Empirical Studies in Financial Accounting Quarterly
Vol. 19, No.73, Spring 2022
qjma.atu.ac.ir
DOI: 10.22054/qjma.2021.49198.2108

ATU PRESS

Original Research
Accepted: 05 December 2021
Received: 15 January 2020
eISSN: 2519-2538
ISSN: 0166-2821

The Impact of Corporate Governance Mechanisms on the Relationship between Managers ' Expectations Stickiness & Future Stock Returns

Nahid Mohamadi — Ph.D. Student in Accounting, Shahid Bahonar University, Kerman, Iran.

Mehdi Bahar Moghadam * — Associate Professor of Accounting, Shahid Bahonar University, Kerman, Iran.

Omid Pourheidary — Professor of Accounting, Shahid Bahonar University, Kerman, Iran.

Abstract

Predicting stock return rates and securities pricing is one of the most important issues in financial markets. The information provided by managers in corporate financial statements helps investors make optimal decisions. The value of this information depends on its accuracy and correctness, and managers' biases distort the information and lead to incorrect predictions and, in turn, wrong decisions. Corporate governance is created by overseeing the opportunistic behaviors of managers and with the aim of reducing the conflict of interest between shareholders and managers. The aim of this study is to investigate the effect of corporate governance mechanisms on the relationship between managers' expectations and stock returns. Stock returns were calculated using the Fama and French three-factor model. It is an institutional agent and shareholder. The research hypotheses were tested using data from 178 companies whose data were available during the years 1390 to 1396 and using multivariate regression and combined data. Findings indicate that there is a significant relationship between managers

The present article is taken from the doctoral dissertation of accounting in Bahonar University of Kerman.

* Corresponding Author: m.bahar330@yahoo.com

How to Cite: Mohamadi, N., Bahar Moghadam, M., Pourheidary, O. (2022). The Impact of Corporate Governance Mechanisms on the Relationship between Managers ' Expectations Stickiness & Future Stock Returns, *Empirical Studies in Financial Accounting Quarterly*, 19(73), 27-56.

'expectations stickiness and stock returns. Also, only the mechanism of the percentage of institutional shareholders has a significant effect on the relationship between managers' expectations stickiness and stock returns.

Keywords: Managers ' Expectations Stickiness, The Dual Role of CEO, Institutional Shareholders, Non-Executive Members, The Three-Factor Model of Fama and French.

مقاله پژوهشی

تاریخ ارسال: ۱۳۹۸/۱۱/۱۵

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۰/۰۸/۳۰

ISSN: 0166-2821

eISSN: 2519-2538

فصلنامه مطالعات تجربی حسابداری مالی

سال نوزدهم، شماره ۷۳، بهار ۱۴۰۱، ص ۲۷ تا ۵۶

qjma.atu.ac.ir

DOI: 10.22054/qjma.2021.49198.2108

تأثیر مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی بر رابطه چسبندگی انتظارات مدیران و بازده آتی سهام

ناهید محمدی | دانشجوی دکتری رشته حسابداری، دانشگاه شهید باهنر، کرمان، ایران.

مهدی بهاری مقدم * | دانشیار حسابداری دانشگاه شهید باهنر، کرمان، ایران.

امید پور حیدری | استاد حسابداری دانشگاه شهید باهنر کرمان، ایران.

چکیده

پیش‌بینی نرخ بازده سهام و قیمت‌گذاری اوراق بهادار یکی از مهم‌ترین موضوعات بازارهای مالی است. اطلاعات ارائه‌شده توسط مدیران در صورت‌های مالی شرکت‌ها به سرمایه‌گذاران در اتخاذ تصمیم‌های بهینه کمک می‌کند، ارزش این اطلاعات، وابسته به دقت و صحت آن‌ها است و سوگیری‌های مدیران به‌درستی اطلاعات خدشه وارد نموده و سبب پیش‌بینی‌های ناصحیح و بالطبع تصمیم‌گیری اشتباه می‌شود. حاکمیت شرکتی با نقش نظارتی بر رفتارهای فرصت‌طلبانه مدیران و باهدف کاهش تضاد منافع میان سهامداران و مدیران ایجاد شده است. هدف پژوهش حاضر، بررسی تأثیر مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی بر رابطه چسبندگی انتظارات مدیران و بازده سهام است که بازده سهام با استفاده از مدل سه عاملی فاما و فرنچ محاسبه‌شده و مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی موردمطالعه، نسبت اعضای غیرموظف، نقش دوگانه مدیرعامل و سهامدارن نهادی است. فرضیه‌های پژوهش با استفاده از داده‌های ۱۷۸ شرکت که داده‌های آن‌ها در دسترس بود و در خلال سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۶ و با استفاده از رگرسیون چند متغیره و داده‌های ترکیبی مورد آزمون قرار گرفت. یافته‌ها حاکی از رابطه معنادار چسبندگی انتظارات مدیران و بازده سهام و همچنین تنها مکانیزم درصد سهامداران نهادی بر رابطه چسبندگی انتظارات مدیران و بازده سهام تأثیر معنادار دارد.

کلیدواژه‌ها: چسبندگی انتظارات مدیران، نقش دوگانه مدیرعامل، سهامداران نهادی، اعضای غیرموظف و مدل سه عاملی فاما و فرنچ.

مقاله حاضر برگرفته از رساله دکتری رشته حسابداری دانشگاه باهنر کرمان است.

* نویسنده مسئول: m.bahar330@yahoo.com

مقدمه

اهمیت سرمایه‌گذاری و ثبات محیط سرمایه‌گذاری برای توسعه و رشد اقتصادی بر کسی پوشیده نیست و عدم توجه به اهمیت آن می‌تواند منجر به افول اقتصادی شده و در بلندمدت رفاه عمومی و توسعه تولید را تحت تأثیر قرار می‌دهد (هادیان و همکاران،۱۳۹۶). حسابداری به‌عنوان یک سیستم اطلاعاتی است و این سیستم باید به‌صورت کارا، اطلاعات صحیح و به‌موقع در اختیار استفاده‌کنندگان قرار دهد تا از این اطلاعات به‌عنوان مبنایی برای تصمیم‌گیری‌های خود استفاده نمایند (حسین‌زاده و احمدی نیا، ۱۳۸۸).

بازده سهام به‌عنوان یکی از فاکتورهای مهم در انتخاب بهترین سرمایه‌گذاری است و سرمایه‌گذاران در پی فرصت‌هایی 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 و ارزیابی عملکرد مهم است (Pasaribu & Rowl, 2010).

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 مارکویتز، تئوری قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای شارپ و ... توجه صاحب‌نظران را به خود جلب نمود. مالی کلاسیک بر پایه مفروضات ایدئال مانند فرض رفتار کاملاً عقلایی و منفعت‌طلبی کامل سرمایه‌گذاران بناشده، 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 و همکاران، ۱۳۹۷).

برخلاف دانش مالی کلاسیک، دانش مالی رفتاری بر مبنای فرضیات واقع‌گرایانه مانند رفتار غیر عقلایی بنا شده است. از طرفی به دلیل ناتوانی مالی کلاسیک در تبیین ناهنجاری‌های مشاهده‌شده در بازار سرمایه، مطالعه و پژوهش درباره‌ی موضوعات رفتاری و روانی سرمایه‌گذاران اهمیت خاصی یافته است، چراکه به اعتقاد کارشناسان و صاحب‌نظران این حوزه، عامل اصلی بروز این قبیل ناهنجاری‌ها در بازار سرمایه، مسائل

رفتاری و روانی سرمایه‌گذاران است. به عبارتی، رفتارهای مختلف سرمایه‌گذاران به‌نوعی می‌تواند عملکرد بازار و کارایی آن را تحت تأثیر قرار داده و درنتیجه تأثیر بسزایی بر بازده سهام داشته باشد. از طرفی نه‌تنها سرمایه‌گذاران بر بازدهی سهام تأثیر دارند، بلکه انتظار می‌رود که رفتار مدیریت و سوگیری‌های رفتاری او نیز بر بازدهی سهام تأثیر داشته باشد.

اطلاعات حسابداری و دقت اطلاعات ارائه‌شده در پیش‌بینی بازده آتی سهام برای سرمایه‌گذاران بسیار مهم می‌باشد و با توجه به مطالب قبلی می‌توان گفت علاوه بر متغیرهای حسابداری که در پیش‌بینی بازده آتی سهام مؤثر است متغیرهای رفتاری نیز بر پیش‌بینی‌های صورت گرفته بسیار تأثیرگذار است لذا در این تحقیق رابطه یکی از متغیرهای شناختی یعنی

چسبندگی انتظارات مدیران و بازده آتی سهام مورد ارزیابی قرارگرفته و از سوی دیگر نظر به اینکه برخی مکانیزم‌های ناظر بر مدیران مانند مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی تا حدی سوگیری و دیدگاه‌های قبلی مدیران را تحت تأثیر قرار داده و سبب ارائه اطلاعات شفاف و باکیفیت‌تر شده و به‌این‌ترتیب از تضییع منابع جلوگیری به عمل می‌آورد به‌عنوان متغیر مداخله‌گر موردمطالعه قرارگرفته است تا نقش و تأثیر آن بر رابطه این دو متغیر بررسی شود.

مبانی نظری و مروری بر مطالعات گذشته

اطلاعات چسبنده

مطالعات اخیر روی الگوهای انتظارات عقلائی با فرض چسبندگی اطلاعات مانند الگوی (Mankiw & Reis, 2002) نشان داده‌اند که به چه نحو چسبندگی اطلاعات می‌تواند تصمیمات متفاوتی را در مقایسه با الگوهای تحت اطلاعات کامل به همراه داشته باشد. الگوی اطلاعات چسبنده، بر این دلالت دارد که اساساً پیش‌بینی شرایط جاری مبتنی بر اطلاعات گذشته (انتظارات گذشته) نقش مهمی در اخذ تصمیمات دارد. در این الگو فرض بر این است که بنگاه‌ها در هر دوره قیمت بهینه، قیمت حداکثر کننده سود بنگاه را برای کالای تولیدی خود انتخاب می‌کنند. البته مجموعه اطلاعاتی که برای محاسبه این

قیمت بهینه مورداستفاده قرار می‌گیرد لزوماً در زمان قیمت‌گذاری به هنگام نیست. به‌عبارت‌دیگر، اطلاعات مورداستفاده 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 مورداستفاده در تعیین قیمت بهینه خود را به‌روزرسانی کنند و مابقی بنگاه‌ها قیمتی را انتخاب می‌کنند که مبتنی بر اطلاعات قدیمی است. درحالی‌که بنگاه‌ها انتظارات عقلائی دارند، اما به دلیل هزینه‌های به‌روزرسانی مجموعه اطلاعات مورداستفاده در قیمت‌گذاری، انتظارات خود را به‌کندی تغییر می‌دهند. همانند الگوی قیمت چسبنده (Calvo, 1983) احتمال اینکه یک بنگاه اطلاعات خود را در هر دوره بهنگام کند از یک فرایند پوآسن پیروی می‌کند. این احتمال که با ۱ نشان داده می‌شود، مستقل از زمان سپری‌شده از آخرین به‌روزرسانی اطلاعات توسط بنگاه است، بنابراین ۱/۱ دوره طول می‌کشد تا بنگاه مجموعه اطلاعات خود را به‌روز کند. در سطح کلان پارامتر نشان‌دهنده کسری از بنگاه‌ها است که در تصمیمات مربوط به قیمت‌گذاری کالاهای خود از اطلاعات قدیمی یا منسوخ‌شده استفاده می‌کنند.

چسبندگی انتظارات

پیش‌بینی‌کنندگان، انتظارات چسبنده دارند، آن‌ها در هر دوره، باورهای خود را با استفاده از همه‌ی اطلاعات موجود با احتمال (λ −۱) به‌روز می‌کنند. آن‌ها با احتمال λ به باورهای قبلی خود می‌چسبند. این مدل روش ساده‌ای را برای اندازه‌گیری چسبندگی انتظار با استفاده از ارتباط بین خطاهای پیش‌بینی و تجدیدنظرها در پیش‌بینی گذشته، ارائه می‌کند. در این تحقیق تجزیه‌وتحلیل یک مدل با پویایی‌های مورد انتظار شروع می‌شود که می‌تواند مستقیماً بدون فرض بیشتر درباره‌ی فرآیند ایجاد داده توسط متغیر پیش‌بینی‌کننده، آزمون شود. مدل مورد انتظار تحقیق از نظریه سختی اطلاعات استخراج می‌شود. استدلال پشتوانه مدل مذکور این است که پیش‌بینی کنندگان تصمیم می‌گیرند تا انتظارات خود را در

فواصل گسسته به‌روز کنند، اما نمی‌توانند اطلاعات جدید و مربوط را در این فواصل مشارکت دهند. در این تحقیق فرض می‌شود $F_t\pi_{t+1}$ انتظار شکل‌گرفته در زمان t در خصوص سودهای دوره t + h باشد، که با π_h نشان داده می‌شود (π= سود هر سهم). انتظارات مطابق با الگوی زیر به‌روز می‌شوند:

$$F_t\pi_{t+h} = (1-\lambda)E_t\pi_{t+h}+\lambda F_{t-1}\pi_{t+h}$$

این معادله برای تفسیر ساده است. ضریب λ میزان چسبندگی انتظار را نشان می‌دهد. وقتی λ=۰ است انتظارات به‌طور کامل منطقی هستند. وقتی $\lambda > ۰$ باشد، پیش‌بینی کننده به‌طور ناکافی اطلاعات جدید را به داخل پیش‌بینی‌های خود مشارکت می‌دهد (Coibion & Gorodnichenko,2012). با فرض اینکه انتظارات چسبنده هستند، با استنتاج چسبندگی از پویایی‌های پیش‌بینی، دو رابطه زیر را پیشنهاد کردند:

۱) خطاهای پیش‌بینی باید به‌وسیله تجدیدنظرهای گذشته پیش‌بینی شوند:

$$E_t(\pi_{t+1} - F_t\pi_{t+1}) = \frac{\lambda}{1-\lambda}(F_t\pi_{t+1} - F_{t-1}\pi_{t+1})$$

۲) تجدیدنظرها در طول زمان باهم همبستگی دارند:

$$E_{t-1}(F_t\pi_{t+1} - F_{t-1}\pi_{t+1}) = \lambda(F_{t-1}\pi_{t+1} - F_{t-2}\pi_{t+1})$$

استدلال پشتوانه معادله اول این است که تجدیدنظرها در پیش‌بینی شامل بخشی از اطلاعات جدید است که فقط تا حدودی به درون انتظارات وارد می‌شوند. درنتیجه، تجدیدنظرها خطاهای پیش‌بینی را پیش‌بینی می‌کنند. تغییر در پیش‌بینی‌ها در زمان t شامل یک عکس‌العمل تغییر گذشته در پیش‌بینی است. قدرت این عکس‌العمل معیاری از λ را ارائه می‌کند. ضریب رگرسیون یک تبدیل ساده از ضریب چسبندگی λ است. به‌عبارتی‌دیگر، تحلیل‌گران به‌طور گروهی (فله‌ای، توده‌ای) رفتار می‌کنند و در فواصل زمانی در پیش‌بینی‌های خود تجدیدنظر می‌کنند. درنتیجه، برآورد چسبندگی تخمین

برآوردهای اخیر است که از پیش‌بینی‌های کلان انجام‌شده به‌وسیله پیش‌بینی‌های مستقل بجای (در عوض) تحلیل‌های محرمانه، نشأت می‌گیرد.

معادله دوم به پویایی تجدیدنظرها در پیش‌بینی مربوط می‌شود. وقتی انتظارات چسبنده هستند، اطلاعات به‌آرامی (آهستگی) در پیش‌بینی‌ها در نظر گرفته می‌شوند، آن‌چنان‌که اخبار مثبت منجر به تجدیدنظر مثبت در پیش‌بینی بیش از چند دوره می‌شود. این موضوع منجر به تغییر در پیش‌بینی‌ها می‌شود.

معادله‌های فوق پیشنهاد می‌کنند که اگر انتظارات چسبنده باشند، سودهای گذشته باید خطاهای پیش‌بینی را برآورد کنند. این وضعیت، از این حقیقت نشأت می‌گیرد که وقتی انتظارات مدیران چسبنده هستند، هیچ‌کدام از اطلاعات خوب درباره‌ی سودهای آتی را در پیش‌بینی‌های جاری مشارکت نداده‌اند. در ادامه، معادله که خطاهای پیش‌بینی را با تجدیدنظر در پیش‌بینی‌های گذشته مرتبط می‌کند، برآورد می‌شود.

به‌منظور محاسبه چسبندگی انتظارات مدیران همه‌ی مشاهدات به ده گروه (دهک) تجدیدنظر در پیش‌بینی گروه‌بندی می‌شود و خطای پیش‌بینی میانگین و نیز تجدیدنظر در پیش‌بینی میانگین برای هر یک از دهک‌های مرتب‌شده، محاسبه می‌شود. سپس، مدل رگرسیونی زیر برآورد می‌شود:

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

ضریب b می‌تواند به‌عنوان عملگر (عامل، نماینده) پارامتر چسبندگی تفسیر شود، به‌گونه‌ای که $\lambda = \frac{b}{(1+b)}$ است.

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 نظریه‌های روانشناسی، رفتار مدیران تحت تأثیر برخی ویژگی‌های شخصیتی است (صفری گرایلی و همکاران، ۱۳۹۶). سودهای پیش‌بینی‌شده توسط مدیران، در ارزیابی شرکت‌ها و تأثیرگذاری بر قیمت سهام شرکت‌ها معیار با اهمیتی است؛ اما با توجه به پژوهش‌های صورت گرفته این نتیجه حاصل شده است که مدیران در تصمیم‌گیری‌ها و ارائه اطلاعات دارای سوگیری‌های شناختی و رفتاری هستند. ازجمله سوگیری‌های شناختی «سوگیری دیرپذیری» است، این سوگیری شناختی نوعی فرآیند ذهنی است که موجب می‌شود افراد به دیدگاه‌ها یا پیش‌بینی‌های قبلی خود متمسک شده و اطلاعات جدید را نادیده می‌گیرند و یا کمتر از حد لازم به آن‌ها واکنش نشان می‌دهند. دیرپذیری موجب می‌شود افراد برای تخمین‌های اولیه، بیش‌ازاندازه اهمیت قائل شوند. به این مفهوم و سوگیری در علم اقتصاد، چسبندگی اطلاعات اطلاق می شود. 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. درحالی‌که بنگاه‌ها انتظارات عقلائی دارند، اما به دلیل هزینه‌های به‌روزرسانی مجموعه اطلاعات مورداستفاده در قیمت‌گذاری، انتظارات خود را به‌کندی تغییر می‌دهند.

بازده سهام

بازده به بیان ساده عبارت است از کل عایدی که یک سرمایه‌گذار در طول دوره سرمایه‌گذاری به دست می‌آورد. نرخ بازدهی، سرعت افزایش یا کاهش ثروت سرمایه‌گذار را نشان می‌دهد و به‌صورت درصدی از سرمایه‌گذاری اولیه محاسبه می‌گردد. یک ارزیابی از بازده، تنها راه منطقی (قبل از ارزیابی ریسک) است که سرمایه‌گذاران می‌توانند برای مقایسه سرمایه‌گذاری‌های جایگزین و متفاوت از هم انجام دهند. بازده موردنظر هر سرمایه‌گذاری با سطح ریسک آن یک بنیان و اساس دارد به‌طوری‌که زمانی یک طرح با ریسک بالا قابل‌قبول است که بازده پیش‌بینی‌شده آن نیز، بسیار بالا باشد .در ادبیات مالی به‌طور گسترده به ارتباط میان ریسک و بازده و قیمت‌گذاری دارایی‌ها پرداخته‌شده است. ترینور، شارپ، لینتر و موسین مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای

را توسعه دادند که پیش‌بینی می‌کند عامل انحصاری بازار، منجر به تغییرات مشترک بازده سهام شرکت‌های مختلف می‌شود (هادیان و همکاران، ۱۳۹۶).

بعد از ارائه مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای پژوهشگران مختلفی به آزمون تجربی این مدل پرداختند و شواهد متعددی ارائه شد که نشان می‌داد بتای مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای به‌طور کامل بازده دارایی را توضیح نمی‌دهد (Stattman, 1980). این شواهد بدین معنی است که عوامل دیگری نیاز است تا بتوان رفتار بازده مورد انتظار را مشخصه بندی کرد. لذا پژوهش‌های متعددی به بررسی سایر عوامل مؤثر بر ریسک و بازده اوراق بهادار پرداختند و بنیانی برای مدل‌های چندعاملی پایه‌ریزی شد. (Fama & french, 1992) اظهار می‌کنند که در دنیای واقعی سرمایه‌گذاران به انواع مختلفی از ریسک توجه دارند، ولی در ابن میان سه عامل شامل ریسک بازار، ریسک اندازه شرکت و ریسک ارزش دفتری به ارزش بازار از عمده‌ترین آن‌ها می‌باشند. آن‌ها در بررسی تجربی خود دریافتند که نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار و اندازه شرکت نقش زیادی در توضیح تغییرات بازده‌های متوسط ایفا می‌کنند. آن‌ها با توجه به این یافته الگوی سه عاملی را برای تبیین بازده سهام مطرح نمودند. مدل آن‌ها متشکل از سه عامل بازار، اندازه و ارزش دفتری به ارزش بازار سهام را به‌منظور تبیین بازده ارائه کردند.

حاکمیت شرکتی

جدایی مالکیت از مدیریت منجر به بروز مسئله نمایندگی شد. برای حل تضاد منافع ناشی از مسئله نمایندگی، سازوکارهایی مطرح شدند که راهبری شرکتی یکی از آن‌ها است. راهبری شرکتی مجموعه سازوکارهای کنترلی داخلی و خارجی است که تعیین می‌کند شرکت چگونه و توسط چه کسانی اداره شود (حساس یگانه و احمدی، ۱۳۹۲).

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 (Maher & Andersson, 2000). نمونه‌ای از انحراف از منافع سهامداران گرایش‌ها و سوگیری‌های رفتاری مدیران است که سبب گمراهی سهامداران و عدم تأمین

منافع آن‌ها می‌باشد. سوگیری‌های رفتاری مدیران می‌تواند زمینه‌ساز مدیریت سود و نیز به‌واسطه گرایش‌ها و تمایلاتی که دارند موجب کاهش کیفیت اطلاعات گردد. حاکمیت شرکتی به‌واسطه نقش نظارتی و کنترلی بر مدیران احتمال وقوع مدیریت سود را کاهش می‌دهد و احتمالاً درک سرمایه‌گذاران را از اعتبار عملکرد شرکت‌ها که به‌وسیله سودها در شرایط مدیریت سود ارزیابی می‌شود را بهبود می‌بخشد (رودپشتی و همکاران، ۱۳۹۱).

به‌طورکلی 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 سمت‌وسوی حرکت و عملکرد شرکت‌ها را تعیین می‌کند .عناصری که در این صحنه حضور دارند عبارت‌اند از :سهامداران و ساختار مالکیتشان، اعضای هیئت‌مدیره و ترکیباتشان، مدیریت شرکت که توسط مدیرعامل یا مدیر ارشد اجرایی هدایت می‌شود و سایر ذی‌نفعان که امکان اثرگذاری بر حرکت شرکت را دارند (بادآورنهندی و همکاران، ۱۳۹۵). از میان مکانیزم‌های مختلف حاکمیت شرکتی در این پژوهش، مکانیزم‌های میزان سهامداران نهادی، نقش دوگانه مدیر و میزان مدیران غیرموظف در نظر گرفته شده است.

پیشینه پژوهش

(Jean et. al. 2017) در پژوهشی با عنوان «چسبندگی انتظارات و بی‌قاعدگی سودآوری» با استفاده از داده‌های پیش‌بینی تحلیل‌گر، به این نتیجه رسیدند که: ۱) تحلیل گران به‌طور متوسط نسبت به واحدهای تجاری با سود بالا بدبین هستند، ۲) بی‌قاعدگی سودآوری برای سهامی که به‌وسیله تحلیل گران چسبنده حمایت می‌شوند، قوی‌تر است و ۳) بی‌قاعدگی سودآوری برای سهام با سودهای پایدارتر، قوی‌تر است.

(Bouchaud et. al. 2017) در پژوهشی با عنوان چسبندگی انتظارات و بی‌قاعدگی سودآوری با به‌کارگیری داده‌های پیش‌بینی تحلیلگران، نشان دادند تحلیلگران به‌طور متوسط نسبت به واحدهای تجاری با سود بالا بدبین بوده و همچنین، بی‌قاعدگی سودآوری برای سهامی که به‌وسیله تحلیلگران چسبنده حمایت می‌شوند قوی‌تر است. به‌علاوه بی‌قاعدگی سودآوری برای سهام با سودهای پایدارتر، قوی‌تر است.

(Imran & Farhan, 2016) به بررسی رابطهٔ بین حاکمیت شرکتی و ساختار مالکیت بر ساختار سرمایه پرداختند. نتایج این بررسی نشان داد، اندازهٔ هیئت‌مدیره، دوگانگی مدیرعامل، ساختار پاداش و بازده دارایی‌ها[1] بر نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام، تأثیر منفی دارند، اما تعداد حضور هیئت‌مدیره در جلسات، مالکیت مدیریتی و اندازهٔ شرکت بر اهرم مالی اثر مثبتی می‌گذارد.

(Coibion & Gorodnichenko, 2015) 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 تحلیل گران اقتصادی و تجدیدنظرهای بعدی در این پیش‌بینی‌ها، نشان دادند که تحلیل‌گرانی که در برابر ورود اطلاعات جدید در پیش‌بینی‌های خود مقاومت بیشتری دارند یا به‌عبارت‌دیگر دیدگاه چسبنده‌تری دارند، در پیش‌بینی‌های خود در خصوص تورم، با آهنگ کندتری تجدیدنظر می‌کنند.

(McNulty et. al. 2013) در پژوهشی به بررسی توسعهٔ تحقیقات کیفی در زمینهٔ حاکمیت شرکتی بین سال‌های ۱۹۸۶ تا ۲۰۱۱ پرداختند و به این نتیجه رسیدند که میزان افشای حاکمیت شرکتی بیشتر دربارهٔ هیئت مدیره بوده است.

در سال ۱۳۹۷ شمس‌الدینی و همکاران به بررسی تأثیر متغیرهای رفتاری اطمینان بیش‌ازحد مدیریت، رفتار توده‌وار و گرایش احساسی سرمایه‌گذاران بر بازدهٔ سهام پرداختند. بدین منظور با استفاده از داده‌های مربوط به ۷۵ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره ۷ ساله ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۶ پرداختند. شاخص‌های مذکور محاسبه و تأثیر آن‌ها بر بازدهٔ سهام موردبررسی قرار گرفت و برای تجزیه‌وتحلیل 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.

1. Return On Asset (ROA)

شیری و همکاران در سال ۱۳۹۷ پژوهشی با عنوان تأثیر 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 به‌دست‌آمده 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، جریانات نقدی و سود ناخالص را با هم‌زمانی قیمت سهام تقویت نمود. 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 سه‌طبقه کلی هیئت‌مدیره، حقوق سهامداران و شفافیت اطلاعاتی برای سنجش کیفیت حاکمیت شرکتی برای آزمون مورداستفاده قرار گرفته است. در این پژوهش که با استفاده از ۹۶ نمونه انتخابی از شرکت‌های پذیرفته‌شده 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 هیئت‌مدیره و شاخص شفافیت اطلاعاتی بوده است. نتایج پژوهش خدادادی و همکاران (۱۳۹۵) حاکی از آن است که از بین معیارهای انتخابی برای راهبری شرکتی، تمرکز مالکیت و دوگانگی وظیفه مدیرعامل و رئیس هیئت‌مدیره تأثیر مثبت و معنادار و مالکیت مدیریت تأثیر منفی و معنادار بر به‌موقع‌بودن افشای گزارشگری مالی دارند. قائمی و اسکندرلی (۱۳۹۲) در پژوهشی با عنوان «بررسی رفتار مدیران شرکت‌ها در پیش‌بینی سود سالیانه» به بررسی سوگیری مدیران در پیش‌بینی سود سالیانه و اثر متغیرهای، عملکرد گذشته شرکت، رویکرد مدیران در پیش‌بینی سود سال گذشته، اندازه و نوع مالکیت شرکت در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. سوگیری مدیران در این مطالعه با استفاده از دو معیار، رشد پیش‌بینی و خطای

پیش‌بینی سود اندازه‌گیری شد. نمونه شامل ۱۱۳۵ سال-شرکت و ۵۳۳۴ مورد اعلان پیش‌بینی سود توسط شرکت‌های پذیرفته‌شده در دوره زمانی ۱۳۹۰-۱۳۸۶ بود. تجزیه‌وتحلیل انجام‌شده نشان داد عملکرد گذشته، رویکرد گذشته مدیران در پیش‌بینی و نوع مالکیت شرکت در سوگیری مدیران در پیش‌بینی سود نقش دارد.

روش[1]

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

فرضیه اول: چسبندگی انتظارات مدیران با بازده سهام رابطه معنادار دارد.

فرضیه دوم: میزان مالکیت نهادی بر رابطه چسبندگی انتظارات مدیران و بازده سهام تأثیر معنادار دارد.

فرضیه سوم: نسبت مدیران غیرموظف عضو هیئت‌مدیره بر رابطه چسبندگی انتظارات مدیران و بازده سهام تأثیر معنادار دارد.

فرضیه چهارم: تصدی پست مدیرعامل توسط شخصی از اعضا هیئت‌مدیره بر رابطه چسبندگی انتظارات مدیران و بازده سهام تأثیر معنادار دارد.

نتایج به‌دست‌آمده از پژوهش حاضر می‌تواند مورداستفاده مدیران شرکت‌ها، قانون‌گذاران، تحلیل‌گران، حسابرسان و پژوهش‌گران باشد، لذا با توجه به قابل‌استفاده بودن نتایج توسط طیف وسیعی از اشخاص در تصمیم‌گیری‌هایشان، می‌توان این‌گونه استنباط نمود که 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. پژوهش حاضر به این جهت که بر روابط بین متغیرها تمرکز دارد از نوع تحقیقات همبستگی است، پس از بررسی مبانی نظری و پیشینه پژوهش، اطلاعات لازم جهت آزمون فرضیه با مراجعه به صورت‌های مالی حسابرسی شده و صورت‌های مالی پیش‌بینی‌شده فصلی شرکت‌ها و

1. Method

گزارش‌های شرکت‌ها و با مراجعه به نرم‌افزارهای کتابخانه بورس و نیز سایت کدال گردآوری شده است. با استفاده از نرم‌افزار اکسل اطلاعات پردازش و متغیرهای موردنیاز جهت آزمون‌های آماری استخراج و درنهایت برای تجزیه‌وتحلیل آماری از نرم‌افزار ایویوز نسخه ۸ استفاده شده است. جامعه آماری پژوهش شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران برای بازه زمانی ۱۳۹۰ الی ۱۳۹۶ است، انتخاب شرکت‌ها با رعایت محدودیت‌های زیر صورت گرفته است:

۱) به‌منظور همگن نمودن نمونه آماری در سال‌های موردبررسی، 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 خنثی‌سازی 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 موردنیاز در دسترس باشد.

سرانجام، با توجه به بررسی‌های انجام‌شده، ۱۷۸ شرکت، با توجه به حداکثر اطلاعات موجود، انتخاب شدند.

برای آزمون فرضیه‌ها و وجود رابطه بین متغیرهای پژوهش از مدل رگرسیون خطی چندگانه استفاده شده است. در پژوهش حاضر متغیر چسبندگی انتظارات مدیران به‌عنوان متغیر مستقل بوده و متغیر بازده آتی سهام متغیر وابسته می‌باشد و همچنین متغیرهای اندازه شرکت و اهرم مالی نیز متغیرهای کنترلی مورداستفاده در تحقیق هستند، متغیرهای درصد سهامداران نهادی، درصد مدیران غیرموظف و نقش دوگانه مدیرعامل نیز به‌عنوان

متغیرهای تعدیل‌کننده برای اندازه‌گیری تأثیر سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر رابطه چسبندگی انتظارات مدیران و بازده سهام استفاده می‌شود. به‌منظور آزمون فرضیه اول از مدل ۱ و به‌منظور آزمون فرضیه‌های دوم، سوم و چهارم از مدل ۲ استفاده شده است:

مدل ۱

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

$r_{f.t}$: بازده سهام محاسبه‌شده 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 واحدتجاری

مدل ۲

$$r_{f.t} = b_0 + b_1\lambda_{f.t} + b_2 bout_{f,t} + b_3\lambda_{f.t} bout_{f,t} + b_4 insh_{f,t} + b_5\lambda_{f.t} insh_{f,t} + b_6 dual_{f,t} + b_7\lambda_{f.t} dual_{f,t} + b_8 leverage_{f.t} + b_9 size_{f.t} + €$$

که $bout_{f,t}$ درصد مدیران غیرموظف شرکت f در سال t

$insh_{f,t}$ درصد سهامداران نهادی شرکت f در سال t

$dual_{f,t}$: نقش دوگانه مدیرعامل شرکت f در سال t می‌باشد.

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 رابطه ۳ را استخراج نمودند.:

مدل۳

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

SMB_t**:** عامل اندازه‌ی شرکت می‌باشد که پس از رتبه‌بندی شرکت‌ها برحسب اندازه، از تفاوت بین میانگین ساده بازده سبد ساخته‌شده شرکت‌های بزرگ‌تر از میانه (S/M, S/H, S/L) و میانگین ساده بازده سبد ساخته‌شده شرکت‌های کوچک‌تر از میانه (B/M, B/H, B/L) در هر ماه به دست آمده است .عامل ارزش دفتری به ارزش بازار شرکت در سالt 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). به‌این‌ترتیب پس از تشکیل سبد موردنظر عامل‌های SMB و HML بر اساس مدل ۴ محاسبه می‌شود:

مدل٤

$$SMB = (SH + SM + SL)/3 - (BH \ + BM + BL)/3$$
$$HML = (SH + BH)/2 - (SL + BL)/2$$

L: شرکت‌هایی که ازنظر اندازه کوچک و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار آن‌ها پایین است.

S/M: شرکت‌هایی که ازنظر اندازه کوچک و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار آن‌ها متوسط است.

S/H: شرکت‌هایی که ازنظر اندازه کوچک و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار آن‌ها بالاست.

B/L: شرکت‌هایی که ازنظر اندازه بزرگ و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار آن‌ها پایین است.

B/M: شرکت‌هایی که ازنظر اندازه بزرگ و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار آن‌ها متوسط است.

B/H: شرکت‌هایی که ازنظر اندازه بزرگ و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار آن‌ها بالا است.

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

متغیر مستقل

چسبندگی انتظارات مدیران، متغیر مستقل این پژوهش می‌باشد و رابطه آن بر بازده آتی سهام سنجیده می‌شود که $\lambda_{f,t}$، نمایانگر ضریب چسبندگی انتظارات مدیران است که با استفاده از مدل ۵ به دست می‌آید.

مدل ۵

$$\frac{EPS_{f,k} - F_t EPS_{f.k}}{P_{f,k-1}}$$

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

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

آتی سود هر سهم است ، $F_{t-1}EPS_{f.k}$: سود پیش‌بینی‌شده هر سهم واحد تجاری f برای سال k در زمان t-1 (ابتدای سال k) است.

ضریب b به‌عنوان عملگر (عامل، نماینده) پارامتر چسبندگی تفسیرمی شود که بر اساس مدل ۶ تبدیل به ضریب چسبندگی می‌شود:

مدل ۶

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

پس از محاسبه خطای پیش‌بینی و تجدیدنظر در پیش‌بینی، برای اجرای مدل ۵ و استخراج ضریب b و سپس ضریب چسبندگی λ، در هرسال از دوره‌های موردبررسی پژوهش، شرکت‌ها در داخل گروه‌های بیست‌تایی (هرسال به نه گروه بیست‌تایی گروه‌بندی می‌شود) قرار می‌گیرند و ضرایب چسبندگی در هر یک از این گروه‌ها محاسبه می‌شود.

برای آزمون فرضیه‌ها و وجود رابطه بین متغیرهای تحقیق از مدل رگرسیون خطی چندگانه استفاده می‌شود.

متغیرهای مداخله‌گر

درصد سهامداران نهادی ($insh$):

کل سهام منتشره شرکت/ مجموع سهام در مالکیت سهامداران نهادی =میزان مالکیت نهادی

نقش دوگانه مدیرعامل ($dual\ CEO$):

این متغیر نسبی درواقع بیان می‌دارد که آیا در شرکت موردبررسی، شخص مدیرعامل عضو هیئت‌مدیره می‌باشد یا خیر؟ برای نشان دادن آن‌ها از متغیرهای اسمی ۰ و ۱ استفاده گردید اگر مدیرعامل از اعضای هیئت‌مدیره باشد برابر ۱ و در غیر این صورت ۰.

درصد مدیران غیرموظف عضو هیئت‌مدیره ($bout$): این متغیر از تقسیم اعضای غیرموظف به‌کل اعضای هیئت‌مدیره به دست می‌آید.

متغیر کنترل

متغیرهای کنترلی این پژوهش اندازه به‌منظور همگن نمودن شرکت‌ها و خنثی نمودن اثر اندازه شرکت‌ها بر نتایج تحقیق و اهرم مالی به‌منظور کنترل ریسک شرکت‌ها است که تعاریف عملیاتی آن‌ها به شرح زیر است:

$size_{f,t}$: اندازه واحدتجاری می‌باشد و از لگاریتم جمع دارایی‌ها در پایان سال حاصل می‌شود.

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

یافته‌ها

جدول ۱. آمار توصیفی متغیرها

نام متغیر	معیارهای تمرکز			معیار پراکندگی	معیارهای شکل توزیع	
	میانگین	ماکسیمم	مینیمم	انحراف معیار	چولگی	برجستگی
Stick	۰,۱۲۸۷	۰,۷۸	-۰,۰۸۳	۰,۳۶۱۸۵	-۰,۵۸۵	۰,۴۶۱
FAMA	۷,۲۶۸۸	۸,۳۳	۶,۰۵	۰,۴۲۷۱۱	-۰,۴۸۸	۱,۷۷۱
Lev	۶۰,۴۷	۷۲۰	۴۷	۰,۵۶۹۵	-۰,۳۰۲	-۰,۲۳۱
Size	۶,۰۸	۷,۹۴	۵,۵	۰,۶۹۰۲۸	۱,۵۵۹	۲,۲۲۸
Bout	۵۷	۸	۱۴	۱۹	۰,۴۹۵	-۱,۵۲۸
Insh	۵۸	۸۳	۰	۳۱	۰,۲۰۱	۰,۲۰۲
Dual	۰/۶	۱	۰	۰/۸۳	۲,۱۰۹	۰/۹۲۱

پیش از آزمون فرضیه‌ها در هر پژوهشی، لازم است آماره‌های توصیفی متغیرهای به‌کاررفته، محاسبه و تفسیر شوند. آماره‌های توصیفی اعدادی هستند که به‌منظور بیان کمی توزیع اندازه‌ها در کل نمونه‌ی قابل‌مشاهده به کار می‌روند. برای بررسی و تجزیه‌وتحلیل

اولیه داده‌ها، آمار توصیفی متغیرهای پژوهش کلیه متغیرهای مستقل، وابسته و کنترلی در جدول ۱ ارائه‌شده است:

با توجه به اطلاعات ارائه‌شده 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، به‌طور متوسط در پیش‌بینی‌های خود ۰/۱۲۸۷ از اعتقادات گذشته و به‌طور 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 جارکیو برا نیز جهت بررسی نرمال بودن توزیع داده‌های مربوط به هر متغیر به‌منظور به‌کارگیری آزمون‌های پارامتریک اجرا شده است که نتایج به‌دست‌آمده 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 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 درصد مدیران غیرموظف، درصد سهامداران نهادی و نقش دوگانه مدیرعامل و همچنین متغیرهای کنترلی اندازه شرکت و اهرم مالی در جدول ۱ ارائه شده است. در این مرحله از پژوهش، برای آزمون فرضیه باید از مدل اثرات ثابت استفاده نمود. نتیجه آزمون مدل مذکور با استفاده از مدل اثرات ثابت و روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته برآوردی در جدول ۲ ارائه شده است.

جدول ۲. 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	λ	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 تعدیل‌شده			۰/۵۳۴۲	۲/۷۹
احتمال آماره F	۰/۰۰۰	آماره دوربین- واتسون			۲/۰۲۰۲	

که ضریب تعیین تعدیل‌شده ۰/۵۳۴ نشان می‌دهد که ۵۳/۴ درصد از تغییرات متغیر وابسته (بازده سهام) به‌وسیله‌ی متغیرهای مستقل و کنترلی ارائه‌شده در مدل توضیح داده‌شده است. علاوه بر این، به دلیل این‌که آماره‌ی دوربین واتسون ۲/۰۲ بوده است یعنی در بازه ۱,۵ تا ۲,۵ قرار دارد، مدل خودهمبستگی ندارد. همچنین، نتایج جدول ۲ 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 ۳. نتایج آزمون فرضیه دوم تا چهارم پژوهش

$$r_{.t} = b_0 + b_1\lambda_{f.t} + b_2 bout_{f,t} + b_3\lambda_{f.t} bout_{f,t} + b_4 insh_{f,t} + b_5\lambda_{f.t} insh_{f,t} + b_6 dual_{f,t} + b_7\lambda_{f.t} dual_{f,t} + b_8 leverage_{f.t} + b_9 size_{f.t} + €$$

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	λ	۰/۱۳	۰/۳۸	۰/۳۴۲	۰/۰۳۹	۱/۷۹۳
درصد سهامداران نهادی	$insh$	۰/۴۵	۰/۲۴۹	۱/۸۰۷	۰/۰۵۹۵	۲/۲۴۱
درصد مدیران غیرموظف	$bout$	۰/۱۰۷	۰/۸۷۲	-۰/۱۲۲	۰/۰۴۱	۱/۱۶۷
نقش دوگانه مدیرعامل	$dual$	-۰/۲۸	۱/۱۶۵	-۰/۲۴	۰/۰۳۶	۲/۱۱
درصد سهامداران نهادی× ضریب	$\lambda \times insh$	۰/۲۱	۰/۹	۰/۲۳۳	۰/۰۴۷۳	۱/۱۵۴

$$r_{.t} = b_0 + b_1\lambda_{f.t} + b_2 bout_{f,t} + b_3\lambda_{f.t} bout_{f,t} + b_4 insh_{f,t} + b_5\lambda_{f.t} insh_{f,t} + b_6 dual_{f,t} + b_7\lambda_{f.t} dual_{f,t} + b_8 leverage_{f.t} + b_9 size_{f.t} + €$$

متغیر	علائم اختصاری متغیر	ضرایب	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری	VIF
چسبندگی مدیران						
درصد مدیران غیرموظف× ضریب چسبندگی مدیران	$\lambda \times bout$	۰/۳۲	۰/۱۲۶	۲/۵۳۹	۰/۰۵۸	۲/۲۱
نقش دوگانه مدیرعامل × ضریب چسبندگی مدیران	$\lambda \times dual$	۰/۱۸	۰/۲۳۱	۰/۷۷۹	۰/۰۶۳	۱/۱۸۹
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 تعدیل‌شده			۰/۴۷۹	
احتمال آماره F	۰/۰۰۰	آماره دوربین- واتسون			۲/۱۳۵	

نتایج حاصل از تجزیه آزمون فرضیه‌های دوم، سوم و چهارم در جدول ۳ ارائه شده است. با توجه به اینکه سطح معناداری متغیرهای تعدیل‌گر برای متغیرهای، درصد سهامداران نهادی، درصد مدیران غیرموظف و نقش دوگانه مدیرعامل به ترتیب مقادیر، ۰/۰۴۷، ۰/۰۵۸ و ۰/۰۶۳ و ضریب متغیرهای یادشده به ترتیب ۰/۰،۳۲/۲۱ و ۰/۱۸ می‌باشد می‌توان گفت متغیر تعدیل‌گر درصد سهامداران نهادی بر رابطه مذکور تأثیر معنادار داشته و متغیرهای تعدیل‌گر درصد مدیران غیرموظف و نقش دوگانه مدیرعامل بر رابطه یادشده تأثیر معنادار ندارند، نتایج به‌دست‌آمده از آزمون فرضیه دوم در جدول ۳ نشان می‌دهد که حضور سهامداران نهادی رابطه چسبندگی انتظارات مدیران و بازده سهام را تحت تأثیر قرار می‌دهد. همچنین ازآنجاکه مقدار احتمال مربوط به آماره Fبرابر 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 آمارهVIF برای تمام متغیرها کمتر از ۱۰ است، درنتیجه، بین متغیرهای توضیحی هم‌خطی وجود ندارد.

بحث و نتیجه‌گیری

هدف از انجام پژوهش، ارزیابی مدل رفتاری مدیران در پیش‌بینی سودهای آینده واحد تجاری و تأثیر آن در بازده سهام است. نوع نگرش مدیران به آینده و برداشت‌های متفاوت آنان از شرایط آینده و میزان انعطاف‌پذیری آنان در سرعت اعمال اطلاعات جدید در تصمیم‌گیری‌های خود، باعث می‌شود تا سرمایه‌گذاران تنها با تکیه بر اطلاعات پیش‌بینی سود بدون توجه به ویژگی رفتاری مدیران و ثبات رفتاری آن‌ها، نتوانند تصمیم‌های سرمایه‌گذاری مناسبی را اخذ نمایند. درنتیجه، هدف کلی این تحقیق سنجش میزان چسبندگی انتظارات مدیران در شرکت‌های مختلف و سپس تأثیر آن بر بازده سهام موردبررسی بود و سپس نقش کنترلی و نظارتی مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی بر رفتار مدیران به‌عنوان متغیر مداخله‌گر بر این رابطه مورد آزمون قرار گرفت.

برای نیل به این اهداف ابتدا متغیر مستقل چسبندگی انتظارات مدیران، با استفاده از مدل (Coibin & Gordingino, 2015) 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 حاصل‌شده و نتایج تحقیق حاضر با تحقیق مذکور تطابق دارد و در فرضیه دوم و سوم و چهارم نیز نقش برخی از مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی بر این رابطه موردنقد 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، به‌طور با اهمیتی بازده‌های آتی سهام را پیش‌بینی می‌کنند. ویژگی‌های رفتاری مدیران همواره از عوامل مؤثر بر بازده‌های آتی سهام بوده است که سرمایه‌گذاران در هنگام تصمیم‌گیری‌های خود به‌درستی به آن‌ها دقت ننموده و سبب اخذ تصمیمات ناصحیح می‌شود که خود عاملی در عدم کسب بازدهی مناسب در آینده می‌شود. ازجمله مواردی که سرمایه‌گذاران ممکن است در تصمیم‌گیری خود به آن توجه ننمایند یک

سوگیری شناختی مدیران به‌نام چسبندگی انتظارات مدیران است که دلالت به چسبندگی مدیران به اطلاعات گذشته خود و عدم به‌روز نمودن و افشای کامل اطلاعات جدید دارد. این موضوع دلالت دارد که اطلاعات ارائه و افشاشده گویای تمام اطلاعات موجود نبوده و بخشی در حقیقت اطلاعات چسبنده مدیران است که به‌روز نشده است و این عامل سبب می‌شود اطلاعات افشاشده مشتمل بر اطلاعات دارای ثبات و هموار بوده و همین عاملی شود که سرمایه‌گذاران شرایط موجود را مناسب و ایدئال تصور و بازده آتی سهام را بیش از واقع پیش‌بینی کنند. در این پژوهش ابتدا رابطه چسبندگی انتظارات مدیران و بازده آتی سهام سنجیده شد که نتایج حاکی از رابطه معنادار و مثبت میان این دو متغیر بود و سپس تأثیر متغیرهای درصد سهامداران نهادی، درصد مدیران غیرموظف و نقش دوگانه مدیرعامل بر رابطه چسبندگی انتظارات مدیران و بازده سهام مورد آزمون قرار گرفت که نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ها حاکی از تأثیر معنادار متغیر درصد سهامداران نهادی بر این رابطه و عدم تأثیر معنادار متغیرهای درصد مدیران غیرموظف و نقش دوگانه مدیرعامل بود.

با توجه به نتایج پژوهش به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌شود در به‌کارگیری اطلاعات افشاشده 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 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 به‌درستی در تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاران گنجانده شود. با توجه به نتایج حاصله از این تحقیق که با نتایج تحقیق شیری (۱۳۹۷) نیز هم‌راستا است به سرمایه‌گذاران توصیه می‌شود که در هنگام سرمایه‌گذاری صرفاً به میزان سودهای پیش‌بینی‌شده 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 افشاشده اخذ نمایند تا مانع از اتلاف منابع و سرمایه‌گذاری‌های غیر بهینه شوند. همچنین به سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان توصیه می-

شود همواره وجود یا عدم وجود مکانیزم‌های قوی حاکمیت شرکتی را در اخذ تصمیمات خود موردتوجه قرار دهند. پیشنهاد می‌شود با توجه به اینکه این پژوهش با استفاده از اطاعات سود پیش‌بینی و به‌منظور محاسبه چسبندگی انتظارات مدیران و نوع رابطه آن با بازده سهام استفاده شده است، به کمک استفاده از اجماع تحلیلگران چسبندگی انتظارات تحلیلگران محاسبه‌شده و رابطه چسبندگی انتظارات تحلیلگران و بازده مورد آزمون مجدد قرار گیرد.

تعارض منافع

تعارض منافع ندارم.

ORCID

Nahid Mohamadi **http://orcid.org/0000-0002-0210-4132**
Mehdi Baharmoghadam **http://orcid.org/0000-0003-1599-4434**
Omid Pourheidari **http://orcid.org/0000-0002-6449-4092**

منابع

بادآور نهندی، یونس، زینالی، مهدی و نیکویان، الهه. (۱۳۹۵). تأثیر سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر کارایی اطلاعاتی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. *دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت*، ۵(۱۹)، صص ۱۶-۱.

حسین زاده، علی حسین و احمدی نیا، سعید. (۱۳۸۸). بررسی میزان مربوط بودن اجزای سود حسابداری و جریان‌های نقدی عملیاتی با بازده سهام. *فصلنامه حسابداری مالی*، سال ۱(۳)، صص ۱۳۰-۱۰۷.

حساس یگانه، یحیی و احمدی، مرتضی. (۱۳۹۲). رابطه سازوکارهای حاکمیت شرکتی و محافظه-کاری، *مطالعات تجربی حسابداری مالی*، ۱۱(۳۸)، صص ۵۲ - ۲۹.

خدادادی، ولی نیک‌کار، جواد و ویسی، سجاد. (۱۳۹۵). تأثیر معیارهای راهبری شرکتی بر به‌موقع بودن افشای گزارشگری مالی، *مطالعات تجربی حسابداری مالی*.۱۳(۵۲)، صص ۷۴ - ۵۳.

رهنمای رودپشتی، فریدون، هیبتی، فرشاد، طالب نیا، قدرت‌الله و نبوی‌چاشمی، سیدعلی. (۱۳۹۱). ارائه الگوی سنجش تأثیر مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی بر مدیریت سود در بورس اوراق بهادار تهران. *فصلنامه حسابداری مدیریت*، ۵(۱۲). صص ۱۱۰-۷۹.

دیلمی، صفیه وصفری گرایلی، مهدی. (۱۳۹۵). بررسی رابطه کیفیت حاکمیت شرکتی و نوسان بازده سهام، *پژوهش‌های تجربی حسابداری*، د ۶(۱)، صص ۱۳۶-۱۱۵.

شمس‌الدینی، کاظم، دانشی، وحی و سیدی، فاطمه. (۱۳۹۷). بررسی تأثیر رفتار سرمایه‌گذاران و مدیریت بر بازدهی سهام، *دانش حسابداری*، دوره نهم (۲)، صص ۱۸۹-۱۶۳.

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

صفری گرایلی، مهدی و رضائی پیته نوئی، یاسر. (۱۳۹۶). ارائه مدل رابطه دین‌داری مدیران و ریسک سقوط قیمت سهام با تأکید بر نقش تعدیلی حاکمیت شرکتی. *فصلنامه حسابداری مالی*، ۹(۳۵)، صص ۷۲-۴۹.

قائمی، محمدحسین و اسکندرلی، طاهر. (۱۳۹۲). بررسی رفتار مدیران شرکت‌ها در پیش‌بینی سود سالیانه، *فصلنامه مطالعات تجربی حسابداری مالی* سال یازدهم شماره ۴۰.

قربانی، بهزاد و خطیری، محمد. (۱۳۹۳). روند بازده غیرمتعارف سهام، *فصلنامه حسابداری مالی*، سال ۶(۲۱)، صص ۱۲۸-۱۱۰.

کیمیاگری، علی، غلامرضا اسلامی بیدگلی، محمد و اسکندری، مهدی (۱۳۸۶). بررسی رابطه بین ریسک و بازده در بورس تهران بر اساس مدل سه عاملی فاما و فرنچ، *تحقیقات مالی*، ۹(۲۳)، صص ۸۲-۶۱.

هادیان، ریحانه، هاشمی، سید عباس و صمدی، سعید (۱۳۹۶). ارزیابی تأثیر 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 ۳۴-۱.

References

Bouchaud, J. Kruger, P. Landier, A. & Thesmar, D. (2017). Sticky Expectations and the Profitability Anomaly. J*ournal 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. (2015). Information Rigidity and the Expectations Formation Process: A Simple Framework and New Facts. *American Economic Review*.

Coibion, O. & Gorodnichenko, Y. (2012). What can survey forecasts tell us about information rigidities? *Journal of Political Economy*, 120, 116-159.

Fama, Eugene F. & French, K. R. (1992). The Cross-Section of Expected Stock Returns. *The Journal of Finance*, 47, 427-465.

Jean-Philippe, B. & Philipp, K. & Augustin, L. & David, T. (2017). Sticky Expectations and the Profitability Anomaly. SSRN.com.

Imran, K. & Farhan, W. (2016). Impact of Corporate Governance and Ownership Structure on Capital Structure. *International Journal of Management Sciences and Business Research*, 5(11), 119-133.

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.

Mankiw, G. & Reis, R. (2006). Pervasive Stickiness. *American Economic Review*, 96 (2), 164- 169.

Maher, M. & Andersson, T. (2000). Corporate Governance: Effects on Firm Performance and Economic Growth(OECD working paper).

Rowl, B. & Pasaribu, F. (2010). Asset Pricing Model Selection. *Journal Akuntansi & Manajemen*, 21(3), 217-230.

Stattman, D. (1980). Book value and stock returns. The Chicago MBA, *A Journal of Selection Papers*, 4, 25-45.

References [In Persian]

Badavar Nahandi, U. Zeinali, M. & Nikooyan. E. (2016). The Impact of Corporate Governance Mechanisms on the Information Efficiency of Companies Listed on the Tehran Stock Exchange. *Management Accounting and Auditing knowledge*, 5(19),1-16. [In Persian]

Hossein Zadeh, A. & Ahmadi Nia, S. (2009). Investigate the relevance of accounting profit components and operating cash flows to stock returns. *Financial Accounting Quarterly*, 1 (3), 130-107. [In Persian]

Hasas Yeganeh, Y. & Ahmadi, M. (2013). The relationship between corporate governance mechanisms and conservatism. *Empirical studies of financial accounting*, 11(38), 52 - 29. [In Persian]

Khodadadi, V. & Nikar, J. (2016). The effect of corporate governance criteria on the timeliness of property reporting disclosure. *Empirical studies of Financial Accounting*. 13(52), 53 - 74. [In Persian]

Rahnamay Rodposhti, F. Heibati, F. Taaleb Nia, Gh. & Navavi, Chashemi, S, A. (2012). Presenting a model for measuring the impact of corporate governance mechanisms on earnings management in Tehran Stock Exchange. *Management Accounting Quarterly*, 5(12), 79 110. [In Persian]

Deilami, S. & Safari Geraeeli, M. (2016). Investigating the relationship between corporate governance quality and stock return volatility. *Empirical accounting research*, 6(1), 115 – 136. [In Persian]

Shamsadini, K. Daneshi, V. & Seidi, F. (2018). Investigating the Impact of Investor Behavior and Management on Stock Returns. *Accounting knowledge*, 9(2), 163-189. [In Persian]

Shiri, Y. Sajadi, H. & Vaez, S, A. (2018). The effect of managers' expectations stickiness on the relationship between profitability stability irregularities and stock price concurrency. *Accounting and Auditing Reviews*, 25(3), 367-386. [In Persian]

Safari Gerayli, M. & Rezaee Pitenoee, Y. (2017). Provide a model of the relationship between managers' religiosity and the risk of falling stock prices with emphasis on the moderating role of corporate governance. *Financial Accounting Quarterly*, 9(35), 49-72. [In Persian]

Gaemi, M.H. & Eskandari. T. (2015). Investigating the behavior of company managers in forecasting annual profits. *Quarterly Journal of Experimental Studies in Financial Accounting*,11(40), 13-25. [In Persian]

Gorbani, B. & Khatiri, M. (2014). Unconventional stock return trend. *Financial Accounting Quarterly*, 6(21), 110-128. [In Persian]

Kimiyagari, A.M. Eslami, Bidgoli, GH. & Eskandari, M. (2007). Investigating the relationship between risk and return in Tehran Stock Exchange based on the three-factor model of Fama and Farang. *Financial Research*, 9(23), 61-82. [In Persian]

Hadiyan, R. Hashemi, S.A. & Samadi, S. (2017). Evaluating the effect of financial constraint factor on the ability to explain stock returns by three-factor models of Fama and French, four-factor Carhart and five-factor Fama and French. *Financial Accounting Quarterly*, 9(34), 1-34. [In Persian]

استناد به این مقاله: محمدی، ناهید.، بهاری مقدم، مهدی.، پور حیدری، امید. (۱۴۰۱). تأثیر مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی بر رابطه چسبندگی انتظارات مدیران و بازده آتی سهام، *فصلنامه مطالعات تجربی حسابداری مالی*، ۱۹(۷۳)، ۲۷-۵۶.

DOI: 10.22054/qjma.2021.49198.2108

Empirical Studies in Financial Accountingis licensed under a Creative Commons Attribution-NonCommercial 4.0 International License.