



Explaining the Information Sticky Expectations Based on Disclosure Quality

Tayebeh Vasheghani¹ , Azar Moslemi² and Mohsen Rashidi³

1. PhD stu. in accounting, Faculty of Economics, Islamic Azad University, Khomein Branch, Iran. Email: taiebeh.vasheghani@iau.ir

2. Faculty of Economics, Islamic Azad University, Khomein Branch, Iran (Corresponding author). Email: azarmoslemi@iau.ac.ir

3. Faculty of Management and Economic, Lorestan University, Iran .Email: Rashidi.m@lu.ac.ir

Article Info	ABSTRACT
Article type: Research Article	Objective: Sticky expectations remain stable despite receiving new information relevant to the organization's situation. This effect seems to exist only in situations that benefit the manager. In other words, the manager is slow to adjust his decisions as new information is received. The purpose of this study is to examine the sticky expectations based on disclosure quality.
Article history: Received: 2026/07/12 Received in revised form: 2026/08/29 Accepted: 2026/09/09 Published online: 2026/10/02	Research Method: In order to study the subject based on the panel regression model, in the period 2016 to 2023, data of 120 companies listed on the Tehran Stock Exchange were collected and used to test research hypotheses.
Keywords: Information expectations, disclosure quality, timeliness, information environment quality.	Results: The results of the research indicate that in the studied companies, we could see the managers' expectations stickiness. Also, the results of the second hypothesis of the study indicate that disclosure quality has a significant effect on the stickiness of managers' information expectations. Finally, the sensitivity analysis conducted indicates that there is a significant difference between the high and low classes of information environment quality in terms of the sticky expectations, and it can be stated that changes in the information environment quality lead to changes in the sticky expectations.
	Conclusion: The findings of this study indicate the presence of managerial expectation stickiness in the examined publicly listed companies, with disclosure quality exerting a significant impact on this stickiness. Moreover, sensitivity analysis reveals a significant difference in expectation stickiness across varying levels of information environment quality, underscoring the pivotal role of the information environment quality in influencing and moderating managerial expectation stickiness. These results highlight the necessity of enhancing disclosure quality and improving the information environment to reduce expectation stickiness and to increase transparency and informational efficiency in publicly traded firms.

Cite this article: Vasheghani, T., Rashidi, M., & Moslemi, A. (2026). Explaining the Information Sticky Expectations Based on Disclosure Quality. *Science and Technology of Information Management*, 12 (3). 94-110. DOI: <https://doi.org/10.22091/STIM.2025.13204.2263>



© The Author(s)

DOI: 10.22091/STIM.2025.13204.2263

Publisher: University of Qom



تبیین چسبندگی انتظارات اطلاعاتی مبتنی بر کیفیت افشا

طیبه واشقانی^۱ ID، آذر مسلمی^۲ ID و محسن رشیدی^۳ ID

۱. دانشجوی دکتری، حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی، خمین، ایران. رایانامه: taiiebeh.vasheqani@iau.ir

۲. استادیار، حسابداری، دانشکده اقتصاد، دانشگاه آزاد اسلامی، خمین، ایران (نویسنده مسئول). رایانامه: azarmoslemi@iau.ac.ir

۳. دانشیار، حسابداری، دانشکده مدیریت و اقتصاد، دانشگاه لرستان، خرم آباد، ایران. رایانامه: Rashidi.m@lu.ac.ir

اطلاعات مقاله	چکیده
نوع مقاله: مقاله پژوهشی	هدف: انتظارات چسبنده، علی‌رغم دریافت اطلاعات جدید مرتبط با وضعیت سازمان، ثابت می‌مانند. به نظر می‌رسد این اثر فقط در موقعیت‌هایی وجود دارد که به‌نفع مدیر باشد. به عبارتی، مدیر نسبت به تعدیل تصمیم‌های خود هم‌زمان با دریافت اطلاعات جدید، به‌کندی عمل می‌کند. هدف از این پژوهش بررسی چسبندگی انتظارات اطلاعاتی مبتنی بر کیفیت افشا است.
تاریخ دریافت: ۱۴۰۵/۰۴/۲۱	روش‌شناسی: برای بررسی موضوع مطالعه، از الگوی رگرسیونی داده‌های ترکیبی در دوره زمانی ۱۳۹۵ تا ۱۴۰۲ استفاده شده و داده‌های ۱۲۰ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران جمع‌آوری و برای آزمون فرضیه‌های پژوهش به کار گرفته شد. بر مبنای روش غربالگری داده‌های پژوهش از شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران جمع‌آوری و با استفاده از رویکرد داده‌های تابلویی برآوردها انجام شد.
تاریخ بازنگری: ۱۴۰۵/۰۶/۰۷	یافته‌ها: نتایج پژوهش نشان‌دهنده این است که در شرکت‌های مطالعه شاهد چسبندگی انتظارات مدیران هستیم. همچنین، نتایج فرضیه دوم پژوهش بیانگر آن است که کیفیت افشا اثر معناداری بر چسبندگی انتظارات اطلاعاتی مدیران شرکت‌های بورسی دارد. در نهایت، تحلیل حساسیت انجام‌شده بیانگر این است که بین طبقه‌های بالا و پایین کیفیت محیط اطلاعاتی از بُعد چسبندگی انتظارات، تفاوت معناداری وجود دارد و می‌توان ابراز داشت که تغییرات در کیفیت محیط اطلاعاتی به تغییر در چسبندگی انتظارات منجر می‌شود.
تاریخ پذیرش: ۱۴۰۵/۰۶/۱۸	نتیجه‌گیری: یافته‌های پژوهش بیانگر آن است که چسبندگی انتظارات مدیران در شرکت‌های بورسی مطالعه‌شده وجود دارد و کیفیت افشا به‌طور معناداری بر این چسبندگی تأثیرگذار است. علاوه بر این، تحلیل حساسیت نشان می‌دهد که تفاوت معناداری بین سطوح مختلف کیفیت محیط اطلاعاتی از نظر میزان چسبندگی انتظارات وجود دارد، که بیانگر نقش تعیین‌کننده کیفیت محیط اطلاعاتی در تغییر و تعدیل چسبندگی انتظارات مدیران است. این نتایج بر ضرورت بهبود کیفیت افشا و ارتقاء محیط اطلاعاتی برای کاهش چسبندگی انتظارات و افزایش شفافیت و کارایی اطلاعات در شرکت‌های بورسی تأکید دارند.
تاریخ انتشار: ۱۴۰۵/۰۷/۱۰	کلیدواژه‌ها: انتظارات اطلاعاتی، کیفیت افشا، تأکید دارند. به‌موقع‌بودن، کیفیت محیط اطلاعاتی.

استناد: واشقانی، طیبه و رشیدی، محسن و مسلمی، آذر. (۱۴۰۵). «تبیین چسبندگی انتظارات اطلاعاتی مبتنی بر کیفیت افشا». *علوم و فنون مدیریت اطلاعات*.

دوره ۱۲، شماره ۳، ص: ۹۴-۱۱۰. <https://doi.org/10.22091/STIM.2025.13204.2263>



۱. مقدمه

با توجه به اینکه قیمت‌گذاری مبتنی بر انتظارات آتی مدیران از وضعیت شرکت بوده و تغییرات در وضعیت آتی به تغییر قیمت سهام منجر می‌شود، بررسی چسبندگی انتظارات بر مبنای باورهای مدیران به بهبود شناخت رفتارهای آن‌ها منجر شده و امکان‌پذیر شدن نادرست و تحمیل هزینه به سرمایه‌گذار را کاهش می‌دهد، چراکه بر مبنای پژوهش امیری، آشتاب، و حیدری (۱۴۰۳)، ناپایداری عملکردی می‌تواند تصویری پُریسک از شرکت به سهام‌داران ارائه کند. به عبارتی، از بُعد شناخت رفتار و عملکرد مدیران، امکان کاهش ریسک تحمیلی به سرمایه‌گذار فراهم می‌شود. برخلاف پژوهش‌های پیشین از جمله محمدی، بهارمقدم، و پورحیدری (۱۴۰۱) و شیر، سجادی، و واعظ (۱۳۹۷) که بُعد بازدهی مبتنی بر انتظارات سرمایه‌گذاران و پایداری سود را مطالعه و بررسی قرار داده‌اند، در این پژوهش برآنیم تا با لحاظ کردن چسبندگی انتظارات مدیران، ناهنجاری‌های ساختاری، و نقص در افشا را از جنبه رفتاری تشریح کنیم. بنابراین، تغییر انتظارات عاملی برای تشدید ناهنجاری است که در نتیجه آن ریسک‌پذیری نادرست برای این دسته از سرمایه‌گذاران افزایش یافته و می‌تواند به شکل‌گیری نوساناتی در وضعیت معاملات بازار سرمایه منجر شود. این مسئله در قالب انحراف باورهای فعالان بازار از انتظارات منطقی نمود پیدا می‌کند. تغییر در کیفیت افشا را نمی‌توان برآمده از وقایع ساده تفسیر کرد، بلکه می‌توان آن را به مثابه علامتی از انتظارات در نظر گرفت. بنابراین، تغییر در انتظارات می‌تواند به شکل‌گیری نوسانات و ناهنجاری‌هایی در بازار منجر شود.

فورر^۱ (۲۰۱۷) دریافت که پیش‌بینی‌های فردی ذاتاً پایدار هستند و در این پیش‌بینی‌ها چسبندگی انتظارات وجود دارد. چسبندگی در انتظارات فردی به این معنا است که انتظارات افراد بستگی به آخرین پیش‌بینی آن‌ها در مورد همان دوره دارد. چسبندگی انتظارات نوعی سوگیری رفتاری است که بر مبنای آن افراد ممکن است به طور خاص تأثیر گرفته از غافلگیری‌ها و اخبار مربوط به وضعیت کنونی قرار گیرند. این توضیح به خوبی با مفهوم شهود نمایندگی مطابقت دارد. مدیران بر اساس انتظاراتی که در نتیجه اخبار مربوط به شرایط کنونی کسب می‌کنند، ممکن است اقدام به تعدیل سودهای پیش‌بینی شده کنند که در آن امکان شکل‌گیری بخش غیرمنتظره سود افزایش می‌یابد. بنابراین، اگر مدیران در دوره جاری با توجه به افزایش درک آن‌ها از یک متغیر نسبت به آنچه از پیش انتظار داشتند، تأثیر پذیرند، این اثر را به آینده نیز تعمیم می‌دهند. در نتیجه، مدیران انتظارات خود را در مورد آینده به صورت افزایشی تعدیل می‌کنند (حتی اگر منطقی نباشد).

تئوری‌ها نشان می‌دهند زمانی که کیفیت افشا بالاتر باشد برای یک سطح معینی از انتظارات اطلاعاتی، میزان بهره‌برداری از اطلاعات خصوصی از سوی معامله‌گران مطلع پایین‌تر است، زیرا کیفیت افشا به انعکاس سریع‌تر اخبار در قیمت‌ها منجر می‌شود. به عبارتی، کیفیت افشا نیاز به کارگزاران بازار برای حفاظت از قیمت‌ها را کاهش می‌دهد و ریسک ناقرینگی اطلاعاتی برای سرمایه‌گذاران خرد را کاهش می‌دهد، زیرا سرمایه‌گذاران مطلع به انعکاس بالاتر اطلاعات در قیمت‌ها منجر می‌شوند (ایسلی و اهارا^۲، ۲۰۰۴). شرکت‌ها نسبت به اطلاعات خود مالکیت انحصاری دارند، به گونه‌ای که مانع از انتقال ارزش افزوده آن‌ها به سرمایه‌گذاران می‌شود. تلاش برای دستیابی به اطلاعات از سایر کانال‌های موجود در بازار سرمایه، به تحمیل ریسک اطلاعات غیرواقعی به سرمایه‌گذار منجر می‌شود و بخشی از بازده مورد انتظار در قالب هزینه‌های دستیابی به اطلاعات محدود می‌شود. مطابق با ادبیات اقتصاد اطلاعات، کیفیت افشا به انتقال ارزش از شرکت به سهامداران منجر شده و هزینه سرمایه‌برآمده از رقابت اطلاعاتی را کاهش می‌دهد (داتا و نزلوبین^۳، ۲۰۱۷).

این پژوهش مبتنی بر ادبیات مالی رفتاری است، که هر دو الگوی واکنش کمتر از حد و بیش از حد مدیران را بررسی می‌کند. به عبارتی، برخلاف پژوهش‌های پیشین از جمله اسکو و فخاری (۱۴۰۱)، شهرزادی، فروغی و امیری (۱۳۹۸)، و بارینوف^۴ (۲۰۲۳) که به بررسی جنبه ناکارآمدی بازار و اثر آن بر تغییر بازده غیرعادی پرداخته‌اند و بازده غیرعادی را تابعی از انحرافات بازار در نظر گرفته‌اند،

1. Fuhrer
2. Easley and O'Hara
3. Dutta and Nezlabin
4. Barinov

در این پژوهش تغییر و چسبندگی انتظارات مدیران همچون یکی از عوامل ایجادکننده ناهنجاری، بررسی و مطالعه شده است. به عبارتی، باور و انتظارات مدیران نسبت به وضعیت آتی و نیز سرعت تعدیل این انتظارات به مثابه یکی از محرک‌های ناهنجاری در نظر گرفته شده است. در پژوهش‌های پیشین ارتباط بین تداوم خطاهای پیش‌بینی و ناهنجاری ساختاری بررسی نشده است.

در این پژوهش با در نظر گرفتن چسبندگی انتظارات مدیران، ناهنجاری‌های ساختاری، و نقص در افشا را از جنبه رفتاری تشریح می‌کنیم. بنابراین، تغییر انتظارات عاملی برای تشدید ناهنجاری است که در نتیجه آن ریسک‌گزینش نادرست برای این دسته از سرمایه‌گذاران افزایش یافته و می‌تواند به شکل‌گیری نوساناتی در وضعیت معاملات بازار سرمایه منجر شود. این مسئله در قالب انحراف باورهای فعالان بازار از انتظارات منطقی نمود پیدا می‌کند. تغییر در کیفیت افشا را نمی‌توان برآمده از وقایع ساده تفسیر کرد، بلکه می‌توان آن را به مثابه علامتی از انتظارات در نظر گرفت. بنابراین، تغییر در انتظارات می‌تواند به شکل‌گیری نوسانات و ناهنجاری‌های در بازار منجر شود. به عبارتی، برخلاف پژوهش‌های پیشین که کیفیت افشا، یک عامل اثرگذار واحد در نظر گرفته شده است (رویکرد کارایی بازار سرمایه)، در این پژوهش با تأکید بر جنبه‌های افشای کامل و ناقص و این واقعیت که کارایی بازار با محدودیت‌هایی همراه است، ابعاد مختلف افشا بررسی و مطالعه می‌شود تا مشخص شود که کدام سطح از افشا به تغییر چارچوب انتظاراتی مدیران منجر می‌شود. از طرفی، با طیف‌بندی سرعت اصلاح ساختار سرمایه، مشخص می‌شود که اصلاح ساختار در کدام سطح به تغییر رویکرد رفتاری مدیران منجر می‌شود. در این پژوهش، به تفصیل جنبه‌های درون‌سازمانی برآمده از رفتار مدیران بحث و تحلیل می‌شود. همچنین، در این پژوهش برای کنترل اثرات برآمده از خطای تصریح مدل، از رویکرد خوشه‌بندی استفاده شده به گونه‌ای که برای آزمون فرضیات تکمیلی، داده‌ها پنج‌گانه‌بندی شده و مدل چسبندگی انتظارات با توجه به پنج‌گانه‌های شکل گرفته برآورد و نتایج پنج‌گانه‌های دامن‌های با یکدیگر مقایسه و تمایزات مشخص می‌شوند.

۲. مبانی نظری

بخش مهمی از تئوری‌های مالی و اقتصادی بر این استوار است که افراد عقلایی رفتار می‌کنند و در فرایند تصمیم‌گیری، همه اطلاعات را در نظر می‌گیرند. از سوی دیگر، پژوهشگران دانشگاهی به شواهد فراوانی دست یافته‌اند که نشان‌دهنده رفتار غیرعقلایی و تکرار خطا در ارزیابی و قضاوت انسان است. پیش‌بینی‌کنندگان، باورها یا انتظاراتی دارند که به باورهای گذشته آنها متصل بوده و به راحتی آنها را تغییر نمی‌دهند. به همین دلیل، همواره بخشی از اطلاعات جدید را در پیش‌بینی خود لحاظ نمی‌کنند. به این مفهوم در علم اقتصاد، چسبندگی اطلاعات گفته می‌شود (شیری و دیگران، ۱۳۹۷). الگوی مکنیو و ریس^۱ (۲۰۰۲) یکی از الگوهای انتظارات عقلایی با فرض چسبندگی اطلاعات است. براساس این الگو، بنگاه‌ها در هر دوره قادر به تعدیل قیمت کالای خود هستند، اما تنها کسری از بنگاه‌ها در هر دوره، اطلاعات جدیدی درباره وضعیت اقتصاد (و متغیرهای اثرگذار بر تصمیم‌های اقتصادی بنگاه) به دست می‌آورند و در نتیجه قادر هستند قیمت بهینه جدیدی را محاسبه کنند. سایر بنگاه‌ها که اطلاعات جدیدی درباره شرایط اقتصادی به دست نیاورده‌اند با همان قیمت‌های پیشین ادامه می‌دهند. با سازوکار اطلاعات چسبنده، انتشار اطلاعات در اقتصاد به‌کندی انجام می‌شود، بنابراین تعدیل قیمت به دلیل وجود چسبندگی در اطلاعات به‌کندی اتفاق می‌افتد. نتایج پژوهش‌های تجربی انجام‌شده نیز وجود اطلاعات چسبنده در اقتصاد ایران را تأیید کرده و نشان می‌دهند که به‌طور متوسط دو فصل طول می‌کشد تا بنگاه مجموعه اطلاعات استفاده‌شده در تعیین قیمت کالای خود را به‌روز کند (همتی و دیگران، ۱۳۹۵). درواقع این الگو، مؤلفه‌های الگوی تعدیل تصادفی را با مؤلفه‌های الگوی اطلاعات ناقص، ترکیب می‌کند (صمدی و اوجی مهر، ۱۳۹۴).

ادبیات حسابداری نیز بیانگر چسبندگی بودن برخی تصمیم‌های مدیران مانند افشای داوطلبانه، پیش‌بینی سود، و موارد مشابه است، برامثال باوم^۲ و دیگران (۲۰۱۷) نشان می‌دهند که تصمیم‌گیری در مورد انجام افشا از سوی مدیران (مانند افشای داوطلبانه) چسبنده است. به عبارت دیگر، افشاهای داوطلبانه انجام‌شده در دوره‌های پیشین با احتمال افشای داوطلبانه در دوره جاری

1. Mankiw & Reis

2. Baum

همبستگی مثبت دارد (باتچریا و دیگران^۱، ۲۰۱۱). چسبندگی افشاهای انجام شده اغلب به مثابه شواهدی از تعهد مدیران به سیاست‌های افشا شناخته می‌شود (باربریس^۲، ۲۰۱۸). باوم و دیگران (۲۰۱۷) به روش تجربی و نظری به مدل سازی تأثیر یادگیری سرمایه‌گذاران بر تصمیم‌های پویای مدیران پیرامون افشای داوطلبانه پرداخت، نتایج پژوهش آن‌ها نشان می‌دهد که باورهای بدبینانه سرمایه‌گذاران و نااطمینانی آن‌ها به افشا بیشتر از سوی مدیران منجر می‌شود. علاوه بر این، یادگیری سرمایه‌گذاران به تداوم افشاهای از سوی مدیران منجر می‌شود. هم چنین ما^۳ و دیگران (۲۰۲۴) به شیوه‌ای تجربی و نظری نشان می‌دهند که تورش نظام‌مند در پیش‌بینی مدیران شرکت‌ها وجود داشته و خطای پیش‌بینی در سال‌های بعد نیز تداوم پیدا می‌کند. آن‌ها نشان می‌دهند که این تورش با فرضیه واکنش کمتر از حد مدیران به اخبار اخیر پیرامون شرکت، سازگار است. در پژوهشی کمابیش مشابه، ما و دیگران (۲۰۱۸) نشان دادند که خطای پیش‌بینی مدیران در سال جاری با خطای پیش‌بینی آن‌ها در سال‌های گذشته به‌طور معناداری هم‌بسته است. وجود همبستگی بین خطای پیش‌بینی مدیران به‌طور ضمنی بیانگر چسبندگی بودن انتظارات مدیران بوده و با فرضیه واکنش کمتر از حد مدیران به اطلاعات جدید سازگار است.

پژوهش‌های تجربی انجام شده در ادبیات مالی رفتاری نیز نشان می‌دهند که انتشار اطلاعات در بازارهای مالی به‌کندی انجام شده (هونگ، لیم و استین^۴، ۲۰۰۰؛ هو، ۲۰۰۷؛ بوچاند^۵ و دیگران، ۲۰۱۹) و انعکاس آن در قیمت‌های سهام با تأخیر انجام می‌شود به‌گونه‌ای که سهامی که در آن‌ها، انعکاس اطلاعات با تأخیر بیشتری انجام می‌شود، بازدهی بالاتری کسب می‌کنند که این بازدهی با استفاده از عوامل شناخته‌شده ریسک قابل توضیح نیست (ابراهیم نژاد و پدرام راد، ۱۳۹۷). همچنین، بازار نمی‌تواند به‌طور کامل به اطلاعات نهفته در گزارش‌های مالی (مانند گزارش اعلام عایدات) واکنش نشان داده و کمتر از حد واکنش نشان می‌دهد (کرمی و مرشدزاده بافی، ۱۳۹۳)، به‌گونه‌ای که قیمت سهام تا مدتی پس از اعلام عایدات (برای مثال ۶۰ روز مبادلاتی پس از اعلان طبق پژوهش فاستر^۶ و دیگران (۱۹۸۴) به واکنش اولیه خود ادامه می‌دهد، هر چند بیان علت مشاهده این پدیده سخت بوده است، اما دلایل بسیاری در ادبیات مالی و حسابداری برای آن ارائه شده است. برخی مطالعات، جذب‌نشدن اطلاعات موجود از سوی سرمایه‌گذار و هزینه مبادله را مانع پاسخ سریع سرمایه‌گذاران به اخبار عایدات می‌دانند، برخی دیگر کیفیت پایین اطلاعات منتشره از سوی شرکت (افلاطونی، ۱۳۹۴؛ رباطمیلی و دیگران، ۱۳۹۳؛ رحمانی و دیگران، ۱۳۹۱)، و هزینه‌های نمایندگی (بادآور نهندی و دیگران، ۱۳۹۷) را مطرح می‌کنند. دسته‌ای دیگر بیان می‌کنند که الگوی استفاده‌شده برای بازده، یعنی مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای ناقص است. در نتیجه بازده غیرعادی شناسایی شده، همان بازده برآمده از تحمل ریسک است که با الگو شناسایی نشده است (برنارد و توماس^۸، ۱۹۹۰). برخی مطالعات نیز، رفتار غیرعقلایی و سویه‌های رفتاری را دلیل این پدیده می‌دانند، از جمله این دلایل اطمینان بیش از حد (دنیل^۹ و دیگران، ۱۹۹۸)، واکنش کمتر از حد به اطلاعات (هونگ و استین، ۱۹۹۹)، عدم اطمینان (ژانگ، ۲۰۰۶)، بی‌اعتنایی (هیرشلیفر^{۱۰} و دیگران، ۲۰۰۹)، فرض‌های اشتباه سرمایه‌گذاران در مورد ارزیابی اجزای سود (برنارد و توماس، ۱۹۹۰)، و مدیریت بر سود (لوئیس و سان^{۱۱}، ۲۰۱۱) است. انتشار اطلاعات با سرعت آهسته در بازارهای مالی و واکنش کمتر از حد به آن به‌طور ضمنی بیانگر الگوی چسبندگی اطلاعات است.

1. Bhattacharya
2. Barberis
3. Ma
4. Hong, Lim & Stein
5. Hou
6. Bouchaud
7. Foster
8. Bernard & Thomas
9. Daniel
10. Hirshleifer
11. Louis & Sun

بوچاند و دیگران (۲۰۱۹) در مقاله‌ای با عنوان چسبندگی انتظارات و ناهنجاری سودآوری با استفاده از مدل چسبندگی اطلاعات مطرح شده در ادبیات اقتصادی به معرفی تئوری ناهنجاری سودآوری پرداختند. پژوهشگران از پیش‌بینی‌های تحلیلگران مالی به مثابه پروکسی باورهای کلیه مشارکت‌کنندگان در بازار استفاده کرده و مدل خود را به روش تجربی آزمودند. مطابق با مدل آن‌ها، سرمایه‌گذاران با استفاده از سیگنال‌ها و پویایی باورهای چسبنده، سودهای آتی را پیش‌بینی کردند، به عبارتی دیگر در مدل آن‌ها، سودهای گذشته‌نگر، بازده‌های آتی (ناهنجاری سودآوری) را پیش‌بینی کردند. به شیوه‌ای کمابیش مشابه، کاهن^۱ و دیگران (۲۰۱۷) به شیوه‌ای تجربی نشان می‌دهند که تصمیم‌های پیشین سرمایه‌گذاری افراد، بر توانایی آن‌ها برای شکل‌گیری درست باورهایشان پیرامون کیفیت دارایی‌های مالی آتی و به دنبال آن انتخاب پرتفوی‌شان تأثیر دارد. آن‌ها با کنترل باورهای پیشین افراد، نشان می‌دهند زمانی که تصمیم‌پیشین افراد، سرمایه‌گذاری در سهام (به جای اوراق قرضه) باشد، پس از آن باورهای خوش بینانه‌ای در مورد توزیع سود سهام در ذهن خود شکل می‌دهند، این موضوعی برآمده از این واقعیت است که سرمایه‌گذاران باورهای خود پیرامون سهام را، فراتر از مقایسه صرف سود تقسیمی بالا در مقایسه با سود تقسیمی پایین، به روز رسانی می‌کنند. از طرفی دیگر، دارندگان اوراق قرضه نیز برعکس سهامداران عمل کرده و در مورد به‌روز رسانی باورهای خود پیرامون اوراق قرضه، فراتر از مشاهده سهام با سود تقسیمی پایین عمل می‌کنند، انتخاب آتی دارایی‌های مالی (سرمایه‌گذاری در سهام یا اوراق قرضه) منعکس‌کننده چنین باورهای سوبه‌مند خواهد بود، به گونه‌ای که افراد، به اطلاعاتی که اخیر مشاهده کرده و منطبق با تصمیم‌های پیشین سرمایه‌گذاری آن‌ها نیست، کمتر اتکا کرده و براساس باورهای پیشین خود، پرتفوی‌های جدید خود را تشکیل می‌دهند. بنابراین انتخاب پرتفوی در طی زمان به‌طور چسبنده انجام خواهد شد، آن‌ها استدلال می‌کنند که رفتار نامتقارن در یادگیری و تصمیم‌های انتخاب پرتفوی، برآمده از واکنش نامتقارن حوزه‌ای از مغز افراد است که در فرایند یادگیری و ارزش‌گذاری مهم دانسته می‌شود. به عبارتی دیگر، این ناحیه، بیشتر اطلاعاتی را که مطابق (و نه متناقض یا مغایر) با انتخاب‌های پیشین افراد است، رمزگذاری می‌کند.

۱-۲. پیشینه تجربی

مهرآرا و سهیلی احمدی (۱۳۹۷) با مدل‌سازی فرایند ورود معامله‌گران آگاه و ناآگاه به بورس تهران و بررسی برهم‌کنش این دو گروه معامله‌گران در بازار به این نتیجه رسیدند که افزایش پیش‌بینی‌نشده عدم تقارن اطلاعاتی در یک روز، مقدار انتظاری ورود هر دو گروه معامله‌گران به بازار در روز آتی را افزایش می‌دهد. مقدار ورود معامله‌گران آگاه در مقایسه با معامله‌گران ناآگاه پایداری کمتری نشان می‌دهد. به علاوه، این مقدار تأثیرپذیری کمی از رونق معاملات دارد. همچنین، افزایش حضور معامله‌گران آگاه لزوماً تعداد معامله‌گران ناآگاه در بازار را کاهش نمی‌دهد.

صحراکاران و رضایی (۱۳۹۷)، با بررسی تأثیر ریسک اطلاعات مالی در ساختار سرمایه با رویکرد نمایندگی دریافتند که با افزایش تضاد منافع بین مدیران، کسری مالی و به تبع آن، میزان تأمین مالی از محل بدهی‌ها افزایش می‌یابد، بنابراین بین کسری مالی و تغییرات ساختار سرمایه، رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. شیری و دیگران (۱۳۹۷) نیز نشان دادند که پایداری بازده سرمایه، بازده دارایی‌ها، جریان‌های نقدی، و سود ناخالص ارتباط مثبت و معناداری با هم‌زمانی قیمت سهام دارند و متغیر تعدیل‌گر چسبندگی انتظارات مدیران، رابطه متغیرهای یادشده با هم‌زمانی قیمت سهام را تقویت می‌کنند. جمشیدی و قالیباف اصل (۱۳۹۷) با بررسی رفتار سرمایه‌گذاران نشان دادند که چگونه می‌توان این اصل را در زمینه مطالعه رفتار و عملکرد سرمایه‌گذاران برای یک زیرمجموعه مشخص از پنج ویژگی شخصیتی (مرکز کنترل، تمایل به حداکثرسازی، خودارزیابی، هیجان‌خواهی، و رفتارهای متفاوت) به کار برد. نتایج آن‌ها بیانگر این است که فراوانی معامله افراد با مرکز کنترل بیرونی و تمایل به حداکثرسازی زیاد، بیشتر است (بیشتر خریدوفروش می‌کنند). همچنین افراد با مرکز کنترل بیرونی و خودارزیابی و هیجان‌خواهی زیاد، تنوع پرتفوی کمتری دارند. درنهایت اینکه فراوانی معاملات بیشتر با عملکرد بهتر مرتبط است.

چانگ و دیگران^۱ (۲۰۱۹) با بررسی نقش کیفیت افشا از دو بعد کمی و کیفی بر کارایی قیمت‌گذاری سهام به این نتیجه رسیدند که با بهبود کیفی و کمی افشا، فرآیند کشف قیمت بهبود یافته و قیمت‌گذاری سهام به واقعیت نزدیک‌تر می‌شود.

بوردالو^۲ و دیگران (۲۰۱۹) با استفاده از ادبیات روان‌شناسی، تئوری شکل‌گیری باورها^۳ در سطح افراد را مدل‌سازی کرده و به صورت تجربی نشان می‌دهند، بازده آتی پرتفوی سهام‌هایی که رشد سود آن‌ها در بلندمدت به‌طورخوش‌بینانه از سوی تحلیل‌گران پیش‌بینی می‌شود، کمتر از بازده آتی پرتفوی سهام‌هایی است که رشد سود آن‌ها در بلندمدت بدبینانه پیش‌بینی می‌شود، ویژگی اصلی تئوری آن‌ها این است که سرمایه‌گذاران آینده‌نگر بوده و به اخبار واکنش نشان می‌دهند، اما واکنش آن‌ها با سوبیه‌شهود نمایندگی تحریف می‌شود. بدین صورت که سرمایه‌گذاران احتمال وقوع یک پدیده را با توجه به میزان شباهتی که این پدیده با پدیده‌های مشاهده‌شده پیشین دارد برآورد می‌کنند. لودیس^۴ (۲۰۱۹) نشان می‌دهد که بازار به صورت متفاوت به جزء اطلاعاتی و سوبیه‌ای بازده مورد انتظار تحلیل‌گران، واکنش نشان می‌دهد. وی با استفاده از روش‌های مختلف اقتصادسنجی نشان می‌دهد که بازار به جزء اطلاعاتی کمتر از حد و به جزء سوبیه‌ای بیشتر از حد واکنش نشان می‌دهد. شردر^۵ (۲۰۱۸) نقش اطلاعات نامتقارن در تغییر هزینه سرمایه را مطالعه کرده و به این نتیجه رسید که عوامل مختلفی از جمله کیفیت افشا، راهبری شرکتی، و دقت اطلاعات به تغییر ارتباط بین کیفیت اطلاعات حسابداری و هزینه سرمایه منجر می‌شود. اکبس^۶ و دیگران (۲۰۱۷) بیان می‌کنند که اگر سرمایه‌گذاران در رابطه با به‌روزرسانی باورهای خود در رویارویی با شواهد جدید محافظه‌کارانه عمل کنند یا سیگنال‌های عمومی را کمتر در نظر گرفته (دنیل و دیگران، ۱۹۹۸) یا اخبار را نادیده بگیرند (هونگ و اسین، ۱۹۹۹). قیمت کنونی سهام منعکس‌کننده تمام اطلاعات مربوط به عملکرد آتی که به‌دلیل‌روند سود نشان داده می‌شود، نخواهد بود. بر این اساس، آن‌ها استدلال می‌کنند که رابطه مثبت بین روند سودآوری و بازده سهام طی دو سال آینده ممکن است برآمده از واکنش کمتر از حد سرمایه‌گذاران به عملکرد آتی که به‌دلیل روند سود نشان داده می‌شود، باشد.

براون و هیلگیست^۸ (۲۰۰۷) به این نتیجه رسیدند که کیفیت افشا رابطه مثبتی با مقدار دادو ستد سرمایه‌گذاران آگاه (دارای اطلاعات خصوصی) و ناآگاه دارد. با این حال، این افزایش‌ها به نظر می‌رسد دیگری را تهاتر کند، همچنان که آن‌ها به هیچ شواهدی درباره رابطه بین کیفیت افشا و مقدار نسبی دادوستد سرمایه‌گذاران آگاه دست نیافتند.

گومز، گورتون، و مادوریا^۹ (۲۰۰۷) با بررسی اثر مقررات افشای منصفانه و ارائه اطلاعات بر بارهای عاملی به این نتیجه رسیدند که بعد از مقررات، بارهای عاملی اندازه برای شرکت‌های کوچک افزایش، اما برای شرکت‌های بزرگ کاهش یافته است. وردی^{۱۰} (۲۰۰۵) با بررسی اثرات محیط اطلاعاتی و کیفیت افشا بر هزینه سرمایه دریافتند که تغییرات در کیفیت اطلاعات ارائه‌شده و نیز محیط فعالیت شرکت، به تغییر و یا تعدیل هزینه سرمایه منجر می‌شود.

با توجه به مبانی نظری و پیشینه پژوهش‌های مرتبط، دو شکاف پژوهشی مهم در حوزه چسبندگی انتظارات مدیران و کیفیت افشا قابل شناسایی است. نخست، هر چند ادبیات مالی و اقتصادی به‌طور گسترده به مفهوم چسبندگی اطلاعات و تأثیر آن بر رفتار اقتصادی و قیمت‌گذاری دارایی‌ها پرداخته است، اما نقش کیفیت افشا به‌مثابه‌متغیری مؤثر در تعدیل یا تشدید چسبندگی انتظارات مدیران به‌شکل نظام‌مند و تجربی در بازار سرمایه ایران کمتر واکاوی شده است. بیشتر مطالعات پیشین، تمرکز خود را بر بررسی جداگانه چسبندگی اطلاعات یا کیفیت افشا گذاشته‌اند و تعامل میان این دو متغیر کلیدی و تأثیر آن بر رفتار مدیران و

1. Chung
2. Bordalo
3. Theory of belief formation
4. Loudis
5. Schreder
6. Akbas
7. Hong & Stein
8. Brown and Hillegiest
9. Gomes, Gorton and Madureira
10. Verdi

تصمیم‌گیری‌های مالی در بستر بازارهای مالی ایران، هنوز به صورت جامع و مستدل تحلیل نشده است. دوم، علی‌رغم وجود شواهد تجربی فراوان در ادبیات مالی رفتاری مبنی بر کُندی انتشار اطلاعات و واکنش‌های با تأخیر بازار به اخبار مالی، پژوهش‌های کمی به بررسی پویایی و تداوم چسبندگی انتظارات مدیران و تأثیر مستقیم کیفیت افشا بر این پدیده پرداخته‌اند. به عبارت دیگر، روابط میان ویژگی‌های کیفیت افشا و چسبندگی انتظارات به‌عنوان یک فرایند تعاملی و چندبعدی، به‌ویژه در چارچوب اقتصادهای نوظهور و بازارهای مالی با ساختارهای نهادی متفاوت، به‌طور نظام‌مند کاوش نشده است. این شکاف زمینه‌ساز انجام مطالعات تجربی دقیق‌تر و بومی‌سازی یافته‌ها در زمینه رفتار اطلاعاتی مدیران شرکت‌های بورسی در ایران است.

فرضیه اول: انتظارات مدیران شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران دارای چسبندگی است.

فرضیه دوم: کیفیت افشا اثر معناداری بر چسبندگی انتظارات اطلاعاتی مدیران شرکت‌های بورسی دارد.

۳. روش پژوهش

در این پژوهش برای گردآوری داده‌ها و اطلاعات، ابتدا از روش کتابخانه‌ای استفاده شده است. در روش کتابخانه‌ای، مبانی نظری پژوهش، از کتب و مجلات تخصصی فارسی و لاتین گردآوری می‌شود. سپس، برای گردآوری داده‌های پژوهش حاضر از لوح‌های فشرده آرشیو تصویری و آماری سازمان بورس اوراق بهادار تهران، سایت رسمی شرکت بورس اوراق بهادار تهران و دیگر پایگاه‌های اینترنتی مرتبط، اطلاعات حسابداری شرکت‌های بورسی، و دیگر منابع اطلاعاتی استفاده شده است.

۳-۱. مدل و متغیرهای پژوهش

مدل پژوهش

این پژوهش به دنبال بررسی چسبندگی انتظارات اطلاعاتی مبتنی بر کیفیت افشا است. برای این هدف از مدل‌های زیر برای بررسی فرضیه‌ها استفاده شده است:

مدل (۱) برای بررسی فرضیه اول

$$\frac{(\pi_{f,t} - F_{t-1}\pi_{f,t})}{P_{f,t-2}} = a + b \cdot \frac{(F_{t-1}\pi_{f,t} - F_{t-2}\pi_{f,t})}{P_{f,t-2}} + c \cdot \frac{(\pi_{f,t-1} - \pi_{f,t-2})}{P_{f,t-2}} + \varepsilon$$

در مدل بالا ضریب b پارامتر چسبندگی به شمار می‌رود و $\frac{(\pi_{f,t} - F_{t-1}\pi_{f,t})}{P_{f,t-2}}$ انحراف بین سود واقعی و سود پیش‌بینی‌شده به قیمت سهام است.

در رگرسیون بالا ضریب مورد نظر برای آزمون چسبندگی انتظارات اطلاعاتی b است که اگر در این مدل بزرگتر از صفر باشد انتظارات سرمایه‌گذاران و مدیران شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران دارای چسبندگی است.

مدل (۱) برای بررسی فرضیه دوم

$$\frac{F_t\pi_{f,t} - F_{t-1}\pi_{f,t}}{P_{f,t-2}} = \alpha_0 + \alpha_1 \frac{F_{t-1}\pi_{f,t} - F_{t-2}\pi_{f,t}}{P_{f,t-2}} + \alpha_2 DisQuality_{it} + \alpha_3 DisQuality_{it} * \left(\frac{F_{t-1}\pi_{f,t} - F_{t-2}\pi_{f,t}}{P_{f,t-2}} \right) + \alpha_4 PR_{it} + \alpha_5 Tang_{it} + \alpha_6 LEV_{it} + \alpha_7 INST_{it} + \alpha_8 CO_OWN_{it} + \alpha_9 GRW_{it} + \alpha_{10} SIZE_{it} + \varepsilon$$

در رگرسیون بالا α_2 ضریب متغیر کیفیت افشا است که اثر مجزای این متغیر را نشان می‌دهد و α_3 ضریب ارتباط متقابل بین کیفیت افشا و چسبندگی انتظارات اطلاعاتی را نشان می‌دهد که در واقع جزء قیمت‌گذاری اضافی مازاد بر عامل مجزا است. در مدل‌های گفته‌شده:

$DisQuality$ کیفیت افشا؛ PR سودآوری؛ $INST$ مالکیت نهادی؛ CO_OWN مالکیت متمرکز؛ $Size$ اندازه

شرکت؛ LEV اهرم مالی؛ GRW رشد شرکت، و $TANG$ دارایی ثابت را نشان می‌دهد.

متغیر وابسته

چسبندگی انتظارات مدیران: در پژوهش حاضر، برای اندازه‌گیری چسبندگی انتظارات مدیران از مدل بوچاود^۱ و دیگران (۲۰۱۸) استفاده شده است:

مدل ۳

$$\frac{(\pi_{f,t} - F_{t-1}\pi_{f,t})}{P_{f,t-2}} = a + b \cdot \frac{(F_{t-1}\pi_{f,t} - F_{t-2}\pi_{f,t})}{P_{f,t-2}} + c \cdot \frac{(\pi_{f,t-1} - \pi_{f,t-2})}{P_{f,t-2}} + \varepsilon$$

در مدل بالا ضریب b پارامتر چسبندگی به شمار می‌رود.

متغیرهای مستقل

کیفیت افشا (DisQuality): شاخص کیفیت افشا در این پژوهش به موقع بودن گزارشگری مالی در نظر گرفته شده است که با اطلاعات محاسبه شده بر مبنای فاصله زمانی بین انتشار اولین صورت‌های مالی و پایان دوره مالی شرکت محاسبه می‌شود.

متغیرهای کنترل

در این پژوهش متغیرهای کنترلی بر اساس پژوهش‌های پیشین تعیین شده و در الگوهای پژوهش در نظر گرفته شده است.

دارایی ثابت (TANG): برابر با نسبت دارایی‌های ثابت به مجموع دارایی‌های ابتدای دوره است.

سودآوری (PR): برابر با نسبت سود خالص به مجموع دارایی‌های شرکت در ابتدای دوره است.

اهرم مالی (Lev): برابر با نسبت مجموع بدهی‌ها به مجموع دارایی‌های شرکت است.

اندازه شرکت (Size): برابر با لگاریتم طبیعی مجموع دارایی‌های شرکت است.

مالکیت متمرکز (CO_OWN): به صورت مجموع سهام اشخاص حقیقی یا حقوقی که بیش از ده درصد سهام شرکت را در اختیار دارند، تعریف می‌شود.

مالکیت نهادی (INST): از مجموع سهام در اختیار بانک‌ها و بیمه‌ها، هلدینگ‌ها، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، صندوق‌های بازنشستگی، نهادها و شرکت‌های دولتی بر کل سهام منتشره شرکت به دست می‌آید.

شاخص رشد (GRW): برابر با تغییرات سود هر سهم بر اساس رابطه زیر است:

$$GRW = (Eps_2 - Eps_1) / Eps_1$$

۲-۳. جامعه آماری و شیوه انتخاب شرکت‌ها

جامعه آماری مورد مطالعه این پژوهش، کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بین سال‌های ۱۳۹۵ تا ۱۴۰۲ است. در این پژوهش، برای انتخاب نمونه، از کل داده‌های در دسترس استفاده شده است. نخست تمام شرکت‌هایی که می‌توانستند در نمونه‌گیری شرکت کنند، انتخاب شدند. سپس، از بین کلیه شرکت‌های موجود، شرکت‌هایی که دارای هر یک از شرایط زیر نبوده‌اند، حذف شده و در نهایت شرکت‌های باقی‌مانده برای انجام آزمون انتخاب شده‌اند:

۱- برای همگن شدن نمونه آماری در سال‌های بررسی، پیش از سال ۱۳۸۸ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند.

۲- از نظرافزایش قابلیت مقایسه، دوره مالی شرکت‌ها به پایان اسفند ماه منتهی شود.

۳- نمونه آماری شامل شرکت‌های واسطه‌گری مالی، سرمایه‌گذاری، لیزینگ، بانک‌ها، و شرکت‌های بیمه نمی‌شود.

۴- شرکت‌ها طی قلمرو زمانی این پژوهش تغییر فعالیت یا دوره مالی نداده باشند.

۵- داده‌های موردنظر شرکت‌ها در دسترس باشد.

در نهایت شرکت‌های بررسی شده در این پژوهش، شامل ۱۲۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بوده است.

۴. یافته‌های پژوهش

برای ارائه یک نمای کلی از خصوصیات مهم متغیرهای محاسبه شده، در جدول زیر برخی از مفاهیم آمار توصیفی این متغیرها، شامل میانگین، میانه، انحراف معیار، حداقل و اکثر مشاهدات ارائه شده است.

جدول ۱. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیرها	میانگین	میانه	انحراف معیار	حداکثر	حداقل
کیفیت افشا	۶۳/۹۷۴	۶۰/۰۰۰	۱۱۰/۰۰۰	۲۳/۰۰۰	۲/۷۹۲
چسبندگی انتظارات	۰/۲۳۱۴	۰/۱۲۹۵	۰/۱۳۲۴	۰/۵۹۰۷	-۰/۴۲۲۰
اهرم مالی	۰/۶۵۳۴	۰/۶۶۰۰	۰/۱۶۷۳	۱/۰۸۰۰	۰/۱۰۰۰
مالکیت نهادی	۰/۷۲۲۳	۰/۸۱۶۵	۰/۲۶۶۰	۰/۹۹۰۰	۰/۰۱۰۰
مالکیت متمرکز	۰/۷۶۰۷	۰/۸۰۸۷	۰/۱۷۹۳	۰/۹۹۹۸	۰/۰۵۹۵
سودآوری	۰/۱۴۹۳	۰/۱۴۰۰	۰/۱۰۹۸	۰/۶۶۰۰	-۰/۱۵۰۰
اندازه شرکت	۵/۷۲۲۰	۵/۶۷۸۱	۰/۶۱۱۹	۸/۵۲۰۰	۴/۲۴۶۴
دارایی‌های ثابت مشهود	۰/۵۵۱۲	۰/۵۲۲۵	۰/۱۹۵۹	۰/۹۸۵۲	۰/۰۰۵۵
رشد شرکت	۰/۱۲۵۱	۰/۱۱۰۰	۰/۵۳۰۷	۳/۹۹۰۰	-۰/۹۹۰۰

میانگین متغیرهای چسبندگی انتظارات مدیر برابر با ۰/۲۳۱ بوده که نشان‌دهنده وجود چسبندگی انتظارات در بین شرکت‌های مطالعه شده و واکنش نامتقارن به اخبار و اطلاعات دریافتی است. میانگین متغیرهای درصد مالکیت نهادی برابر با ۰/۷۲۲۳ است. با توجه به نتایج به دست آمده، درصد سرمایه‌گذاران آگاه یعنی سرمایه‌گذاران دارای اطلاعات خصوصی در شرکت‌های مطالعه شده بالا است، به گونه‌ای که با توجه به درصد مالکیت آن‌ها، امکان راهبری فعالیت‌های اصلی شرکت میسر می‌شود که ممکن است با توجه به اطلاعات آن‌ها کارایی بازار افزایش و نیز ناقرینگی اطلاعات کاهش یابد و یا می‌تواند با توجه به دسترسی این افراد به اطلاعات خصوصی به افزایش رانت اطلاعاتی منجر شود که خود یکی از مصادیق ناقرینگی اطلاعات به شمار می‌آید. ارزش میانگین برای تمرکز مالکیت برابر با ۰/۷۶ است و نشان‌دهنده این است که بیشتر تمرکز مالکیت شرکت مربوط به اشخاص حقوقی (مالکان نهادی) است. میانگین اهرم مالی ۰/۶۵۳ است. به عبارتی، شرکت‌ها بیشتر از محل بدهی‌ها اقدام به تأمین مالی کرده‌اند. همچنین، ارزش‌های ۰/۱۴ و ۰/۱۲ برای سودآوری و رشد، نشان‌دهنده پایین بودن سودآوری بوده و می‌تواند بیانگر نامربوط بودن اطلاعات ترازنامه و نیز رویکرد محافظه‌کارانه شرکت‌ها است. بخش زیادی از این تغییرات را می‌توان برآمده از وجود تورم دانست. ارزش میانگین برای دارایی‌های ثابت مشهود ۰/۵۵۱۲ است که بیانگر سرمایه‌گذاری بالای شرکت‌ها در دارایی‌های سرمایه‌ای (سرمایه‌گذاری بلندمدت) است. با توجه به درصد دارایی‌های ثابت به مجموع دارایی‌ها می‌توان ابراز داشت که جریان‌های نقدی صرف سرمایه‌گذاری در دارایی‌های ثابت شده است. در توجیه این نتیجه می‌توان ابراز داشت که در مرحله رشد بودن شرکت‌ها و عدم گستردگی آن‌ها می‌تواند دلیل سرمایه‌گذاری بالا در بخش دارایی‌های ثابت باشد. از طرفی با توجه به محدودیت‌های کلان اقتصادی و نیز در مرحله رشد بودن شرکت‌ها، تغییرات در میزان درآمدها محدود است.

قبل از برازش الگوها لازم است تا آزمون F لیمر برای بررسی استفاده از روش داده‌های تابلویی با اثرات ثابت در مقابل روش داده‌های ترکیبی برای الگوی بالا انجام شود. نتایج برآمده از آزمون F لیمر برای الگوی پژوهش در جدول (۲) نشان داده شده است.

جدول ۲. نتایج آزمون F لیمر برای الگوهای پژوهش

الگوی پژوهش	آماره	سطح خطا	روش پذیرفته شده
الگوی ۱	۸/۳۳۱۷	۰/۰۰۰	داده‌های تابلویی
الگوی ۲	۸/۴۰۶۹	۰/۰۰۰	داده‌های تابلویی

با توجه به آماره و سطح خطای آزمون F لیمر و تأیید فرضیه H_0 برای مدل‌های پژوهش، مدل داده‌های با اثرات ثابت پذیرفته می‌شود. لازم است برای انتخاب از بین مدل داده‌های تابلویی با اثرات ثابت یا داده‌های تابلویی با اثرات تصادفی، آزمون‌ها سمن نیز

انجام شود. که نتایج بیانگر رد نشدن فرضیه H_0 برای مدل پژوهش بوده، در نتیجه مدل داده‌های تابلویی با اثرات تصادفی اولویت دارد. بنابراین، برای تخمین مدل پژوهش از روش داده‌های تابلویی با اثرات تصادفی استفاده شده است.

جدول ۳. نتایج آزمون هاسمن برای الگوهای پژوهش

الگوی پژوهش	آماره	سطح خطا	روش پذیرفته شده
الگوی ۱	۱۱/۲۳۱۵	۰/۰۰۰	داده‌های تابلویی
الگوی ۲	۱۰/۹۸۴۲	۰/۰۰۰	داده‌های تابلویی

مطابق با نتایج به دست آمده در جدول شماره ۳، برای برآورد مدل‌ها از الگوی اثرات ثابت استفاده می‌شود. همچنین، پیش از انجام آزمون‌های تشخیصی، نتایج آزمون پایایی بیانگر پایاب بودن تمامی متغیرهای مطالعه شده بوده است. جدول (۴) نتایج برآمده از برآورد الگوی اول و دوم پژوهش را نشان می‌دهد.

جدول ۴. نتایج آزمون الگوهای اول و دوم پژوهش

الگوی ۱		الگوی ۲		متغیرها	
ضریب	آماره t	ضریب	آماره t	سطح خطا	VIF
$(F_{t-1}\pi_{f,t} - F_{t-2}\pi_{f,t}) / P_{f,t-2}$	۰/۱۵۲۳	۳/۸۷۳۲	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۱/۰۸۲۱
$(\pi_{f,t-1} - \pi_{f,t-2}) / P_{f,t-2}$	-۰/۱۰۰۸	-۲/۱۶۶۵	۰/۰۳۰	-۰/۳۲۵۴	-۲/۹۵۴
کیفیت افشا (DisQuality)	-	-	-	-۰/۵۴۸۲	-۲/۲۰۶
$DisQuality_{it} * (F_{t-1}\pi_{ft} - F_{t-2}\pi_{ft} / P_{ft-2})$	-	-	-	-۰/۰۲۳۸	-۲/۹۷۴
سودآوری	-	-	-	۰/۱۴۵۷	۱/۱۳۹
اهرم مالی	-	-	-	۰/۲۰۲۸	۰/۸۸۴
دارایی ثابت	-	-	-	۰/۱۹۸۵	۱/۱۱۹
اندازه شرکت	-	-	-	۰/۳۲۴۶	۵/۴۳۸
مالکیت نهادی	-	-	-	۰/۱۱۶۸	۱/۹۰۸
رشد شرکت	-	-	-	-۰/۴۲۱۷	-۰/۶۱۴
تمرکز مالکیت	-	-	-	۰/۳۵۰۲	۱/۳۳۳
جزء ثابت	۰/۳۷۶۶	۲/۶۶۴	۰/۰۰۷	۰/۰۹۸۸	۳/۵۸۴
ضریب تعیین	۰/۳۷۱۶			۰/۴۷۲۵	
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۳۲۰۱			۰/۴۴۱۲	
آماره دوربین-واتسون	۲/۱۰۱			۱/۹۸۹	
آماره F	۷/۳۵۰			۱۱/۳۴۸	
احتمال آماره F	۰/۰۰۰			۰/۰۰۰	

بر اساس نتایج تخمین مدل، می‌توان نتیجه گرفت که مدل پژوهش معنادار است؛ زیرا مقدار سطح خطای احتمال مربوط به آماره F برابر صفر است و کمتر از ۵ درصد است. در نتیجه، حتی در سطح اطمینان ۹۹ درصد نیز معنادار بودن مدل پذیرفته می‌شود. همچنین، با توجه به مقدار آماره دوربین-واتسون مدل که در جدول ۳ آمده است، می‌توان نتیجه گرفت که مدل پژوهش مشکل خودهمبستگی ندارد. با توجه به تأیید شدن آماره‌های مدل، فرضیه‌های پژوهش بررسی می‌شود.

بر اساس الگوی ۱، ما شاهد چسبندگی انتظارات مدیران در شرکت‌های مطالعه شده هستیم، با توجه به اینکه ضریب b برابر با ۰/۱۵۲۳ و بزرگتر از صفر است، وجود چسبندگی در انتظارات مدیران تأیید شده است.

مدل دوم پژوهش مبنی بر این که کیفیت افشا اثر معناداری بر چسبندگی انتظارات اطلاعاتی مدیران شرکت‌های بورسی دارد، تأیید شده است. با توجه به اینکه سطح خطای فرضیه دوم ۰/۰۰۳ کمتر از ۵ درصد است، فرضیه دوم پژوهش تأیید شده است.

۴-۱. تحلیل حساسیت

بر مبنای فرضیات و طرح نظری + مسئله پژوهش، چسبندگی انتظارات با افزایش کیفیت افشا کاهش می‌یابد، بنابراین در این بخش برابری اثر کیفیت افشا در تغییر انتظارات مدیران، کیفیت محیط اطلاعاتی را به مثابه یک عامل مداخله‌گر در نظر می‌گیریم. این آزمون در واقع آزمون چسبندگی انتظارات در محیط‌های پویا است. برای آزمون این فرضیه مراحل زیر طی می‌شود:

(۱) شرکت‌ها به پنج طبقه براساس شاخص سطح کیفیت افشا بازار دسته‌بندی می‌شوند. انتظار می‌رود که طبقه دارای کمترین (بیشترین) ارزش شاخص، دارای کیفیت افشا ناقص (تأخیری کامل) باشد.

(۲) سپس شرکت‌ها براساس شاخص درجه کیفیت محیط اطلاعاتی به پنج طبقه دسته‌بندی می‌شوند. هر چند به سختی می‌توان سطح کیفیت محیط اطلاعاتی را مستقیم مشاهده کرد، ولی انتظار می‌رود طبقه دارای کمترین (بیشترین) ارزش شاخص دارای کمترین (بیشترین) کیفیت محیط اطلاعاتی باشد. در طبقه‌ای که به کیفیت افشا ناقص نزدیکتر است، پیش‌بینی می‌شود شرکت‌های دارای کیفیت محیط اطلاعاتی تأخیری پایین، دارای چسبندگی انتظارات بالاتری نسبت به شرکت‌های دارای کیفیت محیط اطلاعاتی بالا باشند. در طبقه‌ای که به کیفیت افشا کامل نزدیکتر است، پیش‌بینی می‌شود که شرکت‌های دارای درجه تأخیری پایین کیفیت محیط اطلاعاتی، دارای چسبندگی انتظارات تقریباً برابری با شرکت‌های دارای درجه‌ی بالای کیفیت محیط اطلاعاتی باشند. جدول زیر طبقه‌بندی را نشان می‌دهد.

جدول ۵. دسته‌بندی شرکت‌ها بر اساس کیفیت محیط اطلاعاتی و افشا

بر حسب کیفیت افشا					
کامل (Q ₁₀)	Q ₂₀	Q ₃₀	Q ₄₀	ناقص (Q ₅₀)	بر حسب شاخص کیفیت محیط اطلاعاتی
کیفیت پایین (Q ₀₁)	Q ₁₁	Q ₂₁	Q ₃₁	Q ₄₁	
Q ₀₂	Q ₁₂	Q ₂₂	Q ₃₂	Q ₄₂	
Q ₀₃	Q ₁₃	Q ₂₃	Q ₃₃	Q ₄₃	
Q ₀₄	Q ₁₄	Q ₂₄	Q ₃₄	Q ₄₄	
کیفیت بالا (Q ₀₅)	Q ₁₅	Q ₂₅	Q ₃₅	Q ₄₅	Q ₅₅

(۱) پس از آن که شرکت‌ها به ۲۵ پرتفوی (۵ × ۵) در هر سال مرتب شدند، برای هر طبقه کیفیت افشا، مدل چسبندگی انتظارات مدیران برآورد می‌شود؛ به عبارت دیگر برای هر طبقه کیفیت افشا، رگرسیون سری‌های زمانی پرتفوی پوششی کیفیت محیط اطلاعاتی نسبت به چسبندگی انتظارات مدیران برآورد می‌شود:

$$\frac{(\pi_{f,t} - F_{t-1}\pi_{f,t})}{P_{f,t-2}} = a + b \cdot \frac{(F_{t-1}\pi_{f,t} - F_{t-2}\pi_{f,t})}{P_{f,t-2}} + c \cdot \frac{(\pi_{f,t-1} - \pi_{f,t-2})}{P_{f,t-2}} + \varepsilon$$

(۲) متغیر موردنظر در اینجا، جزء ثابت a است. اگر a به طور معناداری بیشتر از صفر باشد، شرکت‌های دارای کیفیت محیط اطلاعاتی پایین، چسبندگی انتظارات بالاتری را نسبت به شرکت‌های با کیفیت محیط اطلاعاتی بالا کسب خواهند کرد.

(۳) در این مرحله، معناداری بارهای عاملی متغیر موردنظر (یعنی a) در سطح ۵٪ با استفاده از آماره t آزمون می‌شود.

جدول ۶. پرتفوی پوششی کیفیت محیط اطلاعاتی

کیفیت محیط اطلاعاتی (Q ₁ -Q ₅)		پنجک‌های کیفیت افشا
۰/۲۲۱۰	پنجک اول	
۳/۰۱۲۵		
۰/۲۰۱۸	پنجک دوم	
۳/۲۹۴۳		
۰/۱۷۳۸	پنجک سوم	
۳/۶۶۳۵		
۰/۱۶۹۰	پنجک چهارم	

۲/۵۹۷۶	
۰/۱۲۰۷	پنجم
۳/۰۰۱۵	

با توجه به جدول بالا نیز می‌توان ابراز داشت با افزایش کیفیت افشا، روند کیفیت محیط اطلاعاتی کاهشی بوده است، به‌گونه‌ای که در پنجم اول (کیفیت افشای بالاتر) ضریب مربوطه حداکثر است. نتایج برآمده از الگوی مربوط به شرح زیر است:

جدول ۷. پرتفوی چسبندگی انتظارات

کیفیت محیط اطلاعاتی							
پنجک	متغیر	Q ₁		Q ₅		پوششی	
		ضریب	آماره t	ضریب	آماره t	ضریب	آماره t
Q ₁	جز ثابت	۰/۱۲۵۴	**۲/۳۶۲۰	۰/۶۵۱۲	**۲/۳۷۴۰	۰/۵۳۲۷	*۵/۰۰۹۸
	B	۳۵۱۲ +	*۵/۱۰۰۶	۰/۶۸۴۵	***۱/۹۰۰۱	۰/۳۳۰۹	**۲/۴۹۸۰
	C	۳۵۱۲ +	*۴/۴۰۵۹	۰/۵۶۵۱	*۲/۷۸۱۵	۰/۲۱۶۳	*۳/۹۷۸۵
	ضریب تعیین	۰/۲۳۱۶	۰/۳۴۶۰	۰/۲۷۴۹	۰/۳۳۰۹	۰/۳۳۰۹	۰/۳۳۰۹
	احتمال آماره F	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰
Q ₅	جز ثابت	۰/۱۴۶۲	۲/۱۵۷۴**	۰/۱۰۲۹	۲/۴۷۰۵**	۰/۰۴۱۲	۱/۳۵۱۹
	B	۰/۱۶۷	۲/۱۰۰۸**	۰/۰۸۷۳	۱/۱۰۵۹	۰/۰۸۶۱	۱/۴۸۶۵
	C	۰/۰۷۰۴	۱/۲۲۹۵	۰/۱۸۶۸	۲/۹۲۷۸*	۰/۱۱۴۰	۱/۰۳۱۵
	ضریب تعیین	۰/۳۹۶۷	۰/۳۲۰۶	۰/۳۴۱۲	۰/۳۲۰۶	۰/۳۴۱۲	۰/۳۴۱۲
	احتمال آماره F	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰

***،**،* به ترتیب بیانگر معناداری در سطح خطای ۱، ۵ و ۱۰ درصد هستند.

متغیر موردنظر در این بخش، جزء ثابت است. اگر جزء ثابت به‌طور معناداری بیشتر از صفر باشد، شرکت‌های دارای کیفیت محیط اطلاعاتی پایین، چسبندگی انتظارات بالاتری را تجربه خواهند کرد. با توجه به جدول بالا و نیز براساس طبقه‌های اول و آخر و مقایسه آن‌ها می‌توان ابراز داشت که تحلیل حساسیت با استفاده از معیار کیفیت محیط اطلاعاتی تأیید شده است. به عبارتی، بین طبقه‌های بالا و پایین کیفیت محیط اطلاعاتی از بُعد چسبندگی انتظارات، تفاوت معناداری وجود دارد و می‌توان ابراز داشت که تغییرات در کیفیت محیط اطلاعاتی به تغییر در چسبندگی انتظارات منجر می‌شود.

۵. نتیجه‌گیری

در این پژوهش، تبیین چسبندگی انتظارات اطلاعاتی مبتنی بر کیفیت افشاء، مطالعه قرار شده است. فرضیه اول پژوهش مبنی بر وجود چسبندگی انتظارات در بین شرکت‌های مطالعه‌شده، تأیید شده است. چسبندگی انتظارات پدیده‌ای مبتنی بر سوگیری خودارتنقایی است. این استدلال، تأثیر انتظارات چسبنده را به‌مثابه پیامدی از تمایل بیشتر افراد به اقدام براساس اطلاعاتی که به‌نفع خودشان است و تمایل کمتر به اقدام براساس اطلاعاتی که به ضرر آن‌هاست، توضیح می‌دهد. نتایج برآمده از فرضیه اول نشان می‌دهد هنگامی که مدیران در معرض اطلاعات جدید و متناقضی نسبت به وضعیت موجود قرار می‌گیرند، طوری رفتار کنند که گویی اطلاعات نامطلوب را نادیده گرفته‌اند. این رویکرد استدلال می‌کند که حفظ وضعیت انگیزه مهمی برای تغییر نکردن انتظارات مدیران است. به عبارتی، مزیت انتظارات اولیه مدیران باعث می‌شود که اهمیت کمتری برای سایر منابع اطلاعاتی قائل باشند (بوریل^۱، ۲۰۲۱). نتایج برآمده از

این فرضیه با نتایج پژوهش‌های بوچاود و دیگران (۲۰۱۹)، لودیس (۲۰۱۹)، چانگ و دیگران (۲۰۱۹)، مهرآرا و سهیلی احمدی (۱۳۹۷)، و اکس و دیگران (۲۰۱۷) همخوانی دارد.

فرضیه دوم پژوهش مبنی بر اینکه کیفیت افشا اثر معناداری بر چسبندگی انتظارات اطلاعاتی مدیران شرکت‌های بورسی دارد، تأیید شده است. کیفیت افشا اطلاعات حسابداری می‌تواند به تغییر مستقیم یا غیرمستقیم بازدهی منجر شود. کیفیت افشا بر تصمیم‌های عملیاتی شرکت اثرگذار بوده و این رویکرد به تغییر ارزش مورد انتظار آتی شرکت منجر می‌شود. اطلاعات باکیفیت، انحراف در تصمیم‌ها و انتظارات مدیران را کاهش می‌دهد و به کاهش چسبندگی انتظارات آن‌ها به دلیل افزایش کیفیت ورودی‌ها برای تصمیم‌گیری منجر می‌شود. کیفیت افشا باعث انعکاس اطلاعات خصوصی در قیمت‌ها شده و ریسک خطر اخلاقی مدیران را کاهش می‌دهد، زیرا کیفیت افشا با علامت‌دهی و وضعیت شرکت به سرمایه‌گذاران و سایر فعالان بازار، شرایط برای تصمیم‌گیری مبتنی بر منافع و نظرات شخصی را محدود می‌کند. به عبارتی، افزایش کیفیت افشا، فردگرایی و خودمحوری مدیران را محدود ساخته به کاهش چسبندگی انتظارات آن‌ها منجر می‌شود. نتایج برآمده از این فرضیه با پژوهش‌های بوردالو و یگران (۲۰۱۹)، شردر (۲۰۱۸)، براون و هیلینگست (۲۰۰۷) و شیر و دیگران (۱۳۹۷) همخوانی دارد.

چسبندگی انتظارات مدیران به پراکندگی و انحراف در سودهای آتی منجر می‌شود که می‌تواند به افزایش ریسک گزینش نادرست از سوی فعالان بازار سرمایه انجامد. بنابراین، پیشنهاد می‌شود در نظر گرفتن وضعیت چسبندگی انتظارات مدیران در الگوهای تصمیم‌گیری، می‌تواند مبنایی برای پیش‌بینی انحراف سودهای آتی باشد. در همین راستا، این اطلاعات می‌تواند مبنایی برای افزایش دقت پیش‌بینی تحلیل‌گران بازار سرمایه فراهم کند.

در این پژوهش محدودیت‌هایی شامل رویکرد اندازه‌گیری متغیر چسبندگی انتظارات مدیران وجود دارد. با توجه به اینکه رفتار و واکنش مدیران مبتنی بر خصوصیات درونی و شخصیتی افراد بوده و قابلیت مشاهده و اندازه‌گیری مستقیم ندارد، لازم است در تعمیم نتایج دقت لازم انجام شود.

۶. فهرست منابع

- ابراهیم نژاد، ع و پدرام راد، م. (۱۳۹۷). سنجش تأخیر در انعکاس اطلاعات در بورس اوراق بهادار تهران. دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، ۱۱(۳۸)، ۱۵-۲۷.
- اسکو، و و فخاری، ح. (۱۴۰۱). بی‌قاعدگی سودآوری و چسبندگی احساسات سرمایه‌گذار. تحقیقات حسابداری و حسابرسی، ۱(۱)، ۱۱۳-۱۴۰.
- افلاطونی، ع. (۱۳۹۴). بررسی رابطه بین کیفیت اقلام تعهدی و پایداری سود با سرعت انعکاس اطلاعات در قیمت سهام. مجله علمی-پژوهشی دانش حسابداری، ۶(۲۲)، ۱۲۹-۱۰۷.
- امیری، ر.، آشتاب، ع. و حیدری، م. (۱۴۰۳). رابطه بین مدل‌های گزارشگری مالی و ویژگی‌های سود شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. تحقیقات مالی، ۲۶(۲)، ۳۷۱-۳۹۰.
- بادآور نهندی، ی.، پاک مرام، ع. و قادری، ق. (۱۳۹۷). تأثیر کیفیت گزارشگری مالی بر تعامل بین هزینه‌های نمایندگی و سرعت تعدیل قیمت سهام. پیشرفت‌های حسابداری، ۱۰(۲)، ۳۱-۶۰.
- جمشیدی، ن و قالیباف اصل، ح. (۱۳۹۷). بررسی تأثیر شخصیت سرمایه‌گذاران بر رفتار معاملاتی و عملکرد سرمایه‌گذاری آنان؛ شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران. تحقیقات مالی، ۱۲(۱)، ۷۵-۹۰.
- رابط میلی، م.، علوی طبری، ح. و تقی، ع. (۱۳۹۳). کیفیت اطلاعات حسابداری و تعدیل قیمت سهام. پژوهش‌های تجربی حسابداری، ۳(۱۲)، ۲۱-۴۵.
- رحمانی، ع.، یوسفی، ف. و رابط میلی، م. (۱۳۹۱). کیفیت اطلاعات حسابداری، تأخیر در تعدیل قیمت سهام و قابلیت پیش‌بینی بازدهی آتی. فصلنامه بورس اوراق بهادار، ۵(۲۰)، ۱۵۸-۱۳۷.
- شهرزادی، م؛ فروغی، د و امیری، ه. (۱۳۹۸). اثر ریسک دنباله‌چپ بر بازده مازاد مورد انتظار و پیامد آن بر استمرار بازده دنباله‌چپ. تحقیقات مالی، ۲۱(۴)، ۵۹۳-۶۱۱.
- شیری، ی.، سجادی، س. ح. و واعظ، س. ع. (۱۳۹۷). تأثیر چسبندگی انتظارات مدیران بر رابطه بین بی‌قاعدگی پایداری سودآوری و هم‌زمانی قیمت سهام. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۲۵(۳)، ۳۶۷-۳۸۶.
- صحراکاران، م و رضایی، ف. (۱۳۹۷). تأثیر ریسک اطلاعات مالی بر رابطه نمایندگی با ساختار سرمایه شرکت‌ها. مدیریت دارایی و تأمین مالی، ۶(۴)، ۹۳-۱۰۲.
- صمدی، ع و اوجی مهر، س. (۱۳۹۴). بررسی پایداری و سکون تورم در ایران: مقایسه دو الگوی چسبندگی قیمت هایبرید و چسبندگی اطلاعات. تحقیقات مدل‌سازی اقتصادی، ۱۹، ۷۲-۴۱.
- کریمی، غ. و مرشد زاده باقی، م. (۱۳۹۳). ناهنجاری ناشی از عایدات، ناهنجاری ناشی از اقلام تعهدی و رابطه میان آن دو. مجله علمی-پژوهشی دانش حسابداری، ۵(۱۹)، ۲۶-۷.

- محمدی، ن.، بهار مقدم، م.، و پورحیدری، ا. (۱۴۰۱). تاثیر مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی بر رابطه چسبندگی انتظارات مدیران و بازده آتی سهام. مطالعات تجربی حسابداری مالی، ۱۹(۷۳)، ۲۷-۵۶.
- مهرآرا، م.، و حبیب، س. (۱۳۹۷). پویایی‌های ورود معامله‌گران مطلع و نامطلع به بورس تهران. فصلنامه علمی-پژوهشی تحقیقات مالی، ۲۰(۳)، ۲۸۸-۲۶۵.
- همتی، م.، پدرام، م.، و توکلیان، ح. (۱۳۹۵). نقش اطلاعات چسبنده در پویایی‌های تورم در اقتصاد ایران. پژوهشنامه اقتصادی، ۱۶(۶۰)، ۱۰۷-۱۵۱.
- Akbas, F., Jiang, C., & Koch, P. D. (2017). The trend in firm profitability and the cross-section of stock returns. *The Accounting Review*, 92(5), 1-32. <https://doi.org/10.2308/accr-51708>
- Amiri, R., Ashtab, A. and Heydari, M. (2024). Exploring the Link between Financial Reporting Models and Earnings Characteristics among Tehran Stock Exchange Listed Companies. *Financial Research Journal*, 26(2), 371-390. [in persian]
- Badaavarnahendi, Y.; Pakmaram, A.; & Ghaderi, G. (2018). The effect of financial reporting quality on the relationship between agency costs and stock price adjustment speed. *Advances in Accounting*, 10(2), 31-60. [in persian]
- Barberis, N. C. (2018). Psychology-based models of asset prices and trading volume. *NBER Working Papers* 24723, National Bureau of Economic Research, Inc. <https://doi.org/10.3386/w24723>
- Barinov, A. (2023). Profitability anomaly and aggregate volatility risk. *Journal of Financial Markets*, 64(3), 100872. <https://doi.org/10.1016/j.finmar.2023.100872>
- Baum, C. F., Caglayan, M., & Rashid, A. (2017). Empirical Economics, 53(4), 1463-1502. <https://doi.org/10.1007/s00181-016-1156-3>
- Bernard, V. L., & Thomas, J. K. (1990). Evidence that stock prices do not fully reflect the implications of current earnings for future earnings. *Journal of Accounting and Economics*, 13(4), 305-340. [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(90\)90004-N](https://doi.org/10.1016/0165-4101(90)90004-N)
- Bhattacharya, N., Ecker, F., Olsson, P. M., & Schipper, K. (2011). Direct and mediated associations among earnings quality, information asymmetry, and the cost of equity. *The Accounting Review*, 87(2), 449-482. <https://doi.org/10.2308/accr.000000031>
- Bordalo, P., Gennaioli, N., La Porta, R., & Shleifer, A. (2019). Diagnostic Expectations and Stock Returns. *The Journal of Finance*, impress, <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/full/10.1111/jofi.12833#reference>
- Bouchaud, J. P., Krueger, P., Landier, A., & Thesmar, D. (2019). Sticky expectations and the profitability anomaly. *The Journal of Finance*, 74(2), 639-674. <https://doi.org/10.1111/jofi.12765>
- Brown, S., & Hillegeist, S. A. (2007). How disclosure quality affects the level of information asymmetry. *Review of Accounting Studies*, 12(2-3), 443-477. <https://doi.org/10.1007/s11142-006-9007-6>
- Burrill, D. (2021). Sticky Expectations, Thye, S.R. and Lawler, E.J. (Ed.) *Advances in Group Processes* (Advances in Group Processes, Vol. 38), Emerald Publishing Limited, Leeds, pp. 75-98.
- Chung, D. Y., Hrazdil, K., Novak, J., & Suwanyangyuan, N. (2019). Does the large amount of information in corporate disclosures hinder or enhance price discovery in the capital market? *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 15(1), 36-52. <https://doi.org/10.1016/j.jcae.2018.12.001>
- Daniel, K., Hirshleifer, D., & Subrahmanyam, A. (1998). Investor psychology and security market under-and overreactions. *The Journal of Finance*, 53(6), 1839-1885. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00077>
- Dutta, S., & Nezlobin, A. (2017). Information disclosure, firm growth, and the cost of capital. *Journal of Financial Economics*, 123(2), 415-431. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2016.12.007>
- Easley, D. and O'hara, M. (2004), Information and the Cost of Capital. *The Journal of Finance*, 59, 1553-1583. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2004.00672.x>
- Fuhrer, J. (2017). Expectations as a source of macroeconomic persistence: Evidence from survey expectations in a dynamic macro model. *Journal of Monetary Economics*, 86, 22-35. <https://doi.org/10.1016/j.jmoneco.2016.12.001>
- Foster, G., Olsen, C., & Shevlin, T. (1984). Earnings releases, anomalies, and the behavior of security returns. *Accounting Review*, 574-603. <https://doi.org/10.2307/247727>
- Gomes, A., Gorton, G., & Madureira, L. (2007). SEC Regulation Fair Disclosure, information, and the cost of capital. *Journal of Corporate Finance*, 13(2-3), 300-334. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2006.08.001>

- Hemati, M., Pedram, M., & Tavakolian, H. (2016). The role of sticky information in inflation dynamics in Iran's economy. *Economic Research Journal*, 16(60), 107-151. [In Persian]
- Hirshleifer, D., Lim, S. S., & Teoh, S. H. (2009). Driven to distraction: Extraneous events and underreaction to earnings news. *The Journal of Finance*, 64(5), 2289-2325. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2009.01486.x>
- Hong, H., & Stein, J. C. (1999). A unified theory of underreaction, momentum trading, and overreaction in asset markets. *The Journal of Finance*, 54(6), 2143-2184. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00177>
- Hong, H., Lim, T., & Stein, J. C. (2000). Bad news travels slowly: Size, analyst coverage, and the profitability of momentum strategies. *The Journal of Finance*, 55(1), 265-295. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00202>
- Hou, K. (2007). Industry information diffusion and the lead-lag effect in stock returns. *The Review of Financial Studies*, 20(4), 1113-1138. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhm022>
- Jamshidi, N., & Ghalibaf Asl, H. (2018). Investigating the impact of investor personality on trading behavior and investment performance: Evidence from Tehran Stock Exchange. *Financial Research*, 20(1), 75-90. [In Persian]
- Karami, G., & Morshedzadeh Bafghi, M. (2014). Earnings anomaly, accrual anomaly, and the relationship between the two. *Accounting Knowledge Journal*, 5(19), 7-26. [In Persian]
- Kuhnen, C. M., Rudolf, S., & Weber, B. (2017). The effect of prior choices on expectations and subsequent portfolio decisions (No. w23438). *National Bureau of Economic Research*. <https://doi.org/10.3386/w23438>
- Loudis, J. (2019). Expectations in the Cross Section: Stock Price Reactions to the Information and Bias in Analyst-Expected Returns. SSRN 3342507. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3342507>
- Louis, H., & Sun, A. X. (2011). Earnings management and the post-earnings announcement drift. *Financial Management*, 40(3), 591-621. <https://doi.org/10.1111/j.1755-053X.2011.01141.x>
- Mankiw, N. G., & Reis, R. (2002). Sticky information versus sticky prices: a proposal to replace the New Keynesian Phillips curve. *The Quarterly Journal of Economics*, 117(4), 1295-1328. <https://doi.org/10.1162/003355302320935034>
- Ma, Y., Ropele, T., Sraer, D. A., and Thesmar, D. (2024) A Quantitative Analysis of Distortions in Managerial Forecasts. SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3187021>
- Ma, Y., Sraer, D. A., & Thesmar, D. (2018). *The aggregate cost of systematic forecast errors*. Working Paper.
- Mehrara, M., & Soheili Ahmadi, H. (2018). Dynamics of informed and uninformed traders' entry into Tehran Stock Exchange. *Financial Research*, 20(3), 265-288. [In Persian]
- Mohammadi, N., Baharmoghadam, M., & Pourheidari, A. (2022). The effect of corporate governance mechanisms on the relationship between managerial expectation stickiness and future stock returns. *Financial Accounting Experimental Studies*, 19(73), 27-56. [in persian]
- Oskou, V. and Fakhari, H. (2022). The Profitability Anomaly and The Sticky Investor Sentiment. *Accounting and Auditing Research*, (1), 113-140. [in persian]
- Rahmani, A.; Yousefi, F.; & Robat Mili, M. (2012). Accounting information quality, delay in stock price adjustment, and predictability of future returns. *Stock Exchange Quarterly*, 5(20), 137-158. [in persian]
- Robat Mili, M.; Alavi Tabari, H.; & Saqafi, A. (2014). Accounting information quality and stock price adjustment. *Experimental Accounting Research*, 3(12), 21-45. [in persian]
- Sahrakaran, M., & Rezaei, F. (2018). The impact of financial information risk on the agency relationship with capital structure of firms. *Asset Management and Financing*, 6(4), 93-102. [in persian]
- Samadi, A. H., & Oji Mehr, S. (2015). Examining the persistence and inertia of inflation in Iran: A comparison of hybrid price stickiness and information stickiness models. *Economic Modeling Studies*, 19, 41-72. [in persian]
- Schreder, M. (2018). Idiosyncratic information and the cost of equity capital: A meta-analytic review of the literature. *Journal of Accounting Literature*, 41, 142-172. DOI: 10.1016/j.acclit.2018.10.003

- Shahrzadi, M., Foroghi, D. and Amiri, H. (2020). The Effect of Left Tail Risk on Expected Excess Returns and Its Consequences on the Persistence of Left Tail Returns. *Financial Research Journal*, 21(4), 593-611. [in persian]
- Shiri, Y., Sajadi, S. H., & Vaezi, S. A. (2018). The effect of managerial expectation stickiness on the relationship between earnings persistence irregularity and stock price synchronicity. *Accounting and Auditing Reviews*, 25(3), 367-386. [in persian]
- Verdi, R. S. (2005). Information environment and the cost of equity capital. SSRN 757966. DOI: 10.2139/ssrn.757966
- Zhang, X. F. (2006). Information uncertainty and stock returns. *The Journal of Finance*, 61(1), 105-137. DOI: 10.1111/j.1540-6261.2006.00829.x