



<https://amf.ui.ac.ir>

Journal of Asset Management and Financing

E-ISSN: 2383-1189

Vol. 14, Issue 4, No. 55, 2027, p 91-108

Received: 24/09/2025

Accepted: 05/04/2026

Research Paper

Impact of Capital Structure Speed of Adjustment on the Sticky Expectations

Tayebeh Vasheghani

PhD Student, Department of Accounting, Faculty of Economics, Islamic Azad University, Khomeini, Iran
tayebeh.vasheghani@iau.ac.ir

Mohsen Rashidi Baghi * 

Associate Professor, Department of Accounting, Faculty of Management and Economics, Lorestan University, Khorramabad, Iran
rashidi.m@lu.ac.ir

Azar Moslemi

Assistant Professor, Department of Accounting, Faculty of Economics, Islamic Azad University, Khomeini, Iran
azarmoslemi@iau.ac.ir

Abstract

Sticky expectations refer to the tendency of expectations to remain unchanged despite the receipt of new information regarding an organization's status. This effect appears to manifest only in situations that benefit the manager, implying that managers are slow to adjust their decisions in response to new information. This study aims to investigate the stickiness of informational expectations in relation to the capital structure speed of adjustment. To examine this issue, a mixed-data regression model was employed over the period from 2016 to 2023, using data collected from 120 companies listed on the Tehran Stock Exchange to test the research hypotheses. The results indicate the presence of sticky expectations among managers in the sample. Furthermore, the findings reveal that the capital structure speed of adjustment significantly influences managers' sticky expectations. Finally, the results demonstrate a significant difference between high and low levels of capital structure speed of adjustment with respect to sticky expectations, suggesting that changes in disclosure quality lead to changes in sticky expectations. Managers' sticky expectations reduce their propensity to adjust forecasts and to respond appropriately to new information.

Keywords: Information Expectations, Capital Structure Speed of Adjustment, Disclosure Quality

Introduction

It is widely argued that individual forecasts are inherently persistent, a phenomenon referred to as expectation stickiness. Stickiness in individual expectations implies that such expectations are influenced by the most recent forecasts made for the same period. This stickiness reflects a form of behavioral bias, wherein individuals may respond disproportionately to surprises or news concerning the current state of affairs, an explanation that aligns closely with the representativeness heuristic. Managers, drawing on expectations formed in response to current information, may revise their earnings forecasts accordingly. Thus, if managers in the current period are influenced by their updated perception of a variable relative to prior expectations, they are likely to extrapolate this effect into the future. As a result, managers adjust their expectations for future performance upward, even when such revisions lack a rational basis. Sticky expectations are characterized by their resistance to change despite the receipt of new information regarding the organization's status. Notably, this effect appears to arise only in situations that benefit the manager. In other words, managers are slow to adjust their decisions when confronted with new information. Against this backdrop, the purpose of the present study is to investigate the stickiness of informational expectations in relation to the capital structure speed of adjustment.

Materials & Methods

Given that the findings of this study can be utilized in decision-making processes, the research is classified as applied in terms of its objective, as applied research aims to develop practical knowledge within a specific domain. In terms of data collection, this study is

*Corresponding author

Vasheghani, T., Rashidi Baghi, M. and Moslemi, A. (2027). Impact of Capital Structure Adjustment Speed on the Sticky Expectations. *Journal of Asset Management and Financing*, 14(4), 91-108.



2383-1189 © University of Isfahan

This is an open access article under the CC BY-NC-ND/4.0/ License (<https://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/4.0/>).



10.22108/amf.2026.146791.2016

descriptive. Descriptive research may be conducted either to gain a deeper understanding of existing conditions or to support decision-making processes. Within the various classifications of descriptive research, the present study is correlational in nature. A mixed-data regression model was employed over the period from 2016 to 2023, using data collected from 120 companies listed on the Tehran Stock Exchange to test the research hypotheses. Data were gathered from the financial statements and reports of the listed companies using an archival method, and estimations were performed using a pooled data approach.

Findings

The results indicate the presence of stickiness in managers' expectations among the companies under study. Furthermore, the findings pertaining to the second hypothesis reveal that the speed of capital structure adjustment exerts a significant effect on managers' sticky expectations. Finally, the results related to the third hypothesis demonstrate a significant difference between high and low classes of capital structure adjustment speed with respect to sticky expectations, suggesting that changes in disclosure quality are associated with changes in the stickiness of expectations.

Discussion & Conclusion

This study examined informational expectation stickiness in relation to the speed of capital structure adjustment. According to general equilibrium theory, information is assumed to be timeless and instantaneous, implying that it is available without delay. In the real economy, however, the dissemination and acquisition of information involve time lags. In other words, when a manager seeks to gather relevant information, the process incurs not only costs but also time. Due to these delays in information acquisition, expectations cannot be revised immediately or within a short period. As a result of the costs and timing constraints associated with information processing, managers devote more time to collecting new data, making it difficult to respond promptly to changes in economic performance. Consequently, managerial expectations exhibit stickiness. Such sticky expectations reduce managers' propensity to adjust forecasts and to respond appropriately to new information. More broadly, the quality of information disclosure and the capital structure speed of adjustment are important considerations for financial policymaking and the development of reporting standards. Emphasizing improvements in these areas can enhance companies' financial responsiveness, promote transparency, and reduce suboptimal behaviors driven by outdated expectations. Given the demonstrated stickiness in the expectations of managers within the firms under study, it is recommended that managers, rather than attempting to construct a purely rational forecast independently, incorporate information regarding the expectations of other managers when forming their own projections.

تأثیر سرعت تعدیل ساختار سرمایه بر چسبندگی انتظارات اطلاعاتی

طیبه واشقانی

دانشجوی دکتری، گروه حسابداری، دانشکده اقتصاد، دانشگاه آزاد اسلامی، خمین، ایران

tayebbeh.vasheqani@iau.ac.ir

محسن رشیدی باغی 

دانشیار، گروه حسابداری، دانشکده مدیریت و اقتصاد، دانشگاه لرستان، خرم آباد، ایران

rashidi.m@lu.ac.ir

آذر مسلمی

استادیار، گروه حسابداری، دانشکده اقتصاد، دانشگاه آزاد اسلامی، خمین، ایران

azar.moslemi.kh@gmail.com

چکیده

هدف: انتظارات چسبنده سبب می شود برخلاف دریافت اطلاعات جدید مرتبط با وضعیت سازمان، تصمیم گیری ها ثابت بماند. این اثر فقط در موقعیت هایی وجود دارد که در راستای منافع مدیر باشد. به عبارتی، مدیر نسبت به تعدیل تصمیمات خود هم زمان با دریافت اطلاعات جدید، به کندی عمل می کند. هدف از این پژوهش بررسی چسبندگی انتظارات اطلاعاتی بر مبنای سرعت تعدیل ساختار سرمایه است. به منظور بررسی موضوع مورد مطالعه، در دوره زمانی ۱۳۹۵ تا ۱۴۰۲ داده های ۱۲۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران جمع آوری و برای آزمون فرضیه ها از رویکرد داده های تلفیقی استفاده شد. نتایج پژوهش نشان دهنده وجود چسبندگی انتظارات در تصمیمات مدیران است. نتایج حاکی از آن است که سرعت تعدیل ساختار سرمایه اثر معناداری بر چسبندگی انتظارات اطلاعاتی مدیران شرکت های بورسی دارد؛ در نهایت، می توان ادعا کرد که بین طبقه های بالا و پایین سرعت تعدیل ساختار سرمایه از بُعد چسبندگی انتظارات، تفاوت معناداری وجود دارد و می توان ابراز داشت که تغییرات در کیفیت افشا به تغییر در چسبندگی انتظارات منجر می شود. چسبندگی انتظارات مدیران نیز به کاهش تمایل به تعدیل پیش بینی ها و واکنش مناسب به اخبار جدید منجر می شود.

واژه های کلیدی: انتظارات اطلاعاتی، سرعت تعدیل ساختار سرمایه، کیفیت افشا.

طبقه بندی موضوعی: M40, M41

* نویسنده مسئول

واشقانی، طیبه، رشیدی باغی، محسن و مسلمی، آذر. (۱۴۰۵). تأثیر سرعت تعدیل ساختار سرمایه بر چسبندگی انتظارات اطلاعاتی، مدیریت

دارایی و تأمین مالی، ۱۴ (۴)، ۹۱-۱۰۸.



مقدمه

باتوجه به اینکه قیمت‌گذاری مبتنی بر انتظارات آتی مدیران از وضعیت شرکت است و تغییرات در وضعیت آتی به تغییر قیمت سهام منجر می‌شود، بررسی چسبندگی انتظارات بر مبنای باورهای مدیران به بهبود شناخت رفتارهای آن‌ها منجر می‌شود و امکان‌پذیر است و نادرست و تحمیل هزینه به سرمایه‌گذار را کاهش می‌دهد؛ زیرا ناپایداری عملکردی می‌تواند تصویری پرریسک از شرکت به سهام‌داران ارائه کند. به عبارتی، از بُعد شناخت رفتار و عملکرد مدیران، امکان کاهش ریسک تحمیلی به سرمایه‌گذار فراهم می‌شود (Amiri et al., 2024).

فورر (Fuhrer, 2017) دریافت که پیش‌بینی‌های فردی ذاتاً پایدار است و در این پیش‌بینی‌ها چسبندگی انتظارات وجود دارد. چسبندگی در انتظارات فردی به این معنی است که انتظارات افراد بستگی به آخرین پیش‌بینی آن‌ها درباره همان دوره دارد. چسبندگی انتظارات نوعی سوگیری رفتاری است که بر مبنای آن افراد ممکن است به‌طور خاص تحت تأثیر غافلگیری‌ها و اخبار مربوط به وضعیت فعلی قرار گیرند. این توضیح به‌خوبی با مفهوم شهود نمایندگی^۱ کانمن و تورسکی (Kahneman & Tversky, 1973) مطابقت دارد. مدیران براساس انتظاراتی که در نتیجه اخبار مربوط به شرایط فعلی کسب می‌کنند، ممکن است اقدام به تعدیل سودهای پیش‌بینی‌شده کنند؛ بنابراین، اگر مدیران در دوره جاری باتوجه به افزایش درک آن‌ها از یک متغیر نسبت به آنچه قبلاً انتظار داشتند، تحت تأثیر قرار گیرند، این اثر را به آینده نیز تعمیم می‌دهند؛ در نتیجه، مدیران انتظارات خود را درباره آینده به‌صورت افزایشی تعدیل می‌کنند (حتی اگر منطقی نباشد).

ساختار سرمایه شرکت‌ها باید بتواند شوک‌های وارده و نوسان در سودها را کنترل کند. توانایی شرکت در تغییر ساختار سرمایه متناسب با نوسانات بازار و سودآوری، به افزایش دقت پیش‌بینی سودهای آتی منجر می‌شود (Lambrecht & Myers, 2012). ناتوانی شرکت‌ها در انطباق خود با شرایط ناپایدار محیطی، به افزایش ریسک تحمیلی به سرمایه‌گذاران و تغییر دیدگاه آن‌ها به شرکت منجر می‌شود و در نتیجه آن، تغییر انتظارات سرمایه‌گذاران و افزایش هزینه سرمایه مشاهده می‌شود. با شناسایی تعامل بین پایداری سودهای پیش‌بینی‌شده و سرعت تعدیل ساختار سرمایه، می‌توان بخشی از ریسک ایجادشده را پوشش داد. به عبارتی، انتظار بر این است که با افزایش سرعت تعدیل ساختار سرمایه، دقت پیش‌بینی مدیران نیز افزایش یابد.

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 (Oskou & Fakhari, 2022)، شهرزادی و همکاران (Shahrzadi et al., 2020)، لی و همکاران (Li et al., 2023) و بارینوف (Barinov, 2023) که به بررسی جنبه ناکارآمدی بازار پرداخته‌اند و بازده غیرعادی را تابعی از انحرافات بازار در نظر گرفته‌اند، در این پژوهش تغییر و چسبندگی انتظارات مدیران به‌عنوان یکی از عوامل ایجادکننده ناهنجاری بررسی و مطالعه شده است. به عبارتی، باور و انتظارات مدیران از وضعیت آتی و نیز سرعت تعدیل این انتظارات به‌عنوان یکی از محرک‌های ناهنجاری در نظر گرفته شده است.

حجم زیادی از ادبیات حسابداری، سیاست‌های مدیران را در پیش‌بینی سود و روندهای کاهش یا افزایش بازده و نقش مدیران را در ایجاد نوسانات بررسی کرده است. عمده پژوهش‌های صورت‌گرفته مبتنی بر شناخت رفتارهای مدیران بوده و از بُعد درون‌سازمانی، محیط اطلاعاتی و اثرگذاری آن مطالعه و بررسی شده است. سؤال اصلی این است که واکنش سرمایه‌گذاران به تغییر اطلاعات توسط مدیریت چگونه است؛ اما در مدل‌هایی که پژوهش‌گران ارائه کرده‌اند، این شرط مهم عمدتاً لحاظ نمی‌شود. یک پیش‌بینی قابل‌آزمون در این حوزه این است که اگر سرعت تعدیل ساختار سرمایه شرکت در

^۱ شهود نمایندگی یک تورش شناختی است که مطابق با آن، سرمایه‌گذار در شرایط عدم اطمینان تمایل دارد عملکرد گذشته شرکت را نماینده عملکرد آینده آن قرار دهد و براساس آن سهام شرکت را قیمت‌گذاری کند. نتیجه این تورش، بیش‌واکنشی است و باعث انحراف قیمت‌ها از ارزش ذاتی می‌شود.

بازارهای با رقابت ناقص بالا باشد، آیا چسبندگی انتظارات اطلاعاتی افراد در محیط اطلاعاتی نقش بزرگ‌تری را در بازدهی بازی می‌کند یا خیر. بنابراین، برای توسعه مبانی نظری این حوزه از ادبیات، چسبندگی انتظارات اطلاعاتی یک متغیر مهم است که باید آزمون شود.

برخلاف پژوهش‌های قبلی از جمله محمدی و همکاران (Mohamadi et al., 2022) و شیرینی و همکاران (Shiri et al., 2018) که بعد بازدهی مبتنی بر انتظارات سرمایه‌گذاران و پایداری سود را مطالعه و بررسی کرده‌اند، در پژوهش حاضر با لحاظ کردن چسبندگی انتظارات مدیران، ناهنجاری‌های ساختاری و سرعت تعدیل ساختار سرمایه از جنبه رفتاری تشریح می‌شود؛ بنابراین، تغییر انتظارات عاملی برای تشدید ناهنجاری است که در نتیجه آن ریسک‌گزینش نادرست برای این دسته از سرمایه‌گذاران افزایش می‌یابد 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 سرعت تعدیل ساختار سرمایه را نمی‌توان ناشی از وقایع ساده تفسیر کرد، بلکه می‌توان آن را علامتی از انتظارات در نظر گرفت؛ بنابراین، تغییر در انتظارات می‌تواند به شکل‌گیری نوسانات و ناهنجاری‌هایی در بازار منجر شود. در میان پژوهش‌های موجود، مطالعه چسبندگی انتظارات مدیران عمدتاً بر ویژگی‌های خاص بازار تمرکز دارد و مطالعات کمی درباره چگونگی تأثیر شرایط مالی و گزارشگری شرکت بر چسبندگی وجود دارد. برخی از پژوهش‌ها از جمله رشیدی (Rashidi, 2025) شروع به مطالعه چسبندگی انتظارات از بعد شرایط عملکردی شرکت کرده‌اند؛ باین‌حال، این پژوهش تأثیرپذیری چسبندگی انتظارات و منبع شکل‌گیری آن را تجزیه و تحلیل نمی‌کند. به‌طور خلاصه، از منظر ساختار درون‌سازمانی، این پژوهش عمدتاً تأثیر محدودیت‌های ساختار تأمین مالی و گزارشگری مالی مبتنی بر کیفیت افشا را مطرح می‌کند. از طرفی، سیاست‌گذاری درباره چسبندگی انتظارات اطلاعاتی سرمایه‌گذاران متأثر از نوع بازار و ساختارهای مدیریتی شرکت است. در پژوهش حاضر با تفکیک این رویکرد از بعد تعدیل ساختار سرمایه، تأثیرپذیری چسبندگی انتظارات اطلاعاتی از هر دو جنبه داخلی و بازار سرمایه تشریح می‌شود؛ بنابراین، ضروری است بررسی شود که آیا سرعت تعدیل ساختار سرمایه می‌تواند در میزان چسبندگی انتظارات اطلاعاتی و بازدهی اثرگذار باشد یا خیر. از طرفی، در این پژوهش به منظور کنترل اثرات ناشی از خطای تصریح مدل، از رویکرد خوشه‌بندی استفاده شده است؛ به‌نحوی که برای آزمون فرضیات تکمیلی، داده‌ها سبدهایی شده است و مدل چسبندگی انتظارات باتوجه به سبدهای شکل گرفته برآورد و نتایج سبدهای دامنه‌ای با یکدیگر مقایسه و تمایزات مشخص می‌شود.

مبانی نظری

مدیران ریسک‌گریز سهامی را قیمت‌گذاری و انتخاب می‌کنند که سود آن‌ها بر مبنای یک سیگنال پایدار پیش‌بینی‌پذیر باشد. این دسته از مدیران در اصطلاح انتظارات چسبنده دارند و در هر دوره، انتظارات آن‌ها بالاتر از باور قبلی آن‌ها و کمتر از انتظارات منطقی است. این چسبندگی ناشی از ارتباط بین خطاهای پیش‌بینی و تجدیدنظر در پیش‌بینی‌های قبلی است (Coibion & Gorodnichenko, 2015). به عبارتی، بازده آتی سهام را می‌توان با استفاده از سودهای گذشته و تغییرات قبلی در سود پیش‌بینی کرد. کالخوف و همکاران (Kalkhoff et al., 2011) پدیده چسبندگی انتظارات را به سوگیری خودبرتربینی نسبت دادند. این استدلال تأثیر انتظارات چسبنده را به‌عنوان پیامد تمایل بیشتر افراد به اجرای اطلاعاتی که به آن‌ها رضایت می‌دهد و تمایل کمتری به عملیاتی‌سازی اطلاعاتی که به آن‌ها نارضایتی می‌دهد، توضیح می‌دهد. هنگامی که افراد در معرض اطلاعات جدید و متناقض قرار می‌گیرند، سوگیری خودبرتربینی باعث می‌شود تا فعالان بازار سرمایه در ابتدا به گونه‌ای رفتار کنند که گویی اطلاعات نامساعد را نادیده می‌گیرند، درحالی‌که اطلاعات جدید را در فرایندهای تصمیم‌گیری وارد می‌کنند؛ زیرا این اطلاعات برای آن‌ها مفید است.

چسبندگی انتظارات مفهومی است که به تمایل افراد برای حفظ انتظارات خود از عملکرد دیگران اشاره دارد، حتی زمانی که شواهد جدید نشان‌دهنده تغییرات در آن عملکرد است. این پدیده به‌ویژه در زمینه مدیریت و رهبری با اهمیت است؛ زیرا انتظارات مدیران می‌تواند تأثیر زیادی بر رفتار و عملکرد تیم‌ها و سازمان‌ها داشته باشد (Burrill, 2021). مدیران با انتظارات بالا از عملکرد می‌توانند به‌طور ناخواسته به چسبندگی انتظارات دامن بزنند. این چسبندگی ممکن است به دلیل اثرات روان‌شناختی مانند خودبرتربینی و تمایل به نادیده گرفتن شواهد متضاد باشد. مدیرانی که انتظارات مثبتی از خود و تیمشان دارند، ممکن است به‌راحتی در برابر تغییراتی مقاومت کنند که حاکی از نیاز به بازبینی انتظاراتشان است (Troyer, 2001). چسبندگی انتظارات در محیط‌های گروهی نیز مشهود است، به‌طوری‌که مدیران موفق می‌توانند بر انتظارات اعضای تیم تأثیر بگذارند و آن‌ها را به سمت اهداف بلندمدت سوق دهند؛ باین‌حال، اگر مدیران درباره توانایی‌های اعضای تیم خود به‌طور نادرست قضاوت کنند، این ممکن است به کاهش انگیزه و کارایی منجر شود. پژوهش‌ها نشان داده است که این چسبندگی می‌تواند براساس اندازه گروه‌ها و نوع ساختار سازمانی متغیر باشد؛ برای مثال، اثر چسبندگی انتظارات در گروه‌های کوچک ممکن است بیشتر دیده شود؛ زیرا اعضای تیم به‌طور مستقیم با یکدیگر در ارتباطند و انتظارات از یکدیگر می‌تواند تأثیر بیشتری داشته باشد.

درحالی‌که انتظارات عملکردی شکل‌گیری و ثبات چارچوب‌های گروهی را توضیح می‌دهد، افراد بیشتر بدون آگاهی از توانایی‌های دیگران وارد گروه‌ها می‌شوند و در نتیجه، هیچ درکی از این ندارند که چه کسی در گروه آن‌ها احتمالاً مشارکت‌کننده فعالی است؛ بنابراین، تمرکز اصلی نظریه‌های مبتنی بر انتظارات، توضیح دقیق چگونگی شکل‌گیری انتظارات عملکردی با توجه به کمبود اطلاعات اولیه در بین اعضای گروه است. نظریه انتظارات به‌نوعی شکل‌گیری انتظارات عملکردی را با پیوند دادن باورهای اجتماعی گسترده درباره احترام و توانایی‌های افراد در دسته‌های اجتماعی مختلف با رفتارهای افراد در گروه‌های کاری کوچک توضیح می‌دهد (Ridgeway & Erickson, 2000).

رویکرد انتظارات چسبنده با چندین رشته از ادبیات روبه‌رشد درباره مدل‌های پردازش اطلاعات ناقص مرتبط است. رشته اصلی از این ادبیات، مدل‌های بی‌توجهی منطقی به سبک سیمز (Sims, 2003) است که در آن اطلاعات توانایی محدودی برای توجه و تخصیص بهینه تصمیمات دارد؛ در همین راستا، کویون و گورودنیچنکو (Coibion & Gorodnichenko, 2015) نشان دادند که خطاهای پیش‌بینی انتظارات به‌واسطه تجدیدنظرهای بعدی پیش‌بینی‌پذیر است؛ این امر به معنای واکنش کمتر از حد به اطلاعات جدید و پایداری درخور توجه در انتظارات است. شواهد تجربی از انتظارات چسبنده در سطح فردی درباره تحلیلگران مالی (Bouchaud et al., 2019) و مدیران شرکت (Ma et al., 2018) نیز وجود دارد؛ علاوه‌براین، فورر (Fuhrer, 2017) دریافت که پیش‌بینی‌های فردی ذاتاً پایدار است و پایداری یا چسبندگی در انتظارات فردی به این معنی است که انتظارات افراد به جدیدترین پیش‌بینی گذشته خودشان درباره همان دوره زمانی بستگی دارد؛ ولی از دیدگاه منطقی، هیچ دلیلی وجود ندارد که چرا باید چنین باشد؛ باین‌حال، شکل‌دهی انتظارات در جهانی که مدل واقعی و پارامتربندی آن ناشناخته است و ممکن است در طول زمان تغییر کند، برای مدیر کار آسانی نیست. به‌طور خاص، ممکن است برای مدیر غیرممکن باشد که سعی کند تمام اطلاعات مربوط به همه عوامل و متغیرهای مرتبط را به روشی منطقی ترکیب کند.

انگیزه چنین سوگیری رفتاری این است که افراد ممکن است به‌طور خاص تحت تأثیر اخباری قرار گیرند که مربوط به وضعیت فعلی امور است. این توضیح به‌خوبی با مفهوم نمایندگی کانمن و تورسکی (Kahneman & Tversky, 1973) مطابقت دارد؛ جایی که برخی از اطلاعات جدید که به‌عنوان نماینده در نظر گرفته می‌شوند، هنگام پیش‌بینی تعمیم داده می‌شوند؛ یعنی اخبار مربوط به امروز ممکن است بیشتر از اخباری که فقط مربوط به آینده است، نماینده شرایط اقتصادی فعلی و آینده تلقی شود؛ بنابراین، در صورتی‌که مدیران به اطلاعات جدیدی در رابطه با تحقق رویدادی در شرایط فعلی دست یابند که انتظارات آن‌ها را تغییر دهد، این اخبار را به آینده نیز تعمیم می‌دهند؛ در نتیجه، مدیران پیش‌بینی‌های خود را درباره آینده بر مبنای انتظارات و نه منطق پایه‌ریزی می‌کنند (Hagenhoff & Lustenhouwer, 2023).

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

سرعت تعدیل ساختار سرمایه و چسبندگی انتظارات مدیران

دوره پس از بحران مالی جهانی در اواخر دهه ۲۰۰۰، شاهد تغییرات صعودی در بازارهای مالی جهانی و تعیین نرخ بهره کم در بیشتر اقتصادها بوده است که بیانگر شکل‌گیری محیطی با هزینه‌های تأمین مالی مساعد و افزایش انعطاف‌پذیری برای شرکت‌ها در انتشار سهام است (Dang et al., 2019)؛ درنتیجه، بازنگری در تصمیمات مربوط به سرعت تعدیل ساختار سرمایه در این دوره ممکن است به شکل‌گیری تغییراتی در محیط‌های اطلاعاتی منجر شود. رویکردهای جدید جمع‌آوری سرمایه، پیشرفت‌های مرتبط با فناوری‌های بلاکچین و ارز دیجیتال، توسعه انواع جدید اوراق بهادار بدهی، رشد اندازه و نقدینگی بازارهای بدهی شرکت‌ها و تمایل روزافزون شرکت‌ها به بازخرید سهام به شکل‌گیری پیامدهایی برای نحوه مدیریت ساختارهای سرمایه منجر شده است (An et al., 2015).

ساختار سرمایه عامل تعیین‌کننده کلیدی ریسک مالی شرکت، هزینه سرمایه و درنتیجه تصمیمات مدیران است (West et al., 2021). براساس پژوهش کومار و همکاران (Kumar et al., 2017)، ساختار سرمایه برای توسعه یک سازمان ازجمله نحوه تصمیم‌گیری مدیر درباره سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت و شناسایی منابع مناسب مالی مهم است. از آنجایی که انحراف اهرم مالی از سطح استاندارد احتمالاً به تصمیمات کلان مدیران آسیب می‌رساند، سرعت تعدیل ساختار سرمایه می‌تواند پیامدهای بالقوه تصمیمات مدیر را تحت تأثیر قرار دهد (Huang et al., 2021). ناهمگونی در سرعت تعدیل ساختار سرمایه مبتنی بر نظریه‌های تعاملی ایستا و پویا است که باوجود ساختار سرمایه بهینه یا هدف که شرکت‌ها در حال تنظیم آن هستند، سازگار است. نظریه موازنه ایستا، وجود ساختار سرمایه بهینه را پیشنهاد می‌کند که ارزش شرکت را به حداکثر می‌رساند و مزایای مالیاتی تأمین مالی از طریق بدهی را درمقابل هزینه‌های بحران مالی ناشی از سطح بالای بدهی متعادل می‌کند (Ahmad & Etudaiye, 2007)؛ بااین‌حال، شوک‌های وارده به جریان‌های نقدی و قیمت سهام اغلب باعث می‌شود تا شرکت‌ها از سطح اهرم هدف خود منحرف شوند (Chang et al., 2014). از آنجایی که اهرم غیربهینه با تصمیمات بهینه مدیریت مغایرت دارد، می‌تواند به تغییر دیدگاه مدیران به اطلاعات دریافتی منجر شود (Cook & Tang, 2010).

دامز و دان (Doms & Dunne, 1998) نشان دادند که سرعت دستیابی به سطح بهینه ساختار سرمایه به کاهش هزینه تأمین مالی منجر می‌شود و به‌روزرسانی تصمیمات مدیر را تسهیل می‌کند؛ زیرا سرعت تعدیل ساختار سرمایه به حفظ منابع یا تأمین مجدد پس از اتمام آن‌ها منجر می‌شود و به مدیر این امکان را می‌دهد که به‌سرعت، تولید و روند سودآوری را در آینده از سر بگیرند. به عبارتی، سرعت تعدیل ساختار سرمایه با ارائه اطلاعات مساعد نسبت به وضعیت مالی شرکت، مدیر را در بهینه‌سازی تصمیمات سرمایه‌گذاری کمک می‌کند و چسبندگی ناشی از پیش‌بینی‌های گذشته مدیر را کاهش می‌دهد؛ در همین راستا می‌توان ابراز داشت که دسترسی به سرمایه عاملی بااهمیت در کنترل چسبندگی است (Cheng et al., 2016). این رویکرد نشان می‌دهد که کاهش محدودیت‌های تأمین مالی درنتیجه افزایش سرعت دستیابی به سطح بهینه ساختار سرمایه به ارائه اطلاعات مفید به مدیریت در راستای به‌روزرسانی تصمیمات پیشین منجر شده است و راهی برای مدیریت عملکرد از طریق کنترل هزینه‌ها، بهبود کارایی عملیاتی شرکت و کاهش عدم‌تقارن اطلاعاتی است (Cheng et al., 2018).

نقش چسبندگی انتظارات را می‌توان در قالب انعکاس شهودی رفتار مدیریت شرکت بیان کرد که به فعالان بازار سرمایه کمک می‌کند تا هنگام بررسی گزینه‌های سرمایه‌گذاری، ریسک گزینش نادرست را به حداقل ممکن کاهش دهند. این امر عمدتاً بر تأثیرپذیری رفتار مدیران از عوامل تعیین‌کننده آن تأکید دارد (Ramalingegowda & Yu, 2018). افزون بر این، مسئله نمایندگی و اعتماد بیش از حد مدیران بر تصمیمات مرتبط با استفاده بهینه از منابع تأثیر می‌گذارد و به جابه‌جایی منافع و

ثروت منجر می‌شود. به عبارتی، می‌توان ابراز داشت که چسبندگی انتظارات مدیر مبتنی بر دیدگاه تعدیل هزینه است؛ باین حال، علاوه بر تأثیر عوامل برون‌سازمانی مانند کارایی بازار، تغییر چسبندگی انتظارات رابطه اساسی با ساختار سرمایه شرکت و نحوه تعدیل آن دارد؛ زیر راه حل مشکلات کلان در نهایت در سطح خرد اجرا می‌شود و مدیران در پاسخ به نیازهای محیطی، تصمیمات شخصی را اتخاذ می‌کنند. ساختار سرمایه و سرعت تعدیل آن یکی از شرایط درون‌سازمانی است که مدیران باید برای عملکرد پایدار با آن روبه‌رو شوند و بستری برای شرکت‌ها برای حل محدودیت‌های تأمین مالی است (An et al., 2015).

فرضیه دوم: سرعت تعدیل ساختار سرمایه اثر معناداری بر چسبندگی انتظارات اطلاعاتی مدیران دارد.

کیفیت افشا، سرعت تعدیل ساختار سرمایه و چسبندگی انتظارات مدیران

نقش مرکزی اطلاعات در نظریه اقتصاد برگرفته از اقتصاد اطلاعات است که در واکنش به دیدگاه تعادل کلی رقابت توسعه یافت که از سوی دبرو (Debreu, 1959) و آرو (Arrow, 1964) مطرح شد. آن‌ها فرض کردند اطلاعات مشخص و به‌طور کامل معلوم است. اقتصاد اطلاعات به‌جای این دیدگاه، رویکرد دیگری را می‌پذیرد که به‌موجب آن اطلاعات ناقص است، کسب آن هزینه دارد و در آن توزیع اطلاعات نقشی بنیادی ایفا می‌کند. منشأ اقتصاد اطلاعات در کار استیگلر (Stigler, 1962) دیده شده است. وی نقش اطلاعات در تعیین قیمت‌های بازار و در بازار نیروی کار را مطالعه کرد و مشاهده می‌کند که پراکندگی قیمت تجلی همه‌جانبه بی‌اطلاعی بازار است و اینکه بازارها و تبلیغات می‌تواند هزینه اندازه‌گیری و اندازه این پراکندگی را کاهش دهد و اینکه اطلاعات به‌دست‌آمده درباره بازار، سرمایه تولیدشده به هزینه جست‌وجو است. ظهور مفاهیم اقتصاد اطلاعات در ادبیات مالی از یک‌سو و پیچیدگی محیط حسابداری از سوی دیگر، منجر به آن شد که بخش وسیعی از ادبیات جریان اطلاعات حسابداری را بر تصمیم سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان بررسی کند. پیچیدگی محیط حسابداری خود، به‌واسطه آن است که نخست محصول حسابداری، اطلاعات است و دیگر آنکه اطلاعات چیزی بیشتر از اثر بر تصمیم فردی است. به‌واقع، افراد در واکنش به اطلاعات مشابه هم‌رأی نیستند و این خود بر پیچیدگی محیط اطلاعاتی می‌افزاید (Scott, 2009).

وقتی درباره وقوع رویدادهای اطلاعاتی عدم اطمینان وجود دارد و شرکت‌ها پیوسته افشاهای ناقصی راجع به این رویدادها دارند، بازار با محدودیت‌هایی در راستای معاملات مواجه می‌شود (Richardson, 2000). نظریه‌های ریزساختار بازار نیز بیان می‌دارد که یکی از مسائل کژگزینی پایداری که بازارسازان با آن روبه‌رو هستند، این احتمال است که اطلاعات بااهمیت خاص شرکت از سوی شرکت به عموم افشا نشود (Welker, 1995). به عبارتی، کیفیت افشا را می‌توان یکی از رویکردهای کنترل این ناپایداری‌ها در نظر گرفت. در این زمینه ورچیا (Verrecchia, 2001) وضعیتی را بررسی می‌کند که در آن اطلاعات عمومی افشاشده از سوی شرکت، جانشین کاملی برای اطلاعات خصوصی است. او نشان می‌دهد که مقدار اطلاعات خصوصی پرهزینه، معمولاً با مقدار اطلاعات عمومی افشاشده شرکت کاهش می‌یابد. درحقیقت، وقتی اطلاعات برای عموم منتشر می‌شود، اطلاعات خصوصی سودمندی خود را از دست می‌دهد.

ایسلی و اوهارا (Easley & O'Hara, 2004) یک مدل انتظارات عقلایی ارائه می‌دهند که در آن تصمیمات مدیران به شکاف بین مقدار اطلاعات عمومی و اطلاعات خصوصی و به چگونگی انتشار اطلاعات بستگی دارد. اساس رابطه بین انتشار اطلاعات و انتظارات مدیر این است که هرچه اطلاعات خصوصی در مقیاس وسیع‌تری به اشتراک گذاشته شود، اطلاعات، بیشتر در قیمت‌ها انعکاس می‌یابد؛ بنابراین، در صورت ثابت بودن سایر موارد، افزایش شمار سرمایه‌گذاران مطلع، به قیمت‌هایی منجر می‌شود که بیانگر اطلاعات بیشتر است. این امر مزیت سرمایه‌گذاران مطلع را کاهش و در نتیجه صرف مورد تقاضای سرمایه‌گذاران نامطلع را کاهش می‌دهد. به عبارتی، کیفیت افشا با کاهش هزینه‌های ناشی از جذب سرمایه‌گذاری و تأمین مالی، شرایط را برای تعدیل سریع‌تر ساختار سرمایه فراهم می‌کند و مانع از افزایش چسبندگی انتظارات اطلاعاتی مدیر می‌شود.

فرضیه سوم: کیفیت افشا به تفاوت در چسبندگی انتظارات اطلاعاتی بین شرکت‌های دارای سرعت تعدیل ساختار سرمایه بالا با شرکت‌های دارای سرعت تعدیل ساختار سرمایه پایین منجر می‌شود.

نتایج پژوهش‌های ارائه‌شده حاکی از آن است که وضعیت سودآوری و رشد پایدار شرکت منبع اصلی رفتار مدیران به گزارش‌گری مالی است که می‌تواند انگیزه و واکنش مدیران را برای تغییر اطلاعات حسابداری و پنهان کردن هزینه‌های ناشی از عدم تقارن در توزیع اطلاعات تغییر دهد. تصمیمات مدیران در بازار سرمایه تابعی از ساختار مالکیتی شرکت است. ساختار مالکیت با توجه به کنترل رفتارهای مدیریت و با تأثیری که بر تأمین مالی برون‌سازمانی دارد، به واکنش سریع‌تر مدیران در برابر اخبار دریافتی منجر می‌شود؛ درنهایت، ساختار سرمایه شرکت به واسطهٔ مخابرهٔ وضعیت تأمین مالی شرکت به کنترل رفتارهای متهورانه مدیران و تغییر انتظارات آن‌ها منجر می‌شود.

روش پژوهش

برای گردآوری داده‌های مربوط به ساختار سرمایه، سود پیش‌بینی‌شده، مالکیت نهادی و متمرکز از صورت‌های مالی و یادداشت‌های همراه موجود در سایت کدال و برای متغیرهای قیمت و بازده سهام از سایت سازمان بورس اوراق بهادار تهران، برای متغیرهای کنترلی از جمله اندازهٔ شرکت، اهرم مالی و دارایی ثابت از نرم‌افزار ره‌آورد نوین و برای سود هر سهم از اعلامیه‌های مجامع عمومی موجود در سایت کدال استفاده شده است.

این پژوهش به دنبال بررسی چسبندگی انتظارات اطلاعاتی مبتنی بر سرعت تعدیل ساختار سرمایه است؛ بدین منظور از مدل‌های ۱ و ۲ برای بررسی فرضیه‌ها استفاده شده است:

(مدل ۱)

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

در مدل فوق ضریب a جزء ثابت، ضریب b پارامتر چسبندگی به شمار می‌رود، $\pi_{f,t}$ سود واقعی، $F_{t-1}\pi_{f,t}$ سود پیش‌بینی‌شده (مستخرج از صورت‌های مالی بودجه‌ای شرکت) و $P_{f,t}$ قیمت سهام است. در مدل ۱ ضریب مدنظر 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. برای آزمون فرضیهٔ دوم از مدل ۲ استفاده شده است.

(مدل ۲)

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

در مدل ۲، α_2 ضریب متغیر سرعت تعدیل ساختار سرمایه است که اثر مجزای این متغیر را نشان می‌دهد و α_3 ضریب ارتباط متقابل بین سرعت تعدیل ساختار سرمایه و چسبندگی انتظارات اطلاعاتی را نشان می‌دهد که درواقع جزء قیمت‌گذاری اضافی مازاد بر عامل مجزا است. PR سودآوری بوده و برابر با نسبت سود خالص به مجموع دارایی‌های شرکت در ابتدای دوره است؛ $INST$ مالکیت نهادی است و به‌صورت مجموع سهام اشخاص حقیقی یا حقوقی تعریف می‌شود که بیش از ده درصد سهام شرکت را در اختیار دارند؛ CO_OWN مالکیت متمرکز است و به‌صورت مجموع سهام اشخاص حقیقی یا حقوقی تعریف

می‌شود که بیش از ده درصد سهام شرکت را در اختیار دارند؛ Size برابر با لگاریتم طبیعی ارزش دفتری کل دارایی‌های شرکت است؛ LEV اهرم مالی شرکت است که از نسبت مجموع بدهی‌ها به مجموع دارایی‌های شرکت به دست می‌آید؛ GRW رشد شرکت است که بر مبنای تغییرات سود هر سهم نسبت به سال قبل محاسبه می‌شود و TANG نسبت دارایی‌های ثابت به مجموع دارایی‌های ابتدای دوره را نشان می‌دهد. Structure سرعت تعدیل ساختار سرمایه است. به نحوی که در این مدل سرعت تعدیل ساختار سرمایه عاملی برای ایجاد هزینه در نظر گرفته شده است؛ به این ترتیب که اگر سرعت تعدیل ساختار سرمایه بالا باشد، هزینه اصلاح کمتری به شرکت تحمیل می‌شود. در گام اول مدل ۳ برای هر سال تخمین زده می‌شود:

مدل (۳)

$$DR_{it+1} = \beta_0 + \beta_1 DR_{it} + \beta_2 PR_{it} + \beta_3 MTB_{it} + \beta_4 EXPEND_{it} + \beta_5 TANG_{it} + \beta_6 TRET_{it} + \beta_7 SIZE_{it} + \varepsilon$$

در مدل مذکور:

DR نسبت مجموع بدهی به مجموع دارایی‌ها؛ MTB نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام؛ EXPEND نسبت مخارج سرمایه‌گذاری (مستخرج از بخش سرمایه‌گذاری صورت جریان وجوه نقد) به مجموع دارایی‌ها؛ TRET بازده دوساله سهام بر مبنای قیمت پایانی سهم (در انتهای سال مالی) را نشان می‌دهد. مقدار تخمینی مدل ۳ (DR^*) ابتدا بر مبنای روش حداقل‌سازی خطا تعدیل و نرمالیزه شده و سپس وارد مدل ۴ شده است:

مدل (۴)

$$DR_{it+1} - DR_{it} = \beta_0 + \beta_1 (DR^*_{it} - DR_{it}) + \varepsilon$$

ضریب β_1 بیانگر سرعت تعدیل ساختار سرمایه است.

آزمون فرضیه سوم دواقع آزمون چسبندگی انتظارات اطلاعاتی است. برای آزمون این فرضیه و مدل‌سازی روابط مربوط، ابتدا شرکت‌ها به پنج سبد براساس شاخص سرعت تعدیل ساختار سرمایه دسته‌بندی می‌شوند. انتظار می‌رود که سبد دارای کمترین (بیشترین) ارزش شاخص، دارای کارایی نسبتاً ناقص (کامل) باشد. سپس، شرکت‌ها براساس شاخص درجه کیفیت افشا (شاخص کیفیت افشا در این پژوهش به موقع بودن گزارشگری مالی در نظر گرفته شده است که از طریق اطلاعات محاسبه شده بر مبنای فاصله زمانی بین انتشار اولین صورت‌های مالی و پایان دوره مالی شرکت محاسبه می‌شود) به پنج سبد دسته‌بندی شدند. هر چند به سختی می‌توان سطح کیفیت افشا را مستقیماً مشاهده کرد، لکن انتظار می‌رود سبد دارای کمترین (بیشترین) ارزش شاخص دارای کمترین (بیشترین) کیفیت افشا باشد. در سبدی که به کیفیت افشای پایین نزدیک‌تر است، پیش‌بینی می‌شود که شرکت‌های دارای سرعت تعدیل ساختار سرمایه نسبتاً پایین دارای چسبندگی انتظارات بالاتری در مقایسه با شرکت‌های دارای سرعت تعدیل ساختار سرمایه بالا باشند. در سبد که به کیفیت افشای بالاتر تر است، پیش‌بینی می‌شود که شرکت‌های دارای درجه نسبتاً بالای سرعت تعدیل ساختار سرمایه دارای چسبندگی انتظارات تقریباً برابری با شرکت‌های دارای درجه پایین سرعت تعدیل ساختار سرمایه باشند. جدول (۱) سبدهبندی را نشان می‌دهد.

جدول (۱): مبنای سببندی

Table (1): Base of classification

برحسب سرعت تعدیل ساختار سرمایه					
کامل (Q10)	Q20	Q30	Q40	ناقص (Q50)	
Q11	Q21	Q31	Q41	Q51	کیفیت افشای پایین (Q01)
Q12	Q22	Q32	Q42	Q52	برحسب شاخص کیفیت افشا
Q13	Q23	Q33	Q43	Q53	
Q14	Q24	Q34	Q44	Q54	
Q15	Q25	Q35	Q45	Q55	کیفیت افشای بالا (Q05)

بعد از آنکه شرکت‌ها به ۲۵ سبد (۵×۵) در هر سال مرتب شدند، برای هر ۵ سبد مدل چسبندگی انتظارات اطلاعاتی محاسبه می‌شود. متغیر مدنظر در اینجا، ضریب چسبندگی انتظارات است که اگر به‌طور معناداری بیشتر از صفر باشد، شرکت‌های دارای کیفیت افشای پایین، چسبندگی انتظارات تعدیل شده با ریسک بالاتری را در مقایسه با شرکت‌های با کیفیت افشای بالا کسب خواهند کرد.

جامعه آماری مورد مطالعه، کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بین سال‌های ۱۳۹۵ تا ۱۴۰۲ است. 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 واجد هریک از شرایط زیر نبوده‌اند، حذف شده و در نهایت شرکت‌های باقی‌مانده برای انجام آزمون انتخاب شده‌اند. به عبارتی، به‌منظور همگن شدن نمونه آماری در سال‌های مورد بررسی، پیش از سال ۱۳۹۵ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشد، به‌لحاظ افزایش قابلیت مقایسه دوره مالی شرکت‌ها منتهی به پایان اسفند ماه باشد، نمونه آماری شامل شرکت‌های واسطه‌گری مالی، سرمایه‌گذاری، لیزینگ، بانک‌ها و شرکت‌های بیمه (به علت ماهیت متفاوت دارایی‌های آن‌ها) نمی‌شود و داده‌های مدنظر شرکت‌ها در دسترس باشد؛ در نهایت، شرکت‌های مورد بررسی در این پژوهش، شامل ۱۲۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بوده است.

یافته‌ها

برای ارائه نمای کلی از خصوصیات مهم متغیرهای محاسبه شده، در جدول (۲) برخی از مفاهیم آمار توصیفی این متغیرها، شامل میانگین، میانه، انحراف معیار، حداقل و اکثر مشاهدات ارائه شده است.

جدول (۲): آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

Table (2): Descriptive statistics of the study variables

متغیرها	میانگین	میانه	انحراف معیار	حداکثر	حداقل	چولگی	کشیدگی
سرعت تعدیل ساختار سرمایه	۰/۲۸۶۳	۰/۲۴۱۶	۰/۱۲۴۳	۰/۴۶۱۷	۰/۰۶۶۹	۰/۴۵۲۲	۱/۳۷۴۱
چسبندگی انتظارات	۰/۲۳۱۴	۰/۱۲۹۵	۰/۱۳۲۴	۰/۵۹۰۷	-۰/۴۲۲۰	۱/۴۱۱۱	۷/۷۳۳۳
اهرم مالی	۰/۶۶۳۹	۰/۶۶۶۲	۰/۱۶۵۵	۱/۰۵۶۰	۰/۰۹۶۴	۱/۲۸۴۰	۳/۷۷۱۹
مالکیت نهادی	۰/۶۸۳۵	۰/۷۵۶۰	۰/۲۸۷۵	۰/۹۹۰۰	۰/۰۵۰۰	۱/۰۴۳۴	۱۷/۰۸۱
مالکیت متمرکز	۰/۸۴۸۲	۰/۷۸۴۳	۰/۱۹۱۲	۰/۹۹۹۸	۰/۰۵۹۵	۱/۹۵۱۶	۶/۴۷۹۷
سودآوری	۰/۱۳۷۸	۰/۱۲۷۴	۰/۰۹۹۷	۰/۵۲۶۸	-۰/۱۲۹۲	۱/۴۴۲۸	۳/۲۷۴۶
اندازه شرکت	۵/۹۳۴۴	۵/۸۶۳۰	۰/۶۵۳۹	۸/۵۲۰۰	۴/۳۵۶۵	۰/۱۰۷۱	۴/۲۷۰۸
دارایی‌های ثابت مشهود	۰/۴۴۲۶	۰/۴۰۸۴	۰/۱۹۶۳	۰/۹۸۵۲	۰/۱۲۱۲	۴/۶۵۱۴	۴/۶۳۶۲
رشد شرکت	۰/۱۰۶۹	۰/۱۰۵۵	۰/۵۲۹۲	۳/۹۹۰۰	-۰/۹۸۹۴	چولگی	کشیدگی

میانگین متغیرهای چسبندگی انتظارات مدیر برابر با ۰/۲۳۱ بوده که نشان‌دهنده وجود چسبندگی انتظارات در بین شرکت‌های مورد مطالعه و واکنش نامتقارن به اخبار و اطلاعات دریافتی است. میانگین متغیر تعدیل ساختار سرمایه برابر با ۰/۲۸۶ بوده که نشان‌دهنده طولانی بودن فرایند تعدیل ساختار سرمایه در بین شرکت‌های مورد مطالعه است. میانگین متغیرهای درصد مالکیت نهادی برابر با ۰/۶۸۳ است. باتوجه به نتایج به دست آمده، درصد سرمایه‌گذاران مطلع یعنی سرمایه‌گذاران دارای اطلاعات خصوصی در شرکت‌های مورد مطالعه است؛ به نحوی که باتوجه به درصد مالکیت آن‌ها، امکان راهبری فعالیت‌های اصلی شرکت میسر می‌شود که ممکن است باتوجه به اطلاعات آن‌ها کارایی بازار افزایش و ناقرینگی اطلاعات کاهش یابد یا می‌تواند باتوجه به دسترسی این افراد به اطلاعات خصوصی به افزایش رانت اطلاعاتی منجر شود. مقدار میانگین برای تمرکز مالکیت برابر با ۰/۸۴۸ است و نشان‌دهنده این است که بیشتر تمرکز مالکیت شرکت مربوط به اشخاص حقوقی (مالکان نهادی) است. میانگین اهرم مالی ۰/۶۶۳ است. به عبارتی، محل تأمین مالی شرکت‌ها بیشتر از بدهی‌ها بوده است. همچنین، مقادیر ۰/۱۳۷ و ۰/۱۰۶ برای سودآوری و رشد، نشان‌دهنده پایین بودن سودآوری است و می‌تواند بیانگر نامربوط بودن اطلاعات ترازنامه و نیز رویکرد محافظه‌کارانه شرکت‌ها باشد. بخش عمده‌ای از این تغییرات را می‌توان ناشی از وجود تورم عنوان کرد. مقدار میانگین برای دارایی‌های مثبت مشهود ۰/۴۴۲ و بیانگر سرمایه‌گذاری بالای شرکت‌ها در دارایی‌های سرمایه‌ای (سرمایه‌گذاری بلندمدت) است. باتوجه به درصد دارایی‌های ثابت به مجموع دارایی‌ها می‌توان ابراز داشت که جریان‌های نقدی صرف سرمایه‌گذاری در دارایی‌های ثابت شده است. از طرفی باتوجه 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 ب منظور بررسی استفاده از روش داده‌های تابلویی با اثرات ثابت در مقابل روش داده‌های ترکیبی برای الگوی بالا انجام شود. نتایج حاصل از آزمون F لیمر برای الگوهای پژوهش بیانگر پذیرفته شدن مدل داده‌های تلفیقی است. جدول (۳) نتایج حاصل از برآورد الگوی اول و دوم پژوهش را نشان می‌دهد.

جدول ۳: نتایج آزمون الگوهای اول و دوم پژوهش

Table (3): Results of research models

الگوی ۱			الگوی ۲			متغیرها
ضریب	آماره t	سطح خطا	ضریب	آماره t	سطح خطا	
۰/۱۴۸۴	۵/۷۲۶۷	۰/۰۰۰	۰/۱۸۳۷	۴/۶۶۲۲	۰/۰۰۰	$(F_{t-1}\pi_{f,t} - F_{t-2}\pi_{f,t}) / P_{f,t-2}$
-۰/۳۳۱۴	-۱۴/۲۱۰۶	۰/۰۰۰	-	-	-	$(\pi_{f,t-1} - \pi_{f,t-2}) / P_{f,t-2}$
-	-	-	۰/۰۶۳۸	۰/۶۳۷۷	۰/۵۲۳	سرعت تعدیل ساختار سرمایه (Structure)
-	-	-	-۱/۱۷۷۴	-۷/۴۰۳۸	۰/۰۰۰	Structure $* \left(F_{t-1}\pi_{f,t} - F_{t-2}\pi_{f,t} / P_{f,t-2} \right)$
-	-	-	۰/۰۲۰۸	۰/۱۵۲۱	۰/۸۷۹	سودآوری
-	-	-	-۰/۰۶۳۲	-۰/۷۴۷۵	۰/۴۵۵۱	اهرم مالی
-	-	-	۰/۰۲۰۸	۰/۱۵۲۱	۰/۸۷۹۲	دارایی ثابت
-	-	-	۰/۰۱۴۱	۰/۷۷۰۰	۰/۴۴۱۷	اندازه شرکت
-	-	-	-۰/۰۰۱۹	-۰/۰۴۶۴	۰/۹۶۳۰	مالکیت نهادی
-	-	-	۰/۰۴۵۹	۲/۰۲۲۵	۰/۰۴۳۷	رشد شرکت
-	-	-	-۰/۰۱۸۳	-۰/۲۸۸۷	۰/۷۷۲۹	تمرکز مالکیت

الگوی ۱		الگوی ۲			متغیرها	
ضریب	آماره t	سطح خطا	ضریب	آماره t	سطح خطا	VIF
۰/۱۸۴۶	۲۱/۵۸۵۵	۰/۰۰۰	۰/۱۰۴۴	۰/۷۱۹۶	۰/۴۷۲۱	-
۰/۲۰۵۱			۰/۱۷۷۶			
۰/۲۰۳۶			۰/۱۶۰۵			
۱/۹۱۲۰			۲/۱۳۴۹			
۱۳/۸۹۹۷			۱۰/۳۴۹۲			
۰/۰۰۰			۰/۰۰۰			
جزء ثابت						
ضریب تعیین						
ضریب تعیین تعدیل شده						
آماره دوربین-واتسون						
آماره F						
احتمال آماره F						

براساس نتایج تخمین مدل می‌توان نتیجه گرفت که مدل پژوهش معنادار است؛ زیرا مقدار سطح خطای احتمال مربوط به آماره F برابر صفر و کمتر از ۵ درصد است؛ در نتیجه، حتی در سطح اطمینان ۹۹ درصد نیز معنادار بودن مدل پذیرفته می‌شود. باتوجه به مقدار آماره دوربین-واتسون مدل که در جدول (۳) عنوان شده است، می‌توان نتیجه گرفت که مدل پژوهش مشکل خود همبستگی ندارد. باتوجه به تأیید شدن آماره‌های مدل، فرضیه‌های پژوهش بررسی می‌شود.

براساس الگوی (۱)، چسبندگی انتظارات مدیران در شرکت‌های مورد مطالعه مشاهده می‌شود. باتوجه به اینکه ضریب b برابر با ۰/۱۴۸۴ و بزرگ‌تر از صفر است، وجود چسبندگی در انتظارات مدیران تأیید شده است.

فرضیه دوم مبنی بر اینکه سرعت تعدیل ساختار سرمایه اثر معناداری بر چسبندگی انتظارات اطلاعاتی مدیران شرکت‌های بورسی دارد، تأیید شده است. باتوجه به اینکه سطح خطای فرضیه دوم ۰/۰۰۰ کمتر از یک درصد است، فرضیه دوم پژوهش تأیید شده است.

بر مبنای فرضیات و طرح نظری مسئله پژوهش، چسبندگی انتظارات با افزایش سرعت تعدیل ساختار سرمایه کاهش می‌یابد؛ بنابراین، در این بخش به منظور بررسی اثر سرعت تعدیل ساختار سرمایه در تغییر انتظارات مدیران، کیفیت افشا عاملی مداخله‌گر لحاظ شد. این آزمون در واقع آزمون چسبندگی انتظارات در محیط‌های پویا است.

جدول (۴): سبد پوششی سرعت تعدیل ساختار سرمایه

Table (4): Hedging portfo of capital structure adjustment speed

سرعت تعدیل ساختار سرمایه (Q1-Q5)

۰/۰۱۰۳	سبد اول	
۳/۶۴۵۳		
۰/۰۵۸۸	سبد دوم	
۳/۴۹۶۷		
۰/۰۶۵۸	سبد سوم	سبدهای کیفیت افشا
۳/۰۰۱۵		
۰/۱۱۰۸	سبد چهارم	
۲/۳۳۱۷		
۰/۱۶۹۷	سبد پنجم	
۳/۹۵۲۳		

باتوجه به جدول (۴) نیز می‌توان ابراز داشت با افزایش کیفیت افشا، روند سرعت تعدیل ساختار سرمایه کاهشی بوده است؛

به نحوی که در سبد اول (کیفیت افشای بالاتر) ضریب مربوط حداکثر است. نتایج حاصل از الگوی مربوط به شرح زیر است:

جدول (۵): سبد چسبندگی انتظارات

Table (5): Sticky expectations portfolio

سرعت تعدیل ساختار سرمایه						متغیر	سبد
پوششی	Q ₅		Q ₁				
ضریب	آماره t	ضریب	آماره t	ضریب	آماره t		
۰/۱۲۳۶	۱/۴۲۱۹	۰/۲۱۰۴	۱/۹۰۲۵***	۰/۱۰۱۲	۱/۹۰۲۵***	جزء ثابت	Q ₁
۰/۱۱۴۹	۲/۲۵۱۹**	۰/۳۶۵۲	۳/۰۹۱۷*	۰/۱۵۴۱	۳/۰۹۱۷*	b	
۰/۰۳۲۹	۳/۱۲۷۳*	۰/۲۵۱۶	۳/۱۲۷۳*	۰/۲۳۰۱	۳/۱۲۷۳*	c	
۰/۱۹۹۵		۰/۲۰۱۷		۰/۱۵۶۲		ضریب تعیین	کیفیت افشا
۰/۰۰۰		۰/۰۰۰		۰/۰۰۰		احتمال آماره F	
۰/۲۳۵۹	-۳/۴۵۲۷*	-۰/۰۹۸۸	۲/۳۳۴۹**	۰/۱۲۴۲	۲/۳۳۴۹**	جزء ثابت	Q ₅
۰/۰۵۶۰	۲/۴۵۵۷**	۰/۰۹۷۹	۲/۰۹۷۳**	۰/۰۴۳۲	۲/۰۹۷۳**	b	
۰/۰۶۶۸	۲/۱۱۹۵**	۰/۰۹۰۳	۲/۲۲۸۶**	۰/۰۲۱۱	۲/۲۲۸۶**	c	
۰/۲۹۵۶		۰/۳۴۱۶		۰/۲۵۱۲		ضریب تعیین	
۰/۰۰۰		۰/۰۰۰		۰/۰۰۰		احتمال آماره F	

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

متغیر مدنظر در این بخش، جزء b است. اگر جزء b به طور معناداری بیشتر از صفر باشد، شرکت های دارای سرعت تعدیل ساختار سرمایه پایین، چسبندگی انتظارات بالاتری را تجربه خواهند کرد. باتوجه به جدول فوق و نیز براساس سبدهای اول و آخر و مقایسه آنها می توان ابراز داشت که فرضیه سوم با استفاده از معیار کیفیت افشا تأیید شده است. به عبارتی، بین سبدهای بالا و پایین سرعت تعدیل ساختار سرمایه از بُعد چسبندگی انتظارات، تفاوت معناداری وجود دارد و می توان ابراز داشت که تغییرات در کیفیت افشا به تغییر در چسبندگی انتظارات منجر می شود.

نتیجه گیری

در پژوهش حاضر، چسبندگی انتظارات اطلاعاتی بر مبنای سرعت تعدیل ساختار سرمایه مطالعه شده است. فرضیه اول پژوهش مبنی بر وجود چسبندگی انتظارات در بین شرکت های مورد مطالعه تأیید شده است. مطابق با نظریه تعادل عمومی، اطلاعات شامل مفهوم زمان نمی شود. اطلاعات آنی است؛ بنابراین، تأخیر زمانی ندارد. در اقتصاد واقعی، انتشار و کسب اطلاعات با تأخیر همراه است. به عبارتی، وقتی مدیر اطلاعات موجود را جمع آوری می کند، نه تنها به هزینه، بلکه به زمان نیز نیاز دارد. به دلیل تأخیر در کسب این اطلاعات، انتظارات را نمی توان به سرعت و در مدت زمان کوتاهی تغییر داد. به دلیل هزینه دستیابی به اطلاعات و تأخیر اطلاعات، مدیر زمان بیشتری را برای جمع آوری اطلاعات جدید صرف می کند و دشوار است که به تغییرات در عملکرد اقتصادی به صورت آنی پاسخ دهد؛ بنابراین، انتظار او چسبنده است. البته، هنگامی که مدیر اطلاعات مورد نیاز خود را دریافت کرد، به سرعت پاسخ می دهد و انتظار خود را در اسرع وقت تنظیم می کند (Li, 1995). نتایج حاصل از فرضیه اول نشان می دهد اگر مدیران انتظارات ناپایداری داشته باشند، اما اخبار اخیر مربوط به دوره فعلی را

نیز پیش‌بینی کنند، می‌توان واکنش کمتر از حد یا واکنش بیش از حد را مشاهده کرد. مدیران به اخباری که تأثیر زیادی بر دوره فعلی دارد، بیش از حد واکنش نشان می‌دهند. همچنین، هنگامی که اخبار تأثیر کمی بر دوره فعلی دارد و عمدتاً مربوط به دوره‌های آینده است، تأثیرپذیری ضعیف خواهد بود. در این حالت، واکنش کمتر از حد به اخبار به دلیل چسبندگی در انتظارات ایجاد می‌شود. نتایج حاصل از این فرضیه مشابه نتایج پژوهش مانکیف و ریس (Mankiw & Reis, 2002) است.

فرضیه دوم پژوهش مبنی بر اینکه سرعت تعدیل ساختار سرمایه اثر معناداری بر چسبندگی انتظارات اطلاعاتی مدیران دارد، تأیید شده است. شرکت‌هایی که با سرعت بیشتری ساختار سرمایه خود را تعدیل می‌کنند، دارای سازوکارهای اطلاعاتی و تحلیلی پیشرفته‌تری هستند که این امر موجب می‌شود تا انتظارات آن‌ها نیز به‌روزتر و انعطاف‌پذیرتر باشد. این رویکرد از دیدگاه نظریه‌های اطلاعاتی و انتظارات تشخیصی نیز پشتیبانی می‌شود که بر نقش ادراک و پردازش اطلاعات در رفتار پیش‌بینی‌کنندگان تأکید دارد (Bordalo et al., 2018). بنابراین، می‌توان استدلال کرد که سرعت بالای تعدیل ساختار سرمایه می‌تواند به‌عنوان یک شاخص رفتاری یا نهادی از کاهش چسبندگی انتظارات تفسیر شود؛ زیرا پردازش اطلاعات در این سازمان‌ها سریع‌تر انجام می‌شود و واکنش به تحولات محیطی در زمان کوتاه‌تری رخ می‌دهد. نظریه‌های انتظارات تشخیصی تأکید دارد که انتظارات افراد نه فقط براساس اطلاعات گذشته، بلکه براساس درک ذهنی آن‌ها از اطلاعات فعلی و میزان برجستگی آن‌ها شکل می‌گیرد. در شرکت‌هایی که سرعت تعدیل بالا دارند، درک و پردازش اطلاعات جدید نیز دقیق‌تر و واقع‌گرایانه‌تر است که نتیجه آن کاهش چسبندگی انتظارات است. نتایج حاصل از این فرضیه با پژوهش‌های بردلو و همکاران (Bordalo et al., 2018) مطابقت دارد.

فرضیه سوم پژوهش مبنی بر اینکه کیفیت افشا به تفاوت در چسبندگی انتظارات اطلاعاتی بین شرکت‌های دارای سرعت تعدیل ساختار سرمایه بالا با شرکت‌های دارای سرعت تعدیل ساختار سرمایه پایین منجر می‌شود، تأیید شده است. در زمینه ساختار سرمایه، کیفیت افشا نقش مهمی در ارتقای دسترسی شرکت‌ها به منابع مالی، کاهش هزینه سرمایه و تسهیل در تعدیل ساختار سرمایه ایفا می‌کند. شرکت‌های با کیفیت افشای بالاتر معمولاً از شفافیت اطلاعاتی بیشتر، اعتماد بازار و تحلیل‌گری فعال‌تری برخوردارند. این ویژگی‌ها به آن‌ها اجازه می‌دهد تا سریع‌تر به انحراف از ساختار سرمایه هدف خود واکنش نشان دهند و نسبت به شرایط بازار، تصمیمات مالی به‌موقع‌تری اتخاذ کنند (Bharath et al., 2008). همچنین، چسبندگی انتظارات به شرایطی اشاره دارد که در آن مدیران یا تحلیل‌گران، انتظارات خود از متغیرهای اقتصادی و عملکرد شرکت را به‌صورت تدریجی و با تأخیر تعدیل می‌کنند (Mankiw & Reis, 2002). کیفیت پایین افشا می‌تواند یکی از دلایل اصلی این چسبندگی باشد؛ زیرا در نبود اطلاعات به‌موقع، کامل و اتکال‌پذیر، فرایند به‌روزرسانی انتظارات با تأخیر همراه خواهد بود. برعکس، افشای باکیفیت می‌تواند با فراهم‌ساختن اطلاعات معتبر و قابل‌فهم، فرایند اصلاح انتظارات را تسریع کند و چسبندگی را کاهش دهد. نتایج حاصل از این فرضیه با پژوهش‌های هوپ (Hope, 2003) مطابقت دارد.

باتوجه به نتایج فرضیه اول، پیشنهاد می‌شود شرکت‌ها با تعریف و ارائه شاخص‌های عملکردی، اخبار و اطلاعات تأثیرگذار چارچوب‌بندی گردد تا از واکنش بیش از حد یا کمتر از حد اجتناب کرده و تصمیم‌های متعادل‌تری اتخاذ کنند. به عبارتی، باتوجه به اثبات چسبندگی در انتظارات مدیران شرکت‌های مورد مطالعه، پیشنهاد می‌شود مدیر به‌جای تلاش برای ساختن یک پیش‌بینی انتظارات کاملاً عقلایی به تنهایی، اطلاعات مربوط به انتظارات سایر مدیران را نیز هنگام شکل‌دهی پیش‌بینی‌های خود در نظر بگیرد. پیش‌بینی اجماعی از یک گروه بزرگ از پیش‌بینی‌کنندگان (حرفه‌ای) می‌تواند منبع اطلاعاتی بسیار ارزشمند برای پیش‌بینی‌کننده فردی تلقی شود. به‌طور خاص، این نمونه‌ای از خرد جمعی شناخته شده است. باتوجه به نتایج فرضیه دوم، پیشنهاد می‌شود شرکت‌ها ساختار سرمایه منعطف و چابکی را تنظیم کنند که با تسریع در پردازش اطلاعات، انتظارات مدیران را به‌روز نگه دارد. باتوجه به نتایج فرضیه سوم، پیشنهاد می‌شود سازمان بورس اوراق بهادار استانداردهای

افشای مبتنی بر اصل به هنگام بودن را برای شرکت‌ها تدوین کند تا با کاهش شکاف اطلاعاتی به شرکت‌ها کمک کند انتظارات خود را با واقعیت‌های بازار هماهنگ کنند.

در پژوهش حاضر 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 صورت پذیرد.

منابع

- اسکو، وحید، و فخاری، حسین (۱۴۰۱). بی‌قاعدگی سودآوری و چسبندگی احساسات سرمایه‌گذار. *تحقیقات حسابداری و حسابرسی*، ۳(۵۵)، ۱۱۳-۱۴۰. <https://doi.org/10.22034/iaar.2022.162395>
- امیری، رویا، آشتاب، علی، و حیدری، مهدی (۱۴۰۳). رابطه بین مدل‌های گزارشگری مالی و ویژگی‌های سود شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. *تحقیقات مالی*، ۲۶(۲)، ۳۷۴-۳۵۵. <https://doi.org/10.22059/FRJ.2023.365590.1007512>
- رشیدی، محسن (۱۴۰۴). نقش چسبندگی انتظارات مدیران در تغییر محتوای اطلاعاتی سودهای جاری. *پژوهش‌های تجربی حسابداری*، ۱۵(۱)، ۱۱۵-۱۴۴. <https://doi.org/10.22051/JERA.2025.39900.3306>
- شهرزادی، مهشید، فروغی، داریوش، و امیری، هادی (۱۳۹۸). اثر ریسک دنباله چپ بر بازده مازاد مورد انتظار و پیامد آن بر استمرار بازده دنباله چپ. *تحقیقات مالی*، ۲۱(۴)، ۵۹۳-۶۱۱. <https://doi.org/10.22059/FRJ.2019.282102.1006873>
- شیری، یحیی، سجادی، سیدحسین، و واعظ، سیدعلی (۱۳۹۷). تأثیر چسبندگی انتظارات مدیران بر رابطه بین بی‌قاعدگی پایداری سودآوری و هم‌زمانی قیمت سهام. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۲۵(۳)، ۳۶۷-۳۸۶. <https://doi.org/10.22059/ACCTGREV.2018.250018.1007805>
- محمدی، ناهید، بهارمقدم، مهدی، و پورحیدری، امید (۱۴۰۴). رابطه چسبندگی انتظارات مدیران و بازده آتی سهام با در نظر گرفتن رتبه‌بندی حاکمیت شرکتی. *دانش سرمایه‌گذاری*، ۱۴(۵۴)، ۱۹۱-۲۱۰. <https://doi.org/10.22054/qjma.2021.49198.2108>

References

- Ahmad, R., & Etudaiye-Muhtar, O. F. (2017). Dynamic model of optimal capital structure: Evidence from Nigerian listed firms. *Global Business Review*, 18, 590-604. <https://doi.org/10.1177/0972150917692068>
- Amiri, R., Ashtab, A., & Heydari, M. (2024). Exploring the link between financial reporting models and earnings characteristics among Tehran Stock Exchange listed companies. *Financial Research Journal*, 26(2), 355-374. <https://doi.org/10.22059/FRJ.2023.365590.1007512> [In Persian]
- An, Z., Li, D., & Yu, J. (2015). Firm crash risk, information environment, and speed of leverage adjustment. *Journal of Corporate Finance*, 31, 132-151. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2015.01.015>
- Arrow, K. J. (1964). The role of securities in the optimal allocation of risk-bearing. *Review of Economic Studies*, 31, 91-96. <https://doi.org/10.2307/2296188>
- Barinov, A. (2023). Profitability anomaly and aggregate volatility risk. *Journal of Financial Markets*, 64, 100782. <https://doi.org/10.1016/j.finmar.2022.100782>
- Bharath, S. T., Sunder, J., & Sunder, S. V. (2008). Accounting quality and debt contracting. *The Accounting Review*, 83(1), 1-28. <https://doi.org/10.2308/accr>
- Bordalo, P., Gennaioli, N., & Shleifer, A. (2018). Diagnostic expectations and credit cycles. *The Journal of Finance*, 73(1), 199-227. <https://doi.org/10.1111/jofi.12586>
- 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.12734>
- Burrill, D. (2021). *Sticky Expectations*. S. R. Thye, & E. J. Lawler (Eds.), *Advances in Group Processes*, 75-98. <https://doi.org/10.1108/S0882-61452021000038004>
- Chang, Y., Chou, R. K., & Huang, T. (2014). Corporate governance and the dynamics of capital structure: New

- evidence. *Journal of Banking and Finance*, 48, 374–385. <http://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2014.04.026>
- Cheng, Q., Goh, B., & Kim, J. (2018). Internal control and operational efficiency. *Contemporary Accounting Research*, 35(2), 1102–1139. <http://doi.org/10.1111/1911-3846.12409>
- Cheng, S., Jiang, W., & Zeng, Y. (2016). Does access to capital affect cost stickiness? Evidence from China. *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, 25(1–2), 177–198. <https://doi.org/10.1080/16081625.2016.1253483>
- Coibion, O., & Gorodnichenko, Y. (2015). Information rigidity and the expectations formation process: A simple framework and new facts. *American Economic Review*, 105(8), 2644–2678. <http://doi.org/10.1257/aer.20110306>
- Cook, D., & Tang, T. (2010). Macroeconomic conditions and capital structure adjustment speed. *Journal of Corporate Finance*, 16, 73–87. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2009.02.003>
- Dang, T. L., Dang, V. A., & Moshirian, F. (2019). News media coverage and corporate leverage adjustment. *Journal of Banking and Finance*, 109, 1–22. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2019.105666>
- Debreu, G. (1959). *The Theory of Value: An Axiomatic Analysis of Economic Equilibrium*. Wiley. <https://doi.org/10.2307/139425>
- Doms, M., & Dunne, T. (1998). Capital adjustment patterns in manufacturing plants. *Review of Economic Dynamics*, 1(2), 409–429. <https://doi.org/10.1006/redy.1998.0011>
- Easley, D., & O'Hara, M. (2004). Information and the cost of capital. *Journal of Finance*, 59(4), 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.2016.12.003>
- Hagenhoff, T., & Lustenhouwer, J. (2023). The role of stickiness, extrapolation and past consensus forecasts in macroeconomic expectations. *Journal of Economic Dynamics and Control*, 149, 100125. <https://doi.org/10.1016/j.jedc.2023.104638>
- Hope, O. K. (2003). Disclosure practices, enforcement of accounting standards, and analysts' forecast accuracy: An international study. *Journal of Accounting Research*, 41(2), 235–272. <https://doi.org/10.1111/1475-679X.00102>
- Huang, P., Lu, Y., & Faff, R. (2021). Social trust and the speed of corporate leverage adjustment: Evidence from around the globe. *Accounting & Finance*, 61, 3261–3303. <https://doi.org/10.1111/acfi.12701>
- Kahneman, D., & Tversky, A. (1973). On the psychology of prediction. *Psychological Review*, 80(4), 237–251. <https://doi.org/10.1037/h0034747>
- Kalkhoff, W., Younts, C. W., & Troyer, L. (2011). Do others' views of us transfer to new groups and tasks? An expectation states approach. *Social Psychology Quarterly*, 74(3), 267–290. <https://doi.org/10.1177/0190272511416105>
- Kumar, S., Colombage, S., & Rao, P. (2017). Research on capital structure determinants: A review and future directions. *International Journal of Managerial Finance*, 13, 106–132. <https://doi.org/10.1108/IJMF-09-2014-0135>
- Lambrecht, B. M., & Myers, S. C. (2012). A lintner model of payout and managerial rents. *The Journal of Finance*, 67(5), 1761–1810. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2012.01762.x>
- Li, L. (1995). *Inflation and Uncertainty*. Beijing, The Press of Chinese People's University.
- Li, W., Nor, N., Hisham, M., & Feng, M. (2023). Volatility conditions and the weekend effect of long-short anomalies: Evidence from the US stock market. *Quantitative Finance and Economics*, 7(2), 337–355. <https://doi.org/10.3934/QFE.2023016>
- Ma, Y., Ropele, T., Sraer, D., & Thesmar, D. (2018). *Do Managerial Forecasting Biases Matter?*. Technical Report, Working Paper.
- Mankiw, G. N., & Reis, R. (2002). Sticky information versus sticky prices: A proposal to replace the New Keynesian Phillips Curve. *Quarterly Journal of Economics*, 117, 1295–1328. <https://doi.org/10.1162/003355302320935034>
- Mohamadi, N., Baharmoghadam, M., & Pourheidari, O. (2022). The impact of corporate governance mechanisms on the relationship between managers' expectations stickiness & future stock returns. *Empirical Studies in Financial Accounting*, 19(73), 27–56. <https://doi.org/10.22054/qjma.2021.49198.2108> [In Persian]
- Oskou, V., & Fakhari, H. (2022). The profitability anomaly and the sticky investor sentiment. *Accounting and Auditing Research*, 55(3), 113–140. <https://doi.org/10.22034/iaar.2022.162395> [In Persian]
- Ramalingegowda, S., & Yu, Y. (2018). The role of accounting conservatism in capital structure adjustments.

- Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 36, 1–26. <https://doi.org/10.1177/0148558X18793770>
- Rashidi, M. (2025). The role of managers' expectations stickiness in changing the information content of current Earnings. *Empirical Research in Accounting*, 15(1), 115-144. <https://doi.org/10.22051/JERA.2025.39900.3306> [In Persian]
- Richardson, V. J. (2000). Information asymmetry and earnings management: Some evidence. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 15 (4), 325–347. <https://doi.org/10.1023/A:1008387500984>
- Ridgeway, C. L., & Erickson, K. G. (2000). Creating and spreading status beliefs. *American Journal of Sociology*, 106(3), 579–615. <https://doi.org/10.1086/318965>
- Scott, H. S. (2009). Information, selective disclosure, and analyst behavior. *Journal of Accounting and Public Policy*, 28(1), 12–27. <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2008.12.003>
- Shahrzadi, M., Foroghi, D., & 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. <https://doi.org/10.22059/FRJ.2019.282102.1006873> [In Persian]
- Shiri, Y., Sajadi, S. H., & Vaez, S. A. (2018). The effect of managers expectations stickiness on relationship between sustainability of profitability anomalies and stock price synchronicity. *Accounting and Auditing Review*, 25(3), 367-386. <https://doi.org/10.22059/ACCTGREV.2018.250018.1007805> [In Persian]
- Sims, C. (2003). Implications of rational inattention. *Journal of Monetary Economics*, 50(3), 665-690. [https://doi.org/10.1016/S0304-3932\(03\)00029-1](https://doi.org/10.1016/S0304-3932(03)00029-1)
- Stigler, G. J. (1962). Information in the Labor Market. *Journal of Political Economy*, 70(5, Part 2), 94–105. <https://doi.org/10.1086/258727>
- Troyer, L. (2001). The relationship between collective orientation and performance expectations: A metatheoretical approach. *Group Dynamics: Theory, Research, and Practice*, 5(3), 216-221. <https://doi.org/10.1037/1089-2699.5.3.216>
- Verrecchia, R. (2001). Essays on disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, 32, 97-180. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00025-8](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00025-8)
- Welker, M. (1995). Disclosure policy, information asymmetry and liquidity in equity markets. *Contemporary Accounting Research*, 11(2), 801–827. <https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.1995.tb00467.x>
- West, S. C., Muger, A. W., & Kingwell, R. S. (2021). Drivers of farm business capital structure and its speed of adjustment: Evidence from Western Australia's Wheatbelt. *The Australian Journal of Agricultural and Resource Economics*, 65, 391–412. <https://doi.org/10.1111/1467-8489.12415>