیش بینی و تجدیدنظرها در پیش بینی گذشته، ارائه می کند. استدلال پشتوانه مدل مذکور این است که پیش بینی کنندگان تصمیم می گیرند تا انتظارات خود را در فواصل گسسته به روز کنند، اما نمی توانند اطلاعات جدید و مربوط را در این فواصل مشارکت دهند (کوی بین و گورودنیچنکو، ۲۰۱۲).

### بازده سهام

بازده به بیان ساده عبارت است از کل عایدی که یک سرمایه گذار در طول دوره سرمایه گذاری به دست می آورد. نرخ بازدهی، سرعت افزایش یا کاهش ثروت سرمایه گذار را نشان می دهد و به صورت درصدی از سرمایه گذاری اولیه محاسبه می گردد. بازده در فرایند سرمایه گذاری نیروی محرکی است که ایجاد انگیزه می کند و پاداشی برای سرمایه گذاران محسوب می شود. یک ارزیابی از بازده، تنها راه منطقی (قبل از ارزیابی ریسک) است که سرمایه گذاران می توانند برای مقایسه سرمایه گذاری های جایگزین و متفاوت از هم انجام دهند. بازده مورد نظر هر سرمایه گذاری با سطح ریسک آن یک بنیان و اساس دارد به طوریکه زمانی یک طرح با ریسک بالا قابل قبول است که بازده پیش بینی شده آن نیز، بسیار بالا باشد. در ادبیات مالی به طور گسترده به ارتباط میان ریسک و بازده و قیمت گذاری دارایی ها پرداخته شده است. ترینور، شارپ، لینتر و موسین مدل قیمت گذاری دارایی های سرمایه ای را توسعه دادند که پیش بینی می کند عامل انحصاری بازار، منجر به تغییرات مشترک بازده سهام شرکت های مختلف می شود (هادیان، هاشمی و صمدی، ۱۳۹۶).

بعد از ارائه مدل قیمت گذاری دارایی های سرمایه ای پژوهشگران مختلفی به آزمون تجربی این مدل پرداختند و شواهد متعددی ارائه شد که نشان می داد بتای مدل قیمت گذاری دارایی های سرمایه ای به طور کامل بازده دارایی را توضیح نمی دهد (استاتمن<sup>۱</sup>، ۱۹۸۰). این شواهد بدین معنی است که عامل های دیگری نیاز است تا بتوان رفتار بازده مورد انتظار را مشخصه بندی کرد. لذا پژوهش های متعددی به بررسی سایر عوامل موثر بر ریسک و بازده اوراق بهادار پرداختند و بنیانی برای مدل های چند عاملی پایه ریزی شد. فاما و فرنچ<sup>۲</sup> (۱۹۹۲) اظهار می کنند که در دنیای واقعی سرمایه گذاران به انواع مختلفی از ریسک توجه دارند، ولی در این میان سه عامل شامل ریسک بازار، ریسک اندازه شرکت و ریسک ارزش دفتری به ارزش بازار و اندازه شرکت نقش زیادی در دادن تغییرات بازده های متوسط ایفا می کنند. فاما و فرنچ (۱۹۹۳) با توجه این یافته الگوی سه عاملی را برای تبیین بازده سهام مطرح

<sup>۱</sup>- Stattman

<sup>۲</sup> - Fama & French

نمودند(صالحی، حزبی، صالحی، ۱۳۹۳). فاما و فرنج در سال ۱۹۹۳، تاثیر عوامل مرتبط با ویژگی‌های شرکت بر بازده سهام را مورد بررسی قرار دادند. مدل آنها متشکل از سه عامل بازار، اندازه و ارزش دفتری به ارزش بازار سهام را به منظور تبیین بازده ارائه کردند.

### حاکمیت شرکتی

رخدادهای اخیر حسابداری در جهان و بررسی روند گزارشگری در ایران و سایر کشورها نشان‌دهنده قصورات اخلاقی در این حرفه است(سپاسی و حسنی، ۱۳۹۵). از مسائل مهمی که به دلیل رسوایی‌های گسترده مالی دهه‌های اخیر مورد توجه محققان قرار گرفته و به عنوان یکی از موضوعات مهم برای سرمایه‌گذاران مطرح شده موضوع حاکمیت شرکتی است (امیر آزاد، زینالی و شاهی، ۱۳۹۳).

یکی از نقش‌های حاکمیت شرکتی کاهش تضاد منافع بین سهامداران و مدیران است، نقش حاکمیت شرکتی زمانی مفیدتر است که مدیران از منافع سهامداران منحرف می‌شوند (ماهر و اندرسون، ۲۰۰۰). نمونه‌ای از انحراف از منافع سهامداران گرایش‌ها و سوگیری‌های رفتاری مدیران است که سبب گمراهی سهامداران و عدم تامین منافع آنها می‌باشد. سوگیری‌های رفتاری مدیران می‌تواند زمینه ساز مدیریت سود و نیز به واسطه گرایش‌ها و تمایلاتی که دارند موجب کاهش کیفیت سود گردد. حاکمیت شرکتی به واسطه نقش نظارتی و کنترلی بر مدیران احتمال وقوع مدیریت سود را کاهش می‌دهد و احتمالاً درک سرمایه‌گذاران را از اعتبار عملکرد شرکت‌ها که به وسیله سودها در شرایط مدیریت سود ارزیابی می‌شود را بهبود می‌بخشد(رودپشتی، هیبتي، طالب‌نیا و نبوی چاشمی، ۱۳۹۱).

در ادبیات مالی حاکمیت شرکتی را می‌توان به صورت شبکه‌ای از روابط دید که هم بین شرکت و مالکان آن (سهامداران) و هم بین شرکت و عده زیادی از ذینفعان از جمله کارکنان، مشتریان، فروشندگان، دارندگان اوراق قرضه و... وجود دارند، چنین دیدگاهی در قالب تئوری ذینفعان دیده می‌شود (حمزه دیدار و خدیجه بیگی، ۱۳۹۷). مکانیزم‌های کارآمد حاکمیت شرکتی برای عملکرد صحیح بازار سرمایه و کل اقتصاد کشور، حیاتی و لازمه جلب و حفظ اعتماد عمومی است. حاکمیت مناسب شرکتی این اطمینان را پدید می‌آورد که بنگاه‌ها سرمایه خود را به طور مؤثر بکار گرفته‌اند. به علاوه این اطمینان را پدید می‌آورد که شرکت‌ها منافع دامنه وسیعی از گروه‌های ذینفع و همچنین جامعه‌ای را که شرکت در آن به فعالیت مشغول است، در نظر گرفته‌اند و هیات مدیره در برابر سهامداران و شرکت پاسخگوست.

بررسی ادبیات موجود نشان می‌دهد که هیچ تعریف مورد توافقی در مورد حاکمیت شرکتی وجود ندارد، به طور کلی می‌توان تعریف جامع و کامل زیر را در مورد حاکمیت شرکتی ارائه کرد: در نگاه کلی حاکمیت شرکتی، شامل ترتیبات حقوقی، فرهنگی و نهادی می‌شود که سمت و سوی حرکت و عملکرد شرکت‌ها را تعیین می‌کند. عناصری که در این صحنه حضور دارند عبارتند از: سهامداران و ساختار مالکیتشان، اعضای هیات مدیره و ترکیباتشان، مدیریت شرکت که توسط مدیر عامل یا مدیر ارشد اجرایی هدایت می‌شود و سایر ذینفعان که امکان اثرگذاری بر حرکت شرکت را دارند (بادآور نهندي، زینالی و نیکویان، ۱۳۹۵).

## ۲- پیشینه تجربی پژوهش

مکنالتی و همکاران (۲۰۱۳) در پژوهشی به بررسی توسعه تحقیقات کیفی در زمینه حاکمیت شرکتی بین سال‌های ۱۹۸۶ تا ۲۰۱۱ پرداختند و به این نتیجه رسیدند که در این بازه، میزان افشای حاکمیت شرکتی بیشتر درباره هیات مدیره بوده است. کوی بین و همکاران (۲۰۱۵) به بررسی موضوعی با عنوان "سختی اطلاعات و شکل‌گیری انتظارات" پرداختند. آن‌ها دیدگاه جدیدی را برای آزمون فرضیه‌های انتظارات منطقی مبتنی بر اطلاعات کامل پیشنهاد دادند که می‌تواند نشان دهد که آیا رد کردن فرضیه صفر ناشی از سختی اطلاعات است یا خیر؟ آن‌ها با استفاده از داده‌های مربوط به پیش‌بینی تورم توسط تحلیل‌گران اقتصادی و تجدیدنظرهای بعدی در این پیش‌بینی‌ها، نشان دادند که تحلیل‌گرانی که در برابر ورود اطلاعات جدید در پیش‌بینی‌های خود مقاومت بیشتری دارند یا به عبارت دیگر دیدگاه چسبنده‌تری دارند، در پیش‌بینی‌های خود در خصوص تورم، با روند آرام‌تری تجدیدنظر می‌کنند.

جنایولی و همکاران (۲۰۱۵) تحقیقی با عنوان "انتظارات و سرمایه‌گذاری" انجام داده و نشان دادند که سرمایه‌گذاری واقعی و طرح‌های سرمایه‌گذاری شرکت به وسیله انتظارات مدیرعامل اجرایی از رشد سودها، به خوبی توضیح داده می‌شوند. اطلاعات در داده‌های مورد انتظار به وسیله متغیرهای سنتی مانند نسبت‌های کیو توبین یا نرخ‌های تنزیل پوشش داده نشده و همچنین، نشان دادند که خطاهای موجود در انتظارات از رشد سودهای مدیرعامل اجرایی به وسیله سایر داده‌ها و سودهای گذشته قابل پیش‌بینی هستند که این موضوع به ساختار تعمیم‌یافته انتظارات اشاره می‌کند و پیشنهاد می‌کند که انتظارات ممکن است منطقی نباشند. بوچاو و همکاران (۲۰۱۷) در تحقیقی با عنوان چسبندگی انتظارات و بی‌قاعدگی سودآوری با بکارگیری داده‌های پیش‌بینی تحلیل‌گران، نشان دادند تحلیل‌گران به طور متوسط نسبت به واحدهای تجاری با سود بالا بدبین بوده و همچنین، بی‌قاعدگی سودآوری برای سهامی که به وسیله تحلیل‌گران چسبنده حمایت می‌شوند قوی‌تر است. به علاوه بی‌قاعدگی سودآوری برای سهام با سودهای پایدارتر، قوی‌تر است.

در سال ۱۳۹۷ شمس‌الدینی و همکاران به بررسی تأثیر متغیرهای رفتاری اطمینان بیش از حد مدیریت، رفتار توده وار و گرایش احساسی سرمایه‌گذاران بر بازده سهام پرداختند. بدین منظور با استفاده از داده‌های مربوط به ۷۵ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره ۸ ساله ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۶ پرداختند. شاخص اطمینان بیش از حد مدیریت، رفتار توده‌وار سرمایه‌گذاران و گرایش احساسی سرمایه‌گذاران، محاسبه و تأثیر آنها بر بازده سهام مورد بررسی قرار گرفت و برای تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه‌ها از الگوی رگرسیون خطی چندگانه استفاده شده است. شواهد و نتایج تجربی حاکی از تأثیر معکوس متغیرهای رفتاری بر بازده سهام بوده است.

در سال ۱۳۹۰ بیتا مشایخی و مهدی محمدآبادی تحقیقی با عنوان رابطه مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی با کیفیت سود انجام دادند که در این تحقیق کیفیت اقلام تعهدی، پایداری سود و توان پیش‌بینی آن به عنوان معیارهای کیفیت سود و از دوگانگی مسئولیت‌ها، نسبت مدیران غیر موظف، هیئت مدیره و تعداد جلسات آن به عنوان شاخص‌های حاکمیت شرکتی انتخاب شدند. یافته‌های تحقیق حاکی از آن است که با بیشتر شدن تعداد جلسات هیات مدیره و افزایش حضور مدیران غیر موظف در آن، کیفیت (پایداری و توان پیش‌بینی) سود حسابداری افزایش یافته است. این در حالی است که بین تفکیک مسئولیت‌های مدیرعامل و رئیس هیات مدیره از یکدیگر و کیفیت (پایداری و توان

پیش‌بینی) سود رابطه معنی‌داری وجود ندارد، یافته‌های تحقیق حاکی از نبود رابطه معنی‌دار بین کیفیت ارقام تعهدی، به عنوان یکی از سنج‌های کیفیت سود، بامکانیزم‌های حاکمیت شرکتی مورد بررسی است. دستگیر و همکاران در سال ۱۳۹۴، رابطه کیفیت سود و بازده سهام را با استفاده از الگوی جرجینسن و همکاران ۲۰۱۲ مورد آزمون قرار دادند، و داده‌های گردآوری شده را با استفاده از روش رگرسیون مورد آزمون قرار دادند که نتایج حاصل از بررسی داده‌های ۷۸ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار، حاکی از رابطه مثبت و معنادار میان کیفیت سود و بازده سهام بود.

پژوهشی در سال ۱۳۹۵ توسط دیلمی و صفری گرایلی با عنوان بررسی رابطه کیفیت حاکمیت شرکتی و نوسان بازده سهام انجام گرفت. در این پژوهش که از یک شاخص جامع مشتمل بر سه طبقه کلی هیات مدیره، حقوق سهامداران و شفافیت اطلاعاتی برای سنجش کیفیت حاکمیت شرکتی برای آزمون مورد استفاده قرار گرفته است. در این پژوهش که با استفاده از ۹۶ نمونه انتخابی از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و در خلال سال‌های ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۳ که با استفاده از الگوی رگرسیون چند متغیره انجام گرفت حاکی از رابطه منفی نوسان بازده سهام شرکت‌ها با شاخص هیات مدیره و شاخص شفافیت اطلاعاتی بوده است.

شیری و همکاران در سال ۱۳۹۷ تحقیقی با عنوان تاثیر چسبندگی انتظارات مدیران بر رابطه بین بی‌قاعدگی پایداری سودآوری و همزمانی قیمت سهام انجام دادند. آنها در این پژوهش با استفاده از داده‌های ۱۷۸ شرکت برای دوره زمانی ۱۰ ساله در خلال سال‌های ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۵ و با استفاده از رگرسیون چند متغیره به بررسی این روابط پرداختند و نتایج به دست آمده حاکی از رابطه منفی و معنادار میان پایداری بازده سرمایه، بازده دارایی‌ها و جریان‌های نقدی با همزمانی قیمت سهام بود. همچنین میان پایداری سود ناخالص و همزمانی قیمت سهام رابطه مثبت و معنادار وجود داشت و نیز متغیر تعدیلگر چسبندگی انتظارات مدیران، رابطه پایداری بازده سرمایه، بازده دارایی‌ها، جریان‌های نقدی و سود ناخالص را با همزمانی قیمت سهام تقویت نمود.

در سال ۱۳۹۸، دریایی و فتاحی تحقیقی با عنوان اثر چسبندگی انتظارات مدیران بر مدیریت سود با تاکید بر نقش مدیران غیر موظف انجام دادند و با استفاده از داده‌های ۱۳۱ شرکت در خلال سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۶ با بهره‌گیری از رگرسیون به بررسی این رابطه پرداختند که نتایج حاکی از رابطه مثبت میان مدیریت سود چسبندگی انتظارات مدیران بود و متغیر تعدیلگر مدیران غیر موظف شدت رابطه را تعدیل نمود.

### ۳- فرضیه‌های پژوهش

فرضیه به عنوان حدس عالمانه در خصوص ارتباط میان متغیرها که به صورت جمله خبری بیان شده و قابل آزمون باشد معرفی گردیده که در برگزیده یک رابطه احتمالی بین متغیرهاست که به صورت گزاره قابل آزمون ارائه می‌شود. با توجه به مبانی نظری تحقیق که پیشتر گفته شد و نیز با توجه تحقیقات گذشته فرضیه‌های تحقیق به شرح زیر استخراج شدند:

- (۱) چسبندگی انتظارات مدیران با بازده سهام رابطه معنادار دارد.
- (۲) حاکمیت شرکتی قوی بر رابطه چسبندگی انتظارات مدیران و بازده سهام رابطه معنادار دارد.



#### ۴- روش‌شناسی پژوهش

تحقیق حاضر از جهت ماهیت و هدف کاربردی است. این پژوهش از نوع شبه تجربی و با استفاده از رویکرد پس‌رویدادی (از طریق اطلاعات گذشته) است. تحقیق حاضر به این جهت که بر روابط بین متغیرها تمرکز دارد از نوع تحقیقات همبستگی است، پس از بررسی مبانی نظری و پیشینه تحقیق، اطلاعات لازم جهت آزمون فرضیه با مراجعه به صورت‌های مالی حسابرسی شده و صورت‌های مالی پیش‌بینی شده فصلی شرکت‌ها و گزارشات شرکت‌ها و با مراجعه به به نرم‌افزارهای کتابخانه بورس و نیز سایت کدال گردآوری شده است. با استفاده از نرم‌افزار Excel اطلاعات پردازش و متغیرهای مورد نیاز جهت آزمون‌های آماری استخراج و در نهایت برای تجزیه و تحلیل آماری از نرم‌افزار Envies 9 استفاده شده است. جامعه آماری پژوهش شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای بازه زمانی ۱۳۹۰ الی ۱۳۹۶ است، انتخاب شرکت‌ها با رعایت محدودیت‌های زیر صورت گرفته است:

- ۱) به منظور همگن نمودن نمونه آماری در سال‌های مورد بررسی، قبل از سال ۱۳۹۰ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته‌شده باشند و طی سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۶ به‌طور پیوسته در بورس اوراق بهادار تهران فعالیت داشته باشند.
- ۲) شرکت‌های نمونه جزء بانک‌ها و مؤسسات مالی نباشند؛ زیرا افشای اطلاعات مالی و ساختارهای راهبردی شرکتی در آنها به دلیل ماهیت غیر تولیدی بودن متفاوت است.
- ۳) پایان سال مالی شرکت‌ها به دلیل افزایش قابلیت مقایسه و خنثی سازی شرایط حاکم بر ارزش شرکت‌ها در پایان سال شمسی، منتهی به پایان اسفندماه باشد.
- ۴) شرکت‌ها نباید توقف فعالیت داشته و دوره مالی خود را در طی این مدت تغییر داده باشند.
- ۵) داده‌های مورد نیاز در دسترس باشد.

سرانجام، با توجه به بررسی‌های انجام شده ۱۳۱ شرکت، با توجه به حداکثر اطلاعات موجود، انتخاب شدند

#### ۴-۱- مدل و متغیرهای تحقیق

برای آزمون فرضیه‌ها و وجود رابطه بین متغیرهای پژوهش از مدل رگرسیون خطی چندگانه استفاده شده است. در پژوهش حاضر متغیر چسبندگی انتظارات مدیران به عنوان متغیر مستقل بوده و متغیر بازده آتی سهام متغیر وابسته می‌باشد و همچنین متغیرهای اندازه شرکت و اهرم مالی نیز متغیرهای کنترلی مورد استفاده در تحقیق هستند، متغیر تعدیل کننده پژوهش نیز شاخص حاکمیت شرکتی می‌باشد. به منظور آزمون فرضیه اول از مدل ۱ و به منظور آزمون فرضیه‌های دوم، از مدل ۲ استفاده شده است:

مدل ۱

$$r_{f,t} = b_0 + b_1 \lambda_{f,t} + b_2 leverage_{f,t} + b_3 size_{f,t} + \epsilon$$

$r_{f,t}$ : بازده سهام محاسبه شده با استفاده از مدل فاما و فرنچ

$\lambda_{f,t}$ : ضریب چسبندگی انتظارات مدیران واحد تجاری  $f$  در سال  $t$  می‌باشد.

$leverage_{f,t}$ : نسبت اهرمی

$size_{f,t}$ : اندازه واحد تجاری

مدل ۲

$$r_{f,t} = b_0 + b_1 \lambda_{f,t} + b_2 Dhigh * \lambda_{f,t} + b_3 leverage_{f,t} + b_4 size_{f,t} + \epsilon$$

$Dhigh$  متغیر مجاری مربوط به شرکت  $f$  در دوره  $t$  که برای شرکت‌های دارای حاکمیت شرکتی قوی برابر یک و برای شرکت‌های دارای حاکمیت شرکتی ضعیف برابر صفر است.

## ۲-۴- نحوه اندازه‌گیری متغیرها

متغیر وابسته

$r_{f,t}$ : بازده سهام است که با استفاده از مدل سه عاملی فاما و فرنچ محاسبه شده است.

مدل سه عاملی فاما و فرنچ: فاما و فرنچ با استفاده از مدل قیمت‌گذاری دارایی سرمایه‌ای، مدل ۳ را استخراج نمودند:

مدل ۳

$$R_{i,t} - R_{f,t} = b_0 + B_{i,MKT}(R_{MKT} - R_{f,t}) + B_{i,SMB}SMB_t + B_{i,HML}HML_t + \epsilon$$

$SMB_t$ : عامل اندازه‌ی شرکت می‌باشد که پس از رتبه‌بندی شرکت‌ها برحسب اندازه، از تفاوت بین میانگین ساده بازده سبد ساخته شده شرکت‌های بزرگتر از میانه (S/L, S/M, S/H) و میانگین ساده بازده سبد ساخته شده شرکت‌های کوچکتر از میانه (B/L, B/M, B/H) در هر ماه به دست آمده است. عامل ارزش دفتری به ارزش بازار شرکت در سال  $t$  که از تفاوت بین متوسط بازده دو سبد ۳۰٪ بالا (S/H و B/H) و متوسط بازده دو ۳۰٪ پایین (S/L و B/L) در هر ماه آمده است (قربانی و خطیری، ۱۳۹۳). به این ترتیب پس از تشکیل سبد مورد نظر عامل‌های SMB و HML بر اساس مدل ۴ محاسبه می‌شود:

مدل ۴

$$SMB = (SH + SM + SL)/3 - (BH + BM + BL)/3$$

$$HML = (SH + BH)/2 - (SL + BL)/2$$

- $S/L$ : شرکت‌هایی که از نظر اندازه کوچک هستند و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار آنها پایین است.
- $S/M$ : شرکت‌هایی که از نظر اندازه کوچک هستند و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار آنها متوسط است.
- $S/H$ : شرکت‌هایی که از نظر اندازه کوچک هستند و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار آنها بالا است.
- $B/L$ : شرکت‌هایی که از نظر اندازه بزرگ هستند و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار آنها پایین است.
- $B/M$ : شرکت‌هایی که از نظر اندازه بزرگ هستند و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار آنها متوسط است.
- $B/H$ : شرکت‌هایی که از نظر اندازه بزرگ هستند و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار آنها بالا است.

لازم به ذکر است که دسته بندی شرکتها در سبدها برای تمامی متغیرها به صورت سالانه بوده اما محاسبه بازده این شرکتها به صورت ماهانه انجام گرفته است. همچنین محاسبات مربوط به بازده هر سبد در سال  $t$  بر اساس سبد بندی انجام شده در سال  $t-1$  انجام پذیرفته است (کیمیاگری و همکاران، ۱۳۸۶).

### ۳-۴- متغیر مستقل

متغیر چسبندگی انتظارات مدیران، متغیر مستقل این پژوهش می باشد و تاثیر آن بر بازده آتی سهام سنحیده می شود که  $\lambda_{f,t}$  نمایانگر ضریب چسبندگی انتظارات مدیران است که با استفاده از مدل ۵ به دست می آید.

مدل ۵

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

که:  $(EPS_{f,k} - F_t EPS_{f,k})/P_{f,k-1}$  خطای سود پیش بینی شده هر سهم واحد تجاری  $f$  در سال  $t$ ،  $EPS_{f,k}$ ، سود واقعی هر سهم واحد تجاری  $f$  در پایان سال  $k$  است.  $F_t EPS_{f,k}$ ، سود پیش بینی شده هر سهم واحد تجاری  $f$  در پایان شش ماهه دوم سال مالی  $k$  است.  $P_{f,k-1}$ ، 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 پیش بینی سود هر سهم،  $F_t EPS_{f,k}$ ، سود هر سهم واحد تجاری  $f$  برای سال  $k$  در زمان  $t$  (پایان شش ماهه دوم سال  $k$ ) است. در این جا منظور از  $t$  مبدأ پیش بینی آتی سود هر سهم است،  $F_{t-1} EPS_{f,k}$ ، سود پیش بینی شده هر سهم واحد تجاری  $f$  برای سال  $k$  در زمان  $t-1$  (ابتدای سال  $k$ ) است. ضریب  $b$  به عنوان عملگر (عامل، نماینده) پارامتر چسبندگی تفسیر می شود، که بر اساس مدل ۶ تبدیل به ضریب چسبندگی می شود:

مدل ۶

$$\lambda = \frac{b}{(1+b)}$$

پس از محاسبه خطای پیش بینی و تجدیدنظر در پیش بینی، برای اجرای مدل ۵ و استخراج ضریب  $b$  و سپس ضریب چسبندگی  $\lambda$ ، در هر سال از دوره های مورد بررسی پژوهش، شرکتها در داخل گروه های بیست تایی (هر سال به نه گروه بیست تایی گروه بندی می شود) قرار می گیرند و ضرایب چسبندگی در هر یک از این گروهها محاسبه می شود.

برای آزمون فرضیه ها و وجود رابطه بین متغیرهای تحقیق از مدل رگرسیون خطی چندگانه استفاده می شود.

## ۴-۴- متغیر مداخله گر

متغیر مجازی حاکمیت شرکتی به عنوان متغیر مداخله‌گر است، برای شرکت‌هایی که دارای حاکمیت شرکتی قوی هستند مقدار آن یک و برای شرکت‌های با حاکمیت ضعیف مقدار آن صفر است. به طور کلی این امکان وجود دارد که سرمایه‌گذاران حاکمیت شرکتی را به صورت یک طیف در نظر بگیرند آنها معمولاً شرکت‌ها را به صورتی در نظر می‌گیرند که شرکت‌ها حاکمیت شرکتی قوی و یا حاکمیت شرکتی ضعیف دارند. برای این منظور شرکت‌ها بر اساس شاخص حاکمیت شرکتی به چهار چارک تقسیم می‌شوند، شرکت‌هایی که در چهارک اول قرار می‌گیرند به عنوان حاکمیت شرکتی ضعیف و شرکت‌هایی که در چارک چهارم قرار دارند به عنوان حاکمیت شرکتی قوی طبقه بندی می‌شوند، به این ترتیب فقط شرکت‌های موجود در چارک اول و چهارم مورد مطالعه قرار می‌گیرند (هوانگ و یون، ۱۹۸۱).

## تعریف عملیاتی متغیرهای شاخص تاپسیس :

**نقش دوگانه مدیر:** اگر مدیر عامل رئیس هیات مدیره نیز باشد به این وضعیت دوگانگی وظیفه مدیر عامل اطلاق می‌گردد. در این پژوهش دوگانگی به صورت یک متغیر مجازی تعریف شده است که در آن برای شرکت‌هایی که مدیر عامل رئیس هیات مدیره است مقدار این معیار صفر و برای شرکت‌هایی که مدیر عامل رئیس هیات مدیره نیست، عدد این معیار از حاکمیت شرکتی یک در نظر گرفته شده است.

**سهامداران نهادی:** منظور درصدی از سهام یک شرکت سهامی است که متعلق به بانک‌ها، بیمه‌ها، نهادهای مالی، شرکت‌های هلدینگ، سازمان‌ها و نهادها و شرکت‌های دولتی می‌باشد.

**تمرکز مالکیت:** برابر با مجموع مجذور درصد مالکیت سهامداران عمده مالک بیش از ۲۰ درصد سهام شرکت است.

**تعداد اعضای کمیته حسابرسی:** تعداد اعضای عضو کمیته حسابرسی (متشکل از مدیران غیر موظف)

**تعداد جلسات هیات مدیره:** تعداد جلسات برگزار شده هیات مدیره طی سال می‌باشد.

**اندازه هیات مدیره:** منظور تعداد اعضای هیات مدیره است.

## ۴-۵- متغیر کنترل

متغیرهای کنترلی این پژوهش اندازه و اهرم مالی است که تعاریف عملیاتی آنها به شرح زیر است:

$size_{f,t}$ : اندازه واحد تجاری می‌باشد از لگاریتم جمع دارایی‌های واحد تجاری در پایان سال حاصل می‌شود.

$leverage_{f,t}$ : نسبت اهرمی می‌باشد که از تقسیم جمع بدهی‌ها بر جمع دارایی‌ها به دست می‌آید.

## ۵- یافته‌های پژوهش

پیش از آزمون فرضیه‌ها در هر پژوهشی، لازم است آماره‌های توصیفی متغیرهای به کار رفته، محاسبه و تفسیر شوند. آماره‌های توصیفی اعدادی هستند که به منظور بیان کمی توزیع اندازه‌ها در کل نمونه‌ی قابل مشاهده به کار می‌روند. 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 و تعدیگر در جدول ۱ ارائه شده است:

جدول ۱- آمار توصیفی متغیرها

نام متغیر	معیارهای تمرکز			معیار پراکندگی	
	میانگین	ماکزیمم	مینیمم	انحراف معیار	چولگی
چسبندگی انتظارات مدیران	۰/۱۲۸۷	۰/۷۸	-۰/۰۸۳	۰/۳۶۱۸	-۰/۵۸۵
بازده آتی سهام	۷/۲۶۸	۸/۳۳	۶/۰۵	۰/۴۲۷	-۰/۴۸۸
اهرم مالی	۰/۶۰۴	۰/۷۲۰	۰/۴۷	۰/۵۶۹۵	-۰/۳۰۲
اندازه	۶/۰۸	۷/۹۴	۵/۵	۰/۶۹	۱/۵۵۹
درصد مدیران غیر موظف	۰/۵۷	۱	۰/۱۴	۰/۱۹	۰/۴۹۵
درصد سهامداران نهادی	۰/۵۸	۰/۸۳	۰	۰/۳۱	۰/۲۰۱
نقش دو گانه مدیر	۰/۳۵	۱	۰	۰/۴۹	۱/۱۲۹
تمرکز مالکیت	۰/۴۱	۰/۸۹	۰/۳۹	۰/۱۹	۰/۶۲۳
تعداد اعضای کمیته حسابرسی	۳/۳۴	۵	۳	۰/۴۷۲۳	۳/۴۵
تعداد جلسات هیات مدیره	۸/۲۷	۱۲	۶	۰/۵۹	-۰/۹۵۱
اندازه هیات مدیره	۵/۱۸	۷	۳	۰/۱۹	۱/۲۱
شاخص رتبه حاکمیت شرکتی	۰/۴۷	۰/۸۳	۰/۱۴	۰/۱۸	۰/۰۹

با توجه به اطلاعات ارائه شده در جدول شماره ۱ می‌توان گفت، متغیر چسبندگی انتظارات مدیران دارای میانگین ۰/۱۲۸۷، مینیمم -۰/۰۸۳، ماکزیمم ۰/۷۸ و انحراف معیار ۰/۳۶ می‌باشد. نتایج مزبور نشان می‌دهد که مدیران شرکت‌های نمونه پژوهش حاضر، به طور متوسط در پیش‌بینی‌های خود ۰/۱۲۸۷ از اعتقادات گذشته و به طور متوسط به میزان ۰/۸۷۱۳ اطلاعات جدید را در تصمیم‌گیری‌های خود وارد می‌کنند. همچنین، متغیر وابسته تحقیق، بازده سهام با استفاده از مدل سه عاملی فاما و فرنچ است که به ترتیب دارای میانگین ۷/۲۳، مینیمم ۶/۰۵، ماکزیمم ۸/۳۳ و انحراف معیار، ۰/۴۳ می‌باشد. انحراف معیار متغیرها میزان پراکندگی داده‌ها را حول میانگین نشان می‌دهد.

آزمون جارجیو برا نیز جهت بررسی نرمال بودن توزیع داده‌های مربوط به هر متغیر به منظور به کارگیری آزمون‌های پارامتریک اجرا شده است که نتایج بدست آمده حاکی از نرمال بودن توزیع داده‌ها می‌باشد، که البته

اجرای این آزمون ضرورتی نداشته است زیرا طبق قضیه حد مرکزی حتی با فرض نرمال نبودن توزیع داده‌ها در صورت بزرگ بودن تعداد مشاهدات (تعداد داده‌ها بالای ۳۰ عدد باشد، داده‌های بزرگ نامیده می‌شود) توزیع داده‌ها به نرمال نزدیک می‌شود و حتی اگر جامعه نرمال نباشد، می‌توان از آمارهای پارامتریک استفاده نمود. ماکزیمم، مینیمم، میانگین و انحراف معیار متغیرهای مداخله‌گر تشکیل دهنده شاخص حاکمیت شرکتی، شاخص حاکمیت شرکتی (CG) و همچنین متغیرهای کنترلی اندازه شرکت و اهرم مالی در جدول ۱ ارائه شده است. در این مرحله از پژوهش، برای آزمون فرضیات با توجه به این موضوع که نتایج آزمون هاسمن در سطح خطای ۵ درصد، ۰/۰۴۸ بوده یعنی کمتر از ۵ درصد است باید از مدل اثرات ثابت استفاده نمود که نتیجه آزمون هاسمن در جدول ۲ ارائه شده است.

$$\begin{cases} H_0: & \text{مدل با اثرات تصادفی مناسب} \\ H_1: & \text{است مدل با اثرات ثابت مناسب} \end{cases}$$

نست

جدول (۲) آزمون هاسمن برای تعیین مدل اثرات ثابت یا تصادفی

نتیجه آزمون	سطح معناداری	آماره کای اسکوئر	فرضیه صفر
فرضیه صفر رد می‌شود	۰/۰۴۸	۲.۱۶	استفاده از مدل اثرات تصادفی

نتیجه آزمون فرضیه اول با استفاده از مدل اثرات ثابت و روش حداقل مربعات تعمیم یافته برآوردی در جدول ۳ ارائه شده است.

جدول ۳. نتایج آزمون فرضیه اول

متغیر	علائم اختصاری متغیر	ضرایب	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری	VIF
ضریب ثابت	B	۰/۷	۰/۳۳۹	۲/۰۶۴	۰/۰۶۸	
چسبندگی انتظار مدیران	$\lambda$	۰/۲۹۴	۰/۳۴۵۹	۱/۰۲۷	۰/۰۴۸	۱/۲۳
اندازه شرکت	Size	۰/۳۷۲	۰/۱۸۸	۲/۰۵۹	۰/۰۶۵	۱/۷۸
اهرم مالی	Leverage	۰/۲۵۳	۱/۹۰۸	۰/۱۳۲	۰/۰۰۱	۲/۱
آماره F	۶/۵۲۱	ضریب تعیین تعدیل شده			۰/۵۳۴۲	۲/۷۹
احتمال آماره F	۰/۰۰۰	آماره دوربین-واتسون			۲/۰۲۰۲	

که ضریب تعیین تعدیل شده ۰/۵۳۴ نشان می‌دهد که ۵۳/۴ درصد از تغییرات متغیر وابسته (بازده سهام) به وسیله‌ی متغیرهای مستقل و کنترلی ارائه شده در مدل توضیح داده شده است. علاوه بر این، به دلیل این که آماره‌ی دوربین واتسون ۲/۰۲ بوده است یعنی در بازه ۱.۵ تا ۲.۵ قرار دارد، مدل خودهمبستگی ندارد. همچنین، نتایج جدول ۳

نشان می‌دهد چسبندگی انتظارات مدیران با سطح معناداری ۰/۰۴۸ و ضریب ۰/۲۹۴ و مقدار آماره ۱/۰۲ با بازده رابطه مثبت و معناداری دارد. بنابراین، فرضیه اول در سطح خطای ۵ درصد پذیرفته می‌شود.

جدول ۴. نتایج آزمون فرضیه دوم پژوهش

$$r_{i,t} = b_0 + b_1 \lambda_{f,t} + b_2 \lambda_{f,t} bDhigh_{f,t} + b_3 leverage_{f,t} + b_4 size_{f,t} + \epsilon$$

متغیر	علائم اختصاری متغیر	ضرایب	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری	VIF
ضریب ثابت	B	-۰/۹۶	۰/۲۲۳	۴/۱۲	۰/۰۶۸	
چسبندگی انتظار مدیران	$\lambda$	۰/۱۳	۰/۳۸	۰/۳۴۲	۰/۰۳۹	۱/۷۹۳
شاخص حاکمیت شرکتی $\times$ ضریب چسبندگی مدیران	$\lambda \times Dhigh$	۰/۱۹۵	۰/۹	۰/۲۱۶	۰/۰۴۷۳	۱/۱۵۴
اهرم مالی	leverage	-۰/۲۰۳	۰/۶۵۳	-۰/۳۱	۰/۰۳۸	۱/۲۱
اندازه شرکت	size	۰/۵۱	۰/۳۴۷	۱/۴۶۹	۰/۰۴۰	۲/۳۴۱
آماره F	۷/۳۲۹	ضریب تعیین تعدیل شده			۰/۴۷۹	
احتمال آماره F	۰/۰۰۰	آماره دوربین-واتسون			۲/۱۳۵	

نتایج حاصل از تجزیه آزمون فرضیه دوم در جدول ۴ ارائه شده است. با توجه به اینکه سطح معناداری متغیر تعدیل‌گر ۰/۰۴۷ و ضریب متغیر یاد شده ۰/۱۹۵ می‌باشد می‌توان گفت متغیر تعدیل‌گر حاکمیت شرکتی قوی بر رابطه مذکور تاثیر معنادار داشته و شدت رابطه میان دو متغیر در حضور حاکمیت شرکتی قوی کاهش یافته و مدیران با دقت بیشتر و وابستگی کمتر به اطلاعات گذشته اقدام به افشای اطلاعات می‌نمایند یعنی در حضور مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی قوی رابطه چسبندگی انتظارات مدیران و بازده آتی سهام کاهش می‌یابد و به این ترتیب فرض معناداری حضور مکانیزم‌های قوی حاکمیت شرکتی بر این رابطه تایید شده و با وجود حاکمیت شرکتی قوی مدیران در ارائه اطلاعات سعی در به روزرسانی اطلاعات نموده و اطلاعات با جانبداری کمتر ارائه شده و به این ترتیب سهامداران و سایر استفاده‌کنندگان در تصمیم‌گیری‌های خود با اطلاعات هموار شده مواجه نبوده و با دقت بیشتری اقدام به پیش‌بینی بازده آتی سهام می‌نمایند. همچنین از آنجا که مقدار احتمال مربوط به آماره F برابر با ۰/۰۰۰ است، در سطح اطمینان ۹۹ درصد معناداری کل 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.

#### ۶- نتیجه‌گیری

هدف از انجام پژوهش، ارزیابی مدل رفتاری مدیران در پیش‌بینی سودهای آینده واحد تجاری و تاثیر آن در بازده سهام است. در حقیقت با توجه به تحقیقات پیشین می‌توان گفت که سرمایه‌گذاران و استفاده‌کنندگان از اطلاعات ارائه شده توسط مدیران و نیز سایر منابع جهت پیش‌بینی بازده آتی سهام و انجام تصمیمات مربوط به سرمایه‌گذاری

اقدام می‌نمایند. نوع نگرش مدیران به آینده و برداشتهای متفاوت آنان از شرایط آینده و میزان انعطاف پذیری آنان و همچنین ارائه اطلاعات جدید و پیش‌بینی‌های سودهای آتی توسط مدیران باعث می‌شود تا سرمایه‌گذاران تنها با تکیه بر اطلاعات پیش‌بینی سود توسط مدیران و بدون توجه به ویژگی رفتاری مدیران و ثبات رفتاری آنها، نتوانند تصمیم‌های سرمایه‌گذاری مناسبی را اخذ نمایند. سرمایه‌گذاران و سایر استفاده‌کنندگان به خطاهای رفتاری و شناختی مدیران توجه ننموده و در تصمیمات خود صرف نظر از این خطاهای رفتاری مبادرت به سرمایه‌گذاری و تخصیص منابع نموده که می‌تواند عاملی در برآورد خوش‌بینانه بازده آتی سهام توسط سرمایه‌گذاران بوده است. در نتیجه، هدف کلی این تحقیق سنجش میزان چسبندگی انتظارات مدیران در شرکت‌های مختلف و سپس تاثیر آن بر بازده آتی سهام مورد بررسی بود و سپس نقش کنترلی و نظارتی مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی بر رفتار و احساسات مدیران به عنوان متغیر مداخله‌گر بر این رابطه مورد آزمون قرار گرفت، تا مشخص شود که آیا مکانیزم‌های قوی حاکمیت شرکتی عاملی در جهت تقلیل خطای شناختی مدیران و در نتیجه اثر کاهشی بر رابطه چسبندگی انتظارات مدیران و بازده آتی سهام وجود دارد.

برای نیل به این اهداف ابتدا متغیر مستقل چسبندگی انتظارات مدیران، با استفاده از مدل (کوی بین و گوردنیچنکو، 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 بازده سهام بر اساس مدل سه عاملی فاما و فرنچ سنجیده شد که نتایج تحقیق حاکی از یک رابطه مثبت و معنادار بود که این نوع رابطه در تحقیق جین فیلیپس نیز حاصل شده و نتایج تحقیق حاضر با تحقیق مذکور تطابق دارد، و در فرضیه دوم نیز نقش حاکمیت شرکتی قوی در شرکت‌های نمونه بر این رابطه مورد نقد و بررسی قرار گرفت. با توجه به مطالبی که پیشتر نیز مطرح گردید وجود پیش‌بینی پذیری بازده سهام یک مفهوم بنیادی در ادبیات قیمت‌گذاری دارایی است، علاوه بر بتاهای بازار چند ویژگی مربوط به سطح سهام، به طور با اهمیتی بازده‌های آتی سهام را پیش‌بینی می‌کنند. ویژگی‌های رفتاری مدیران همواره از عوامل موثر بر پیش‌بینی بازده‌های آتی سهام بوده است، که سرمایه‌گذاران در هنگام تصمیم‌گیری‌های خود به درستی به آنها دقت ننموده و سبب اخذ تصمیمات ناصحیح می‌شود که خود عاملی در عدم کسب بازدهی مناسب در آینده می‌شود. از جمله مواردی که سرمایه‌گذاران ممکن است در تصمیم‌گیری خود به آن توجه نمایند یک سوگیری شناختی مدیران به نام چسبندگی انتظارات مدیران است که دلالت به چسبندگی مدیران به اطلاعات گذشته خود و عدم به روز نمودن و افشای کامل اطلاعات جدید دارد. این موضوع سبب می‌شود که اطلاعات ارائه و افشا شده گویای تمام اطلاعات موجود نبوده و بخشی در حقیقت اطلاعات چسبنده مدیران است که به روز نشده است و این عامل سبب می‌شود اطلاعات افشا شده مشتمل بر اطلاعات دارای ثبات و هموار بوده و همین عاملی شود که سرمایه‌گذاران شرایط موجود را مناسب و ایده‌آل تصور و بازده آتی سهام را بیش از واقع پیش‌بینی کنند. نتایج پژوهش حاکی از رابطه معنادار و مثبت میان دو متغیر چسبندگی انتظارات مدیران و بازده آتی سهام بود یعنی می‌توان اینگونه استنباط نمود که در شرکتهایی با مدیرانی که چسبندگی بیشتری به اطلاعات داشته‌اند در حقیقت مدیران در پیش‌بینی و افشای اطلاعات مربوط به سود هر سهم به اطلاعات گذشته چسبندگی داشته و تمامی اطلاعات جدید را در پیش‌بینی‌ها لحاظ ننموده و به بخشی از این اطلاعات چسبندگی



داشته و تنها بخشی از اطلاعات به روز را در پیش‌بینی‌های سود خود دخیل نموده و به این ترتیب اطلاعات هموار و پایداری را ارائه می‌نمایند که این مسئله سبب گمراهی و تصمیمات اشتباه و خوش‌بینانه توسط سرمایه‌گذاران شده و سرمایه‌گذاران در پیش‌بینی‌های خود با استفاده از این اطلاعات بازده آتی سهام این شرکت‌ها را بیش از واقع برآورد می‌کنند. در فرضیه دوم نیز تاثیر شاخص حاکمیت شرکتی بر رابطه چسبندگی انتظارات مدیران و بازده آتی سهام مورد آزمون قرار گرفت که نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ها حاکی از تاثیر معنادار شاخص حاکمیت شرکتی قوی بر این رابطه و کاهش شدت رابطه میان این دو متغیر بود یعنی در شرکت‌های با حاکمیت شرکتی قوی به واسطه نقش نظارتی مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی بر مدیران، آنها در ارائه اطلاعات دقت بیشتری نموده و تا حدودی از خطاها و سوگیری‌های رفتاری خود دست می‌کشند و اطلاعات کامل‌تر و واقعی‌تر ارائه می‌کنند و به این ترتیب بر مبنای چنین اطلاعاتی سرمایه‌گذاران بازده آتی سهام را با دقت بیشتری برآورد نموده می‌نمایند، یعنی وجود مکانیزم‌های قوی حاکمیت شرکتی رابطه مثبت دو متغیر را تقلیل و زمینه‌ساز تصمیماتی مناسبی توسط سرمایه‌گذاران می‌شوند.

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 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 اعلام سودهایی می‌شود که کیفیت پایین داشته که باید به درستی در تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاران گنجانده شود. با توجه به نتایج حاصله از این تحقیق که با نتایج تحقیق شیری و همکاران (۱۳۹۷) و نیز دریایی و فتاحی (۱۳۹۸) همراستا است به سرمایه‌گذاران توصیه می‌شود که در هنگام سرمایه‌گذاری صرفاً به میزان سودهای پیش‌بینی شده مدیران و اطلاعات اعلامی از سوی آنها دقت نکرده و سرمایه‌گذاری خود را با در نظر گرفتن این خطای شناختی مدیران و چسبندگی آنها به اطلاعات افشا شده اخذ نمایند تا مانع از اتلاف منابع و سرمایه‌گذاری‌های غیر بهینه شوند. همچنین به سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان توصیه می‌شود همواره وجود یا عدم وجود مکانیزم‌های قوی حاکمیت شرکتی را در در اخذ تصمیمات خود مورد توجه قرار دهند. پیشنهاد می‌شود با توجه به اینکه این پژوهش با استفاده از اطاعات سود پیش‌بینی و به منظور محاسبه چسبندگی انتظارات مدیران و نوع رابطه آن با بازده سهام استفاده شده است، به کمک استفاده از اجماع تحلیلگران چسبندگی انتظارات تحلیلگران محاسبه شده و رابطه چسبندگی انتظارات تحلیلگران و بازده، کیفیت مورد آزمون مجدد قرار گیرد.

## فهرست منابع

- \* امیرآزاد، میرحافظ؛ زینالی، مهدی؛ شاهی، رضا. (۱۳۹۳). بررسی تاثیر مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی بر گزینش اظهار نظر حسابرس، تحقیقات حسابداری و حسابرسی، سال چهاردهم (۷)، صص ۶۵-۸۸.
- \* بدری، احمد. (۱۳۹۴). دانش مالی رفتاری و مدیریت دارایی، چاپ دوم، تهران: انتشارات کیهان.

- \* بادآور نهندي، یونس؛ زینالی، مهدی؛ نیکویان، الهه. (۱۳۹۵). تاثیر ساز و کارهای حاکمیت شرکتی بر کارایی اطلاعاتی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، *دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت*، سال پنجم (۱۹)، صص ۱۶-۱.
- \* دستگیر، محسن؛ گوگردچیان، احمد؛ آدمیت، ستاره. (۱۳۹۴). رابطه بین کیفیت سود (پراکندگی سود) و بازده سهام، *پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی*، سال ۷، (۲۶)، صص ۳۷-۲۱.
- \* دادرسی، کیوان؛ طلوعی اشقلی، عباس؛ رادفر، رضا. (۱۳۹۷). نقش مالی رفتاری در درک رفتار سرمایه‌گذاران فردی، *فصلنامه علمی و پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری*، سال هفتم (۲۸)، صص ۱۰۱-۸۳.
- \* دیدار، حمزه و بیگی، خدیجه. (۱۳۹۷). بررسی تاثیر کیفیت حاکمیت شرکتی بر رابطه بین ساختار سرمایه و مازاد بازده در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، دوره ۲۴ (۲)، ۱۹۷-۲۲۰.
- \* دیلمی، صفیه؛ صفری گرایلی، مهدی. (۱۳۹۵). بررسی رابطه کیفیت حاکمیت شرکتی و نوسان بازده سهام، *پژوهش‌های تجربی حسابداری*، دوره ۱۶ (۱)، صص ۱۳۶-۱۱۵.
- \* دریایی، عباسعلی؛ فتاحی، یاسین. (۱۳۹۸). اثر چسبندگی انتظارات مدیران بر مدیریت سود با تاکید بر نقش مدیران غیر موظف، *دانش حسابداری مالی*، دوره ۶ (۲)، صص ۱۳۳-۱۱۳.
- \* رمضان احمدی، محمد؛ قلمبر، محمد حسین؛ درسه، سید صابر. (۱۳۹۸). بررسی تاثیر معیارهای اعتماد بیش از حد مدیران ارشد بر خطر سقوط آتی قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، *پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی*، سال ۱۱، (۴۱)، صص ۱۲۳-۹۳.
- \* رهنمای رودپشتی، فریدون؛ هیبتي، فرشاد؛ طالب‌نیا، قدرت‌الله؛ نبوی‌چاشمی، سیدعلی. (۱۳۹۱). ارائه الگوی سنجش تاثیر مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی بر مدیریت سود در بورس اوراق بهادار تهران، *فصلنامه حسابداری مدیریت*، سال ۵، (۱۲)، صص ۱۱۰-۷۹.
- \* سپاسی، سحر و حسنی، حسن. (۱۳۹۵). رابطه باورهای دینی مدیران با رفتار مدیریت سود، *دو فصلنامه حسابداری/ارزشی و رفتاری*، سال اول، (۲)، ۴۰-۱۷.
- \* شیرینی، یحیی؛ سجادی، حسین؛ واعظ، سیدعلی. (۱۳۹۷). تاثیر چسبندگی انتظارات مدیران بر رابطه بین بی‌قاعدگی پایداری سودآوری و همزمانی قیمت سهام، *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، دوره ۲۵، (۳)، صص ۳۶۷-۳۸۶.
- \* شمس‌الدینی، کاظم؛ دانشی، وحید؛ سیدی، فاطمه. (۱۳۹۷). بررسی تاثیر رفتار سرمایه‌گذاران و مدیریت بر بازدهی سهام، *دانش حسابداری*، دوره نهم (۲)، صص ۱۸۹-۱۶۳.
- \* قربانی، بهزاد و خطیری، محمد. (۱۳۹۳). روند بازده غیر متعارف سهام، *فصلنامه حسابداری مالی*، سال ۶ (۲۱)، صص ۱۲۸-۱۱۰.
- \* کیمیایگری، علی محمد؛ اسلامی بیدگلی، غلامرضا؛ اسکندری، مهدی. (۱۳۸۶). بررسی رابطه بین ریسک و بازده در بورس تهران بر اساس مدل سه عاملی فاما و فرنچ، *تحقیقات مالی*، (۲۳)۹، صص ۸۲-۶۱.

- \* مشایخی، بیتا و محمدآبادی، مهدی. (۱۳۹۰). رابطه مکانیزمهای حاکمیت شرکتی با کیفیت سود، پژوهش‌های حسابداری مالی، سال سوم (۲)، صص ۱۷-۳۲.
- \* هادیان، ریحانه؛ هاشمی، سید عباس؛ صمدی، سعید. (۱۳۹۶). ارزیابی تاثیر عامل محدودیت مالی بر توان تبیین بازده سهام توسط مدل‌های سه عاملی فاما و فرنچ، چهار عاملی کارهارت و پنج عاملی فاما و فرنچ، فصلنامه حسابداری مالی، سال ۹ (۳۴)، صص ۱-۳۴.
- \* 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.
- \* Calvo, G. A. (1983), "Staggered Prices in a Utility Maximizing Framework", *Journal of Monetary Economics*, XII (1983), 383-398.
- \* 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*.
- \* Fama, E. F., and French, K. R. (1992a). The Cross-Section of Expected Stock Returns, *Journal of Finance*, 47, pp. 427-465.
- \* Fama, E. F. and French, K. R. (1993). Common risk factor in the returns on stocks and bonds, *Journal of Finance*, 33, pp. 3-56.
- \* Gennaioli, N., Yueran, M. & Shleifer, A. (2015). Expectations and Investment.
- \* Mankiw, G. & Reis, R. (2006). Pervasive Stickiness. *American Economic Review*, 96 (2), 164-169.
- \* Hwang, ching and sun, Yoon kwang (1981). Multiple Attribute Decision Making, *Berlin: Springer varlag. Management science*, Article in press.
- \* Maher, M., Andersson, T. (2000). "Corporate Governance: Effects on Firm Performance and Economic Growth", OECD working paper,
- \* McNulty, T., Zattoni, A. & Douglas, T. (2013). Developing Corporate Governance Research through Qualitative Methods: A Review of Previous Studies, *Corporate Governance: An International Review*, 21(2), 183- 198.
- \* Stattman, D. (1980). Book value and stock returns, *The Chicago MBA: A Journal of Selection Papers*, 4, pp. 25-45.
- \* Rowl, B. and Pasaribu, F. (2010). "Asset Pricing Model Selection, *Journal Akuntansi & Manajemen*, 21 (3): 217-230.

## **The Relationship between Managers ' Expectations Stickiness and Future Stock Returns Considering Corporate Governance Ratings**

**Nahid mohammadi**

Ph.D. student of Bahonar University of Kerman  
Na.Mohamadi1392@gmail.com

**Mehdi bahar moghadam**

Associate Professor of Bahonar university of Kerman- Corresponding Author  
M.bahar330@gmail.com

**Omid pourheidary**

Professor of Bahonar university of Kerman  
o.pourheidari@uk.ac.ir

### **Abstract**

Forecasting the rate of return is one of the most important issues in financial markets, the information provided by managers help to investors in making their decisions. Managers' biases corrupt information correctly.

The purpose of this study is to investigate the role of corporate governance in reducing the effect of managers' expectations stickiness on future stock returns. Using TOPSIS, an index was created to rank the sample companies based on corporate governance during the years 2011 to 2017. The index consists of 7 criteria: dual role of manager, institutional shareholders, ownership focus, and number of audit committee members, number of board meetings, and percentage of managers Non-mandatory and the size of the board. To calculate the future return on stocks, the three-factor model of Fama and Farang has been used. The results using the data of 110 companies listed on the stock exchange and using multivariate regression show that the relationship between the stickiness of managers' expectations and future stock returns is + 0.294, ie the relationship between the two is positive and with a significance level of 0.048 at the 95% confidence level, it is significant. In other words, managers' adherence to information has caused uniformity of information to shareholders and shareholders to consider the company's situation stable and predict more stock returns, ie a positive and significant relationship between managers' expectations stickiness and future stock returns. There is, but in companies with strong corporate governance, the relationship between the two variables is +195.19 and according to the significance level of 0.0473 at the confidence level of 0.95% is positive and significant, this means that in companies with strong corporate governance, the relationship is also positive. The correlation between managers' expectations and future stock returns is positive and significant, but the intensity of the relationship decreases in this case. The future return of stocks in companies with sticky managers due to sticking to past information and providing uniform information causes the future return of stocks to be optimistic and this leads to inappropriate decisions by investors and inappropriate allocation of resources, but in companies with strong corporate governance due to role Supervision and control have caused managers to act more carefully and with less bias, and help users to more accurately predict returns and lead to the optimal allocation of resources and the prosperity of capital markets.

**Keywords:** Managers' expectations stickiness, Corporate Governance Mechanisms, Fama and French Three-Factor Model.