

## Investigating the Role of Conservatism in the Relationship between Liquidity Policies and Tone Management

Roghayeh Mahmoudi Yekebaghi<sup>1</sup>✉ and Milad Darvishi<sup>2</sup>, Mohammad Hossein Vadiee<sup>3</sup>

1. **Corresponding Author**, Department of Accounting, Faculty of Administrative and Economic Sciences, Ferdowsi University of Mashhad, Mashhad, Iran. **Email:** [r.mahmoudi@mail.um.ac.ir](mailto:r.mahmoudi@mail.um.ac.ir)
2. Department of Accounting, Faculty of Administrative and Economic Sciences, Ferdowsi University of Mashhad, Mashhad, Iran. **Email:** [darvishi@mail.um.ac.ir](mailto:darvishi@mail.um.ac.ir)
3. Department of Accounting, Faculty of Administrative and Economic Sciences, Ferdowsi University of Mashhad, Mashhad, Iran. **Email:** [mhvadeei@um.ac.ir](mailto:mhvadeei@um.ac.ir)

### Article Info

### A B S T R A C T

#### Article Type:

Research Article.

#### Article History:

**Received:** 16 August 2024

**Received in revised form:** 17 October 2024

**Accepted:** 17 November 2024

**Available online:** 24 December 2025

#### Keywords:

Tone Management,  
Abnormal Tone,  
Cash Holding Level,  
Conservatism.

#### JEL Classification:

J50, M40.

**Objective:** The present study aims to examine the relationship between two important features of annual textual reports (tone and tone management) and the company's cash holding level, as well as the moderating role of conservatism in this relationship.

**Method:** This study includes a sample of 1080 observations from 120 companies listed on the Tehran Stock Exchange, covering the period from 2013 to 2021. The research hypotheses were tested using multiple regression analysis.

**Results:** The results showed a significant positive relationship between tone and the level of cash holdings, while there is a significant negative relationship between tone management and the level of cash holdings. Additionally, conservatism can moderate the relationship between the tone and tone management of the board of directors' activity report and the company's cash holding level. Further analysis revealed that historical tone management also has an inverse effect on the company's cash holding level.

**Conclusion:** Currently, users of financial and investment market information rely not only on quantitative data but also on textual disclosures as a critical source of supplementary information. Therefore, the emphasis on positively and negatively charged words, manipulation of representations, and interpretations in qualitative disclosures is of great importance. Moreover, conservatism can strengthen the relationship between the tone of textual disclosures in the board of directors' activity report and the level of cash holdings. On the other hand, conservatism can weaken the relationship between tone management and the level of cash holdings. This contributes to a deeper understanding of the literature on market efficiency.

**Cite this article:** Mahmoudi Yekebaghi, R., Darvishi, M., & Vadiee, M. (2025). Investigating the role of conservatism in the relationship between liquidity policies and tone management. *Journal of Accounting Knowledge*, 16(4), 91-110. <https://doi.org/10.22103/jak.2024.23897.4087>



**Publisher:** Shahid Bahonar University of Kerman.

©The Author(s).

## **2/ Investigating the role of conservatism in the relationship between liquidity policies and tone management**

### **Introduction**

The aim of this study is to examine the relationship between two key characteristics of textual annual reports (tone and tone management) in the board of directors' activity reports and the level of corporate cash holdings. Conservatism is introduced as a moderating variable in the relationship between tone and cash holdings, as well as between abnormal tone and cash holdings. In many studies, conservatism mitigates risk by restricting managers' opportunistic behavior. Therefore, we expect conservatism, through the cautious language used in qualitative disclosures, to moderate the relationship between the tone and abnormal tone of board activity reports and the level of corporate cash holdings. The contribution of this study lies in its first stage, where it extends financial literature by incorporating linguistics into qualitative disclosure practices. Furthermore, it is evident to users of qualitative information that focusing on board activity reports, which provide a general overview of the company's financial performance, risks, and growth opportunities, offers a more comprehensive understanding of the company's operations and outlook. Qualitative disclosures in non-financial reports often address the company's long-term goals and strategies, providing valuable insights into competitive advantages, risk management strategies, and growth prospects. This distinction between quantitative and qualitative reporting is essential since information users rely on consistent and reliable data to form their forecasts. Emphasizing the enhancement of qualitative report quality helps users assess a company's potential for sustainable growth. In the next stage, we provide evidence linking two qualitative textual disclosure characteristics (tone and abnormal tone) to corporate liquidity policies.

### **Method**

This study includes a sample of 1080 observations from 120 companies listed on the Tehran Stock Exchange, covering the period from 2013 to 2021. The research hypotheses were tested using multiple regression analysis. For additional testing and robustness checks, one-year and three-year lagged abnormal tone variables were employed to examine the relationship between abnormal tone in board activity reports and the level of cash holdings. Most managers, adopting an opportunistic approach to determining cash holding levels for personal gain and agency conflicts, manipulate the tone of their textual disclosures in managerial reports. Inevitably, this biased tone is applied in successive years to conceal or obscure personal benefits from previous periods. Additionally, to ensure the robustness of the results and to address the possibility that the tone employed in the board of directors' activity report in the context of Iran might be entirely positive, lacking negative tones, or vice versa, the median of the absolute tone has been used to calculate the tone. A dummy variable (assigned a value of one for above-median and zero for below-median) was defined, and the first hypothesis of the study was re-estimated.

### **Results**

The primary objective of this study is to examine the relationship between the tone and abnormal tone of the board of directors' activity report and the company's liquidity policies, as well as the moderating role of conservatism in this relationship. The results showed a significant positive relationship between tone and the level of cash holdings, while there is a significant negative relationship between tone management and the level of cash holdings. This indicates that as the tone of textual disclosures in board activity reports increases (decreases), corporate cash holdings also increase (decrease). Additionally, as the level of abnormal tone in board activity reports increases (decreases), corporate cash holdings decrease (increase). Moreover, conservatism moderates the relationship between tone and tone management in board activity reports and the level of cash holdings. Specifically, conservatism weakens the relationship between abnormal tone in board activity reports and cash holdings, while strengthening the relationship between tone and cash holdings. Further analyses demonstrated that historical tone management from three years and one year prior also has an inverse effect on the level of corporate cash holdings.

## **Conclusions**

Currently, users of financial and investment market information rely not only on quantitative data but also on textual disclosures as a critical source of supplementary information. Therefore, the emphasis on positively and negatively charged words, manipulation of representations, and interpretations in qualitative disclosures is of great importance. Moreover, conservatism can strengthen the relationship between the tone of textual disclosures in the board of directors' activity report and the level of cash holdings. On the other hand, conservatism can weaken the relationship between tone management and the level of cash holdings. This contributes to a deeper understanding of the literature on market efficiency. Based on the study's findings and considering the economic implications of textual disclosures on investor decisions—along with the fact that management's opportunistic approach in textual disclosures can mislead users of qualitative reports—it is recommended that investors exercise caution when analyzing and interpreting textual disclosures. While qualitative reports serve as an additional source of information, investors should also recognize the potential for bias and partiality in these disclosures. Therefore, they should account for patterns of deceptive textual reporting. Moreover, given the significance of qualitative characteristics in textual disclosures (tone and abnormal tone), it is recommended that standard setters and regulators prioritize the development of clear guidelines and frameworks for standardizing qualitative report disclosures.

## **Author Contributions**

All authors contributed equally to the conceptualization of the article and writing of the original and subsequent drafts.

## **Data Availability Statement**

Due to confidentiality considerations, the raw data of this study cannot be made publicly available. However, all aggregated results and statistical analyses have been fully reported in the article and constitute the basis of the study's conclusions.

## **Acknowledgements**

We would like to thank all those who contributed to the design and completion of the questionnaire by providing advice and participation.

## **Ethical Considerations**

The study was approved by the Ethics Committee of the University of ABCD (Ethical code: IR.UT.RES.2024.500). The authors avoided data fabrication, falsification, plagiarism, and misconduct.

## **Funding**

This research did not receive any specific grant from funding agencies in the public, commercial, or not-for-profit sectors.

## **Conflict of Interest**

The authors declare no conflict of interest.

## بررسی نقش محافظه کاری در رابطه سیاست‌های نقدینگی و مدیریت لحن

رقیه محمودی یکه باغی<sup>۱</sup>، میلاد درویشی<sup>۲</sup> و محمدحسین ودیعی<sup>۳</sup>

۱. نویسنده مسئول، گروه حسابداری، دانشکده علوم اداری و اقتصادی، دانشگاه فردوسی مشهد، مشهد، ایران. رایانامه: [r.mahmoudi@mail.um.ac.ir](mailto:r.mahmoudi@mail.um.ac.ir)

۲. گروه حسابداری، دانشکده علوم اداری و اقتصادی، دانشگاه فردوسی مشهد، مشهد، ایران. رایانامه: [darvishi@mail.um.ac.ir](mailto:darvishi@mail.um.ac.ir)

۳. گروه حسابداری، دانشکده علوم اداری و اقتصادی، دانشگاه فردوسی مشهد، مشهد، ایران. رایانامه: [mhvadeei@um.ac.ir](mailto:mhvadeei@um.ac.ir)

اطلاعات مقاله	چکیده
<b>نوع مقاله:</b> مقاله پژوهشی.	<b>هدف:</b> هدف پژوهش بررسی رابطه بین دو ویژگی مهم گزارش‌های متنی سالانه (لحن و مدیریت لحن) گزارش فعالیت هیئت‌مدیره و سطح نگهداشت وجه نقد شرکت و نقش تعدیل‌کنندگی محافظه کاری در این رابطه است.
<b>تاریخ‌ها:</b> تاریخ دریافت: ۱۴۰۳/۵/۲۶ تاریخ بازنگری: ۱۴۰۳/۷/۲۶ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۳/۸/۲۷ تاریخ انتشار برخط: ۱۴۰۴/۱۰/۳	<b>روش:</b> این پژوهش دارای نمونه‌ای متشکل از ۱۰۸۰ مشاهده با مجموع ۱۲۰ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران با بازه تحقیق سال‌های ۱۳۹۲ تا ۱۴۰۰ است. فرضیه‌های پژوهش به روش رگرسیون چندگانه آزمون شدند.
<b>واژه‌های کلیدی:</b> مدیریت لحن، لحن غیرعادی، سطح نگهداشت وجه نقد، محافظه کاری.	<b>یافته‌ها:</b> نتایج نشان داد بین لحن و سطح نگهداشت وجه نقد شرکت ارتباط مثبت معناداری و بین مدیریت لحن و سطح نگهداشت وجه نقد ارتباط منفی و معناداری وجود دارد. همچنین، محافظه کاری قادر است تا رابطه بین لحن و مدیریت لحن گزارش فعالیت هیئت‌مدیره با سطح نگهداشت وجه نقد شرکت را تعدیل نماید. تجزیه و تحلیل آزمون‌های اضافی نشان داد که مدیریت لحن تاریخی نیز اثر معکوسی بر سطح نگهداشت وجه نقد شرکت دارد.
<b>طبقه‌بندی JEL:</b> J50, M40.	<b>نتیجه‌گیری:</b> در حال حاضر استفاده‌کنندگان اطلاعات بازارهای مالی و سرمایه‌گذاری علاوه بر ارقام و اطلاعات کمی بر افشاهای متنی نیز به‌عنوان یک منبع مهم کسب اطلاعات تکمیلی تکیه می‌کنند. از این‌رو تأکید بر الفاظ با بار معنایی مثبت و منفی، دست‌کاری بازنمایی‌ها و تفسیرها در افشاهای کیفی، از اهمیت بسزایی برخوردار است. افزون بر این، محافظه کاری قادر است تا رابطه بین لحن افشاهای متنی در گزارش فعالیت هیئت‌مدیره و سطح نگهداشت وجه نقد را تقویت کند. همچنین، محافظه کاری قادر است تا رابطه بین مدیریت لحن و سطح نگهداشت وجه نقد را تضعیف نماید. این موضوع به افزایش بینش نسبت به ادبیات مالی کمک می‌نماید.

**استاد:** محمودی یکه باغی، رقیه؛ درویشی، میلاد و ودیعی، محمدحسین (۱۴۰۴). بررسی نقش محافظه کاری در رابطه سیاست‌های نقدینگی و مدیریت لحن. مجله دانش حسابداری، ۱۶(۴)، ۹۱-۱۱۰. <https://doi.org/10.22103/jak.2024.23897.4087>



ناشر: دانشگاه شهید باهنر کرمان.

© نویسنده / نویسندگان.

در دهه‌های اخیر، بحران‌های مالی جهانی، همه‌گیری کرونا و عدم قطعیت در بازارهای مالی مبتنی بر فناوری موجب گردیده است تا شرکت‌ها بیش از هر زمان دیگری، نسبت به سهم نقدینگی در ترازنامه خود حساس شوند. در شرایط عدم تقارن اطلاعاتی در بازارهای مالی و سرمایه‌گذاری، گزارشگری مالی به‌تنهایی نمی‌تواند توان پیش‌بینی رخدادهای آتی را برای استفاده‌کنندگان از اطلاعات فراهم آورد، همین موضوع موجب گردیده است تا استفاده‌کنندگان از اطلاعات شرکت (تحلیلگران مالی، اعتباردهندگان، سرمایه‌گذاران و ...) برای تصمیم‌گیری، علاوه بر گزارشگری مالی سراغ گزارش‌های متنی مدیریت نیز بروند. این در حالی است که استاندارد مشخصی برای ارائه افشاهای کیفی در گزارش‌های مدیریت وجود ندارد و فرصت برای افشاهای برنامه‌ریزی‌شده توسط مدیریت فراهم می‌گردد (وفایی‌پور و همکاران، ۱۴۰۰). در حال حاضر، توازن بین عدم تقارن اطلاعات مربوط به فضای سرمایه‌گذاری از یک‌سو و تأثیر به‌کارگیری گزارش‌های کیفی اطلاعات از سوی دیگر معضلی است که استفاده‌کنندگان و استانداردگذاران با آن دست‌وپنجه نرم می‌کنند (بوردو<sup>۱</sup> و همکاران، ۲۰۱۶ و بلوم<sup>۲</sup> و همکاران، ۲۰۰۷). بنابراین، تمرکز بر تحقیقات حوزه افشاهای متنی ضروری به نظر می‌رسد. با اینکه ادبیات موجود بررسی می‌کند که چگونه لحن و لحن غیرعادی افشای متنی یک شرکت بر ذینفعان بیرونی تأثیر می‌گذارد (هانگ<sup>۳</sup> و همکاران، ۲۰۱۴ و لیو و نگیان<sup>۴</sup>، ۲۰۲۰)، اما اطلاعات بسیار کمی در مورد اینکه چگونه لحن و لحن غیرعادی افشای متنی با سیاست‌های مالی داخل شرکت مرتبط است، وجود دارد. از طرفی اقتصاد ایران به‌واسطه موقعیت جغرافیایی، اجتماعی و سیاسی که کشور ایران به‌عنوان یک اقتصاد نوظهور در آن قرار دارد، تحت تأثیر شرایطی از قبیل تحریم‌های چندجانبه، بحران‌های سیاسی و نظامی در منطقه خاورمیانه و شوک‌های اقتصادی داخلی و خارجی متعددی از قبیل تورم حاد قرار گرفته است و همین امر موجب گردیده است تا شرکت‌ها نسبت به سطح نگهداشت وجه نقد خود حساسیت بیشتری داشته باشند. از این‌روی، تحقیقات در خصوص افشاهای کیفی به‌عنوان یکی از فاکتورهای مؤثر بر نقدینگی شرکت، محققان را قادر می‌سازد تا محتوای سخنان مدیران را بسنجند. علاوه بر این، تحقیقات در حوزه گزارش‌های متنی از آن جهت ارزشمند است که می‌تواند اطلاعات معناداری را در خصوص برنامه‌های آتی شرکت به استفاده‌کنندگان اطلاعات منتقل کنند. با توجه به مسئله نمایندگی و هزینه‌های فرصت مرتبط با نگهداری وجه نقد شرکت و نقش مهم پرداخت‌های شرکتی برای انتقال ثروت در اقتصاد، مهم است که بدانیم چگونه شرکت‌هایی با افشاهای مغرضانه این سیاست‌های مهم را شکل می‌دهند (آلمیدا<sup>۵</sup> و همکاران، ۲۰۰۴ و هارفورد<sup>۶</sup> و همکاران، ۲۰۱۴). این در حالی است که خط‌مشی نقدینگی شرکت به دلیل تأثیرات آن بر بسیاری از سیاست‌های دیگر شرکت، موضوع موردعلاقه تحقیقات گسترده در ادبیات مالی بوده است.

در ادبیات مالی دو دیدگاه متقابل در مورد سطح نگهداری وجه نقد وجود دارد. از یک‌طرف، افزایش سطح نگهداری وجه نقد با انگیزه احتیاطی قابل توضیح است به این معنا که شرکت‌ها برای ایمن‌سازی فعالیت‌های خود در یک وضعیت نامطمئن پول نقد ذخیره می‌کنند (نگار<sup>۷</sup> و همکاران، ۲۰۱۹). از طرف دیگر، استدلال می‌شود شرکت‌هایی که دارای سطوح بالایی از دارایی‌های نقدی هستند سرمایه‌گذاری بالقوه را از دست خواهند داد (فریرا و ویللا<sup>۸</sup>، ۲۰۰۴). با توجه به دیدگاه‌های متفاوت در خصوص نگهداری سطح نقدینگی در شرکت‌ها و به این دلیل که تفکیک انگیزه شرکت‌ها از نگهداری دارایی‌های نقدی امکان‌پذیر نیست،

<sup>1</sup> Bordo

<sup>2</sup> Bloom

<sup>3</sup> Huang

<sup>4</sup> Liu & Nguyen

<sup>5</sup> Almeida

<sup>6</sup> Harford

<sup>7</sup> Nagar

<sup>8</sup> Ferreira & Vilela

این وضعیت ممکن است بر روی محاسبات ذهنی سرمایه‌گذاران از ارزش شرکت تأثیر بگذارد به این علت که ابزاری به نام لحن در اختیار مدیران است که به آن‌ها این امکان را می‌دهد تا شرح یک رویداد را با مفهوم دلخواه آغشته کنند و به وسیله انتخاب کلمات بر خواننده مطلب تأثیر بگذارند (فیشر<sup>۱</sup>، ۲۰۲۰). در حقیقت، مدیران به صورت آگاهانه برای کاهش عدم تقارن اطلاعاتی اقدام به ارائه توضیحات در خصوص تصمیمات گذشته یا برنامه‌های آتی شرکت در افشاهای گزارش‌های کیفی می‌کنند تا بتوانند از طریق روشن نمودن مفروضات مدیریتی، برآوردها، قضاوت‌ها و منابع به کار گرفته شده در عدم قطعیت‌ها و حتی سیاست‌های مالی اجرا شده از عملکرد خود دفاع کنند (بلومفیلد<sup>۲</sup>، ۲۰۰۸). اغلب مدیران در افشاهای متنی با لحن مثبت، کمتر به بیان عدم قطعیت‌ها و استفاده از کلمات منفی می‌پردازند؛ از آنجایی که افشای ریسک‌ها به عنوان اطلاعات منفی در نظر گرفته می‌شود (لی<sup>۳</sup>، ۲۰۰۸ و کراوت و موسلو<sup>۴</sup>، ۲۰۱۳) افشای کمتر موارد ریسکی موجب می‌گردد تا شفاف‌سازی کمتر و ریسک‌های دعاوی حقوقی و ریسک‌های مالی شرکت افزایش یافته (کوتاری<sup>۵</sup> و همکاران، ۲۰۰۹) و با افزایش ریسک‌ها سطوح نقدینگی شرکت نیز افزایش یابد (ارتوگرال<sup>۶</sup> و همکاران، ۲۰۱۷). در دیدگاه مقابل، مطابق با تئوری علامت‌دهی، اگر لحن مثبت از طریق خوانایی (افرتوی<sup>۷</sup>، ۲۰۲۱) بتواند با ارائه تصویر واضحی از شرکت، عدم تقارن اطلاعاتی را کاهش دهد (حسن<sup>۸</sup> و همکاران، ۲۰۲۲) ریسک‌های شرکت کاهش یافته (منصوری و همکاران، ۱۴۰۳) و در نتیجه سطوح نقدینگی شرکت نیز کاهش می‌یابد. همچنین، مدیران با لحن منفی به احتمال زیاد با برآورد بیشتر سیگنال‌های منفی باعث کاهش ریسک‌ها (آیونینگتاس و هاریموان<sup>۹</sup>، ۲۰۲۱؛ کیم<sup>۱۰</sup> و همکاران، ۲۰۱۶ و لین<sup>۱۱</sup> و همکاران، ۲۰۲۳) و کاهش ذخایر نقدی در شرکت می‌شوند. در مجموع، استدلال می‌گردد لحن افشاهای متنی از طریق ریسک بر سطوح نقدینگی شرکت اثرگذار است.

اگرچه افشاهای متنی بیشتر به کاهش عدم تقارن اطلاعاتی کمک می‌کنند اما فرصت مدیریت لحن را نیز فراهم می‌آورند (بوکهلز<sup>۱۲</sup> و همکاران، ۲۰۱۸). مطابق با تئوری مبهم‌سازی، مدیران با رویکرد فرصت‌طلبانه با استفاده از لحن غیرعادی، شفافیت در گزارش‌های خود را کاهش می‌دهند و این امر باعث شکل‌گیری محیط اطلاعاتی ضعیف و به دنبال آن افزایش ریسک‌های تجاری شرکت می‌گردد (حسن و حبیب<sup>۱۳</sup>، ۲۰۱۹) در نتیجه با افزایش ریسک، سطوح نقدینگی در شرکت افزایش می‌یابد. در دیدگاه رقیب نیز مدیران با لحن غیرعادی و هدف کسب منفعت شخصی، زمان و هزینه بیشتری را صرف پروژه‌های بی‌ارزش و سرمایه‌گذاری ناکارآمد می‌کنند (حسن و حبیب<sup>۱۴</sup>، ۲۰۲۰)، لذا سطوح نقدینگی شرکت کاهش می‌یابد. در مجموع، استدلال می‌گردد که لحن غیرعادی در گزارش‌های فعالیت هیئت‌مدیره بر ذخایر نقدینگی شرکت تأثیر می‌گذارد.

در این پژوهش محافظه‌کاری به عنوان متغیر تعدیلگر در رابطه بین لحن و سطح نگهداشت وجه نقد، همچنین، لحن غیرعادی و سطح نگهداشت وجه نقد شرکت تعریف شده است. در بسیاری از تحقیقات، محافظه‌کاری با محدود کردن رفتار فرصت‌طلبانه مدیریت باعث کاهش ریسک می‌شود (کیم و ژانگ<sup>۱۵</sup>، ۲۰۱۹ و لارا<sup>۱۵</sup> و همکاران، ۲۰۲۰). بنابراین، انتظار داریم که محافظه‌کاری با به کارگیری زبان احتیاطی در بیان رویدادهای کیفی از طریق ریسک‌های شرکت رابطه بین لحن و لحن غیرعادی گزارش فعالیت هیئت‌مدیره و سطح نگهداشت وجه نقد شرکت را تعدیل نماید.

<sup>1</sup> Fisher

<sup>2</sup> Bloomfield

<sup>3</sup> Li

<sup>4</sup> Kravet & Muslu

<sup>5</sup> Kothari

<sup>6</sup> Ertugrul

<sup>7</sup> Eftretuei

<sup>8</sup> Hassan

<sup>9</sup> Ayuningtyas & Harymawan

<sup>10</sup> Kim

<sup>11</sup> Lin

<sup>12</sup> Buchholz

<sup>13</sup> Hasan & Habib

<sup>14</sup> Kim & Zhang

<sup>15</sup> Lara

دانش‌افزایی این پژوهش از آن جهت است که در مرحله اول به بسط ادبیات مالی از طریق زبان‌شناسی در افشاهای گزارش‌های کیفی کمک می‌کند. از سوی دیگر، بر استفاده‌کنندگان از اطلاعات کیفی پوشیده نیست که تمرکز بر گزارش فعالیت هیئت‌مدیره با نمای کلی از عملکرد مالی، ریسک‌ها و فرصت‌های رشد شرکت، درک جامع‌تری از عملیات و چشم‌اندازهای شرکت را فراهم می‌آورد. زیرا افشاهای کیفی در گزارش‌های غیرمالی اغلب به اهداف و استراتژی‌های بلندمدت شرکت می‌پردازد و به افراد بینش ارزشمندی در مورد مزیت‌های رقابتی، استراتژی‌های مدیریت ریسک و چشم‌اندازهای رشد ارائه می‌دهد. این تمایز در گزارش‌های کمی و کیفی مهم است زیرا استفاده‌کنندگان از اطلاعات برای شکل دادن به پیش‌بینی‌های خود بر اطلاعات ثابت و قابل اعتماد تکیه می‌کنند و تمرکز بر افزایش کیفیت گزارش‌های کیفی به آن‌ها کمک می‌کند پتانسیل رشد پایدار شرکت را ارزیابی کنند. در مرحله بعد شواهدی را ارائه می‌دهیم که دو ویژگی کیفی افشاهای متنی (لحن و لحن غیرعادی) را با سیاست‌های نقدینگی شرکت مرتبط می‌داند.

## ۲- مبانی نظری و بسط فرضیه‌ها

### ۲-۱- سطح نگهداشت وجه نقد

کینز<sup>۱</sup> (۱۹۳۶) شماری از انگیزه‌های مهم را برای نگهداری وجه نقد بیان نمود. از نقطه نظر کینز، بر اساس انگیزه معاملاتی، اغلب مدیر ترجیح می‌دهد، برای اطمینان از انجام معاملات روزانه خود اقدام به نگهداری وجه نقد کند. در این حالت، وجه نقد تبدیل به یک ضربه‌گیر تأمین مالی می‌شود (محمودی یکه‌باغی و همکاران، ۱۳۹۹؛ ایتر و لاکر<sup>۲</sup>، ۱۹۹۷ و فلامر و کاپرزیکی<sup>۳</sup>، ۲۰۱۵). انگیزه احتیاطی یکی دیگر از انگیزه‌های ذکر شده توسط کینز است. بر این اساس، مدیران برای مقابله با موقعیت‌های غیرقابل پیش‌بینی که به دنبال افزایش عدم تقارن اطلاعاتی ایجاد شده، تمایل به حفظ ذخایر نقدی دارند (پاولینا و رینبوگ<sup>۴</sup>، ۲۰۰۵). از سوی دیگر، مدیریت شرکت برای اینکه بتواند از فرصت‌های کسب سود در آینده استفاده نماید، سراغ انگیزه‌های سفته‌بازی می‌رود (فولکندر و همکاران<sup>۵</sup>، ۲۰۱۲). در نهایت، انگیزه نمایندگی برای نگهداری وجه نقد بیان می‌کند که رفتار فرصت‌طلبانه مدیریتی باعث انباشت وجه نقد بیشتر می‌شود تا مدیران بتوانند از منفعت شخصی آن بهره‌مند شوند (دیتمار<sup>۶</sup> و همکاران، ۲۰۰۳ و جنسن<sup>۷</sup>، ۱۹۸۶). علاوه بر انگیزه‌های ذکر شده توسط کینز، در پژوهش‌های اخیر به انگیزه‌های متعددی به عنوان دلایل نگهداری وجه نقد توسط شرکت‌ها اشاره شده است. به عنوان مثال، ویژگی‌های هیئت‌مدیره (ایزانی<sup>۸</sup> و همکاران، ۲۰۲۳)، استراتژی‌های کسب‌وکار (ماگراکیس و تزلیپس<sup>۹</sup>، ۲۰۲۰) قدرت سیاسی (ماگراکیس<sup>۱۰</sup> و همکاران، ۲۰۲۳)، انگیزه علامت‌دهی (ایتر و لاکر<sup>۱۱</sup>، ۱۹۹۷)، عدم قطعیت محیطی (ماگراکیس و حبیب<sup>۱۱</sup>، ۲۰۲۲)، مالکیت نهادی و محیط نهادی (دیائو<sup>۱۲</sup>، ۲۰۲۱ و اورلوا<sup>۱۳</sup>، ۲۰۱۷).

### ۲-۲- لحن و مدیریت لحن

اطلاعات کمی و عددی در صورت‌های مالی به خودی خود تصویر ناقصی از شرایط اقتصادی شرکت را در اختیار سرمایه‌گذاران قرار می‌دهند. برای استفاده از اطلاعات کمی، سرمایه‌گذاران نیاز دارند ابتدا اطلاعات کمی را پردازش

<sup>1</sup> Keynes

<sup>2</sup> Ittner & Larcker

<sup>3</sup> Flammer & Kacperczyk

<sup>4</sup> Pawlina & Renneboog

<sup>5</sup> Faulkender

<sup>6</sup> Dittmar

<sup>7</sup> Jensen

<sup>8</sup> Ezeani

<sup>9</sup> Magerakis & Tzelepis

<sup>10</sup> Magerakis

<sup>11</sup> Magerakis & Habib

<sup>12</sup> Diaw

<sup>13</sup> Orlova

کنند. سرمایه‌گذاران به صورت پیش فرض، برای پردازش اطلاعات به عنوان منبع اطلاعات اضافی، بر الفاظ به کار رفته در متن افشاهای کیفی تکیه می‌کنند. به سبک زبانی مثبت یا منفی کلمات یا ترکیب کلمات به کار رفته در افشاهای متنی لحن گفته می‌شود (کاشانی‌پور و همکاران، ۱۳۹۸). در واقع گزارش‌های کیفی با سبک‌های زبانی مختلف (لحن) به کاهش عدم تقارن اطلاعاتی کمک می‌کنند اما به مدیران فرصت می‌دهند تا رویدادهای شرکتی خود را به شیوه‌ای که در ذهن خود دارند (مدیریت لحن) بیان نمایند (بندریوش<sup>۱</sup> و همکاران، ۲۰۲۴)، زیرا افشاهای متنی چارچوب مشخصی ندارند (حسن و همکاران، ۲۰۲۲ و لی و همکاران، ۲۰۱۰). گزارش‌های متنی منبع اطلاعاتی مهمی برای سرمایه‌گذاران است که به آن‌ها کمک می‌کنند تا از طریق دیدگاه‌های مدیران، به ارزیابی عملکرد فعلی شرکت و پیش‌بینی ارزش آتی شرکت پردازند. با توجه به اینکه محتوای این افشاها حاوی قضاوت‌های ذهنی مدیران می‌باشند، مقاصد و سبک شخصی آن‌ها تأثیر زیادی بر افشاهای متنی دارد (ژانگ<sup>۲</sup> و همکاران، ۲۰۲۳). افشای متنی نه تنها برای انتقال اطلاعات مرتبط با ارزش به بازیگران بازار، بلکه برای نظارت بر فعالیت‌های مدیریتی ابزاری حیاتی محسوب می‌گردد (کلارکسون<sup>۳</sup> و همکاران، ۲۰۱۳). مطابق با نظر فیشر و همکاران (۲۰۲۰) چند نکته ظریف در مفهوم لحن شناسی نهفته است. اول اینکه، اغلب، ترکیب کلمات به جای واژه‌گزینی در جملات معنی متفاوتی پیدا می‌کند. دوم اینکه، لحن کلامی زمانی که واژه‌ها به صورت ترکیبات وصفی، اضافی و حتی تشبیهی در کنار هم قرار می‌گیرند؛ قابل فهم‌تر می‌شوند و سوم، زمانی که این ترکیبات واژه‌ها پشت سرهم در متن به کار می‌روند، تشخیص لحن قوی‌تر می‌شود. بنابراین، لحن به عنوان یک ابزار کلامی، از ظرفیت بالایی برای واژه‌گزینی فردی و دست‌کاری مفهوم مدنظر نویسنده متن برخوردار است و حتی می‌تواند بر قضاوت مخاطب تأثیر بگذارد. این تأثیر، در تصمیمات استفاده‌کنندگان صورت‌های مالی و یا انواع گزارش‌های عملکرد در تحقیقات حسابداری به شیوه‌های مختلف مورد بررسی قرار گرفته است. به عنوان مثال، برخی از پژوهش‌ها رابطه بین خوش‌بینی لحن (لحن مثبت) و واکنش‌های کوتاه‌مدت فعالان بازار را تأیید کرده‌اند (دیویس<sup>۴</sup> و همکاران، ۲۰۱۲ و هنری<sup>۵</sup>، ۲۰۰۸). خوش‌بینی لحن به کاربرد کلماتی اطلاق می‌شود که نویسنده متن، مفهومی را تأیید می‌کند یا جنبه مثبت آن مفهوم را برجسته می‌کند. همچنین، در برخی از تحقیقات به صراحت اذعان شده است که تغییرات در لحن گزارش‌های متنی با قضاوت سرمایه‌گذار (فلدمن<sup>۶</sup> و همکاران، ۲۰۱۰ و هانگ و همکاران، ۲۰۱۴) و تغییر پیش‌بینی از سود (تان<sup>۷</sup> و همکاران، ۲۰۱۵) همراه است. هاردی<sup>۸</sup> و همکاران (۲۰۲۳) نیز اذعان نمودند که مدیران تمایل ثابتی به خوش‌بین بودن یا بدبین بودن در لحن خود دارند، خواه خواسته یا ناخواسته باشد. مدیران هنگامی با لحن خوش‌بین تلقی می‌شوند که زمانی که عملکرد شرکت خوب است، بر اخبار خوب بیش‌ازحد تأکید می‌کنند و زمانی که عملکرد بد است، اخبار بد را دست‌کم می‌گیرند اما مطابق با تئوری علامت‌دهی، تمایل به افشای اطلاعات دارند (باکری<sup>۹</sup> و همکاران، ۲۰۲۳).

تنگ و هان<sup>۱۰</sup> (۲۰۲۳) نیز بیان نمودند که لحن غیرعادی که انتخاب استراتژیک مدیران را نشان می‌دهد به میزان انحراف از اطلاعات کمی افشا شده اطلاق می‌شود. در همین راستا، نتایج مطالعات قبلی (هانگ و همکاران، ۲۰۱۴ و لی، ۲۰۰۸) بیانگر این موضوع است که مدیران به‌طور استراتژیک لحن افشا را مدیریت می‌کنند تا عملکرد ضعیف را پنهان و

<sup>1</sup> Bendriouch

<sup>2</sup> Zhang

<sup>3</sup> Clarkson

<sup>4</sup> Davis

<sup>5</sup> Henry

<sup>6</sup> Feldman

<sup>7</sup> Tan

<sup>8</sup> Hardy

<sup>9</sup> Bakry

<sup>10</sup> Teng & Han

استفاده کنندگان از اطلاعات را گمراه کنند. همچنین، به نظر می‌رسد فریبه‌کاری مبتنی بر زبان‌شناسی، فرصت‌طلبی مدیریتی را بهتر از مدل‌های مبتنی بر اقلام تعهدی نشان می‌دهد. بویژه به این دلیل که بر خلاف اعداد صورت‌های مالی، افشای متنی استاندارد و دستورالعمل خاصی ندارد (یان<sup>۱</sup> و همکاران، ۲۰۲۴). یافته‌های لی<sup>۲</sup> و پارک (۲۰۱۸) نیز نشان می‌دهد که کمیته‌های حسابرسی با تخصص مالی بالاتر در کاهش لحن غیرعادی مؤثرتر هستند. این بدان معناست که حضور مدیران آگاه با تخصص حسابداری در کمیته حسابرسی می‌تواند به اطمینان از صحت اطلاعات ارسال‌شده در گزارش‌های کیفی مدیریت کمک کند. حسین<sup>۳</sup> و همکاران (۲۰۲۰) نیز در پژوهش خود دریافتند که حساب‌برسان لحن غیرعادی مدیران را به‌عنوان بخشی از ارزیابی کلی ریسک خود در طول حسابرسی در نظر می‌گیرند. جین<sup>۴</sup> و همکاران (۲۰۲۳) نیز در یافته‌های خود به صراحت بیان نمودند که احتمالاً، لحن غیرعادی در حضور افزایش نظارت بر اقدامات مدیریت، اطلاعات آینده‌نگر را به سرمایه‌گذاران منتقل می‌کند.

### ۳-۲- لحن، مدیریت لحن و سطح نگهداشت وجه نقد

مطابق با تئوری علامت‌دهی اغلب، مدیران لحن مثبت را برای پنهان کردن اخبار نامطلوب به کار می‌برند (لوگران و مک‌دونالد، ۲۰۱۱؛ لوگران و مک‌دونالد، ۲۰۱۵ و دیویس و همکاران، ۲۰۱۲) از آنجایی که افشای ریسک‌ها نیز به‌عنوان اطلاعات منفی در نظر گرفته می‌شود (لی، ۲۰۰۸ و کراوت و موسلو، ۲۰۱۳) در نتیجه در افشاهای متنی با لحن مثبت کمتر به بیان عدم قطعیت‌ها و استفاده از کلمات منفی پرداخته می‌شود؛ افشای کمتر موارد ریسکی موجب می‌گردد تا شفاف‌سازی کمتر شده، عدم تقارن اطلاعاتی افزایش و ریسک‌های دعاوی حقوقی و تأمین مالی شرکت افزایش یابد (کوتاری و همکاران، ۲۰۰۹)، در نهایت با افزایش ریسک‌های مالی، سطوح نقدینگی شرکت نیز افزایش می‌یابد (ارتوگرال و همکاران، ۲۰۱۷). از دیدگاه نظری رقیب، کلارکسون و همکاران (۱۹۹۴) با حمایت از دیدگاه گزارش‌دهی داوطلبانه اذعان نمودند، زمانی که لحن مثبت دارای پیامدهای مثبت است و شرکت‌ها بدون پنهان کردن واقعیت و به‌کارگیری کلماتی با پیچیدگی کمتر برای نشان دادن تصویر واضح از خود، خوانایی گزارش‌ها را افزایش می‌دهند؛ ریسک‌های دادرسی و مالی شرکت کاهش می‌یابد (حسن و حبیب، ۲۰۱۹ و وسترلی<sup>۵</sup>، ۲۰۲۴). همچنین، کلمات مثبت، نوسان در تحلیل‌ها را کاهش می‌دهد، زیرا شرکت‌ها بیشتر کلمات مثبت را به کار می‌برند؛ حتی زمانی که در مورد اتفاقات منفی صحبت می‌کنند. به‌عنوان مثال، می‌گویند که شرکت سودآور نیست به‌جای اینکه بگویند شرکت زیان دارد (لوگران و مک‌دونالد، ۲۰۱۵ و هنری و لیون<sup>۶</sup>، ۲۰۱۶) و این خود به کاهش ریسک دعاوی حقوقی و جلب اعتماد اعتباردهندگان کمک می‌نماید. لذا با کاهش ریسک‌های شرکت نیاز به ذخایر نقدی در شرکت کاهش می‌یابد (ارتوگرال و همکاران، ۲۰۱۷). همچنین، لحن منفی ممکن است نشان دهد که شرکت‌ها به دنبال سرمایه‌گذاری‌ها و عملکرد بهتر هستند. لذا مدیران با لحن منفی، احتمالاً سودآوری پروژه‌های سرمایه‌گذاری و توانایی‌های آن‌ها را کمتر از حد برآورد می‌کنند، آن‌ها به احتمال زیاد با برآورد بیشتر سیگنال‌های منفی باعث کاهش ریسک‌ها (آیونینگتاس و هاریمائوان، ۲۰۲۱؛ کیم و همکاران، ۲۰۱۶ و لین و همکاران، ۲۰۲۳) و کاهش ذخایر نقدی در شرکت می‌شوند. در مجموع شواهد پیشین حاکی از آن است که لحن متون می‌تواند از طریق کاهش (افزایش) ریسک‌های شرکت باعث کاهش (افزایش) سطوح نقدینگی

<sup>1</sup> Yan

<sup>2</sup> Lee

<sup>3</sup> Hossain

<sup>4</sup> Jain

<sup>5</sup> Loughran & McDonald

<sup>6</sup> Vestrelli

<sup>7</sup> Henry & Leone

شرکت گردد. بنابراین، با وجود تحلیل‌های نظری رقیب نمی‌توان در خصوص جهت رابطه بین لحن افشاها و سطح نگهداشت وجه نقد پاسخی واحد فراهم آورد، هرچند به‌طور کلی وجود رابطه مزبور تأیید می‌گردد. لذا فرضیه اول پژوهش به شرح زیر (و بدون جهت) تدوین می‌گردد:

فرضیه اول: بین لحن گزارش فعالیت هیئت‌مدیره و سطح نگهداشت وجه نقد شرکت رابطه معناداری وجود دارد. با توجه به اینکه سهامداران اطلاعات ناقصی در مورد عملکرد واقعی شرکت و انگیزه‌های رفتار مدیران دارند، مدیران می‌توانند به نفع خود عمل کنند (دو و یو<sup>۱</sup>، ۲۰۲۱ و هانگ و همکاران، ۲۰۱۴). زیرا در استانداردهای گزارشگری به صراحت به نحوه بیان افشاها در گزارش‌های مدیریت اشاره نشده است. مدیران با استفاده از لحن غیرعادی در گزارش‌های خود برای پنهان‌سازی واقعیت‌ها شفافیت در گزارش‌های خود را کاهش می‌دهند و این امر باعث شکل‌گیری محیط اطلاعاتی ضعیف و به دنبال آن افزایش ریسک‌های تجاری شرکت می‌گردد این عدم شفافیت اطلاعات، تخصیص نادرست منابع شرکت را به شیوه‌ای دلخواه برای مدیران نسبتاً آسان می‌کند (حسن و حبیب، ۲۰۱۹ و بیدل<sup>۲</sup> و همکاران، ۲۰۰۹). در نتیجه، با افزایش ریسک‌های تجاری، سطوح نقدینگی در شرکت افزایش می‌یابد. بررسی ادبیات موجود (ارتوگراو و همکاران، ۲۰۱۷) هم نشان می‌دهد که لحن غیرعادی با کاهش شفافیت و کاهش خوانایی منجر به محدودیت‌های مالی بیشتر و ریسک‌های تأمین مالی مجدد می‌شود. در دیدگاه نظری رقیب نیز مدیران با رویکرد فرصت‌طلبانه و پیامدهای مثبت لحن غیرعادی، با ارائه افشاهای متنی، عدم تقارن اطلاعاتی را کاهش می‌دهند؛ اما زمان و هزینه بیشتری را صرف پروژه‌های بی‌ارزش و سرمایه‌گذاری ناکارآمد (بیدل و همکاران، ۲۰۰۹) یا ساختن امپراطوری می‌کنند (حسن و حبیب، ۲۰۲۰). در نتیجه، انگیزه‌های نمایندگی موجب می‌شود مدیریت با دست‌کاری لحن در افشاهای متنی، زمینه‌های مناسبی را برای تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری ناکارآمد فراهم کرده و سطح نقدینگی شرکت را کاهش دهد. در مجموع، لحن غیرعادی در گزارش فعالیت‌های هیئت‌مدیره با افزایش (کاهش) ریسک‌های شرکت مخصوصاً ریسک تأمین مالی بر افزایش (کاهش) ذخایر نقدینگی شرکت تأثیر می‌گذارد. با توجه به استدلال رقیب مطرح‌شده فرضیه دوم پژوهش به شکل زیر (بدون جهت) تدوین گشته است:

فرضیه دوم: بین لحن غیرعادی گزارش فعالیت هیئت‌مدیره و سطح نگهداشت وجه نقد شرکت رابطه معناداری وجود دارد.

#### ۴-۲- نقش محافظه‌کاری

در بسیاری از تحقیقات محافظه‌کاری به‌عنوان سازوکار حاکمیت شرکتی عمل می‌کند که با محدود کردن رفتار فرصت‌طلبانه، ریسک‌های مالی و حساسی را کاهش می‌دهد (کیم و ژانگ، ۲۰۱۶؛ الناهاس<sup>۳</sup> و همکاران، ۲۰۲۴ و السید و حسنین<sup>۴</sup>، ۲۰۲۴). تئوری نمایندگی محافظه‌کاری را با پنهان کردن عمدی اخبار بد به ریسک سقوط قیمت سهام مرتبط می‌کند (هاتن<sup>۵</sup> و همکاران، ۲۰۰۹). بنابراین، محافظه‌کاری مدیریت هم در افشاهای متنی (لحن مثبت و منفی) و هم دست‌کاری لحن (مدیریت لحن) با ریسک‌های حساسی، ریسک سقوط سهام و ریسک مالی مرتبط است (کیم و همکاران، ۲۰۱۶). داگوستا و دی آنجلیس<sup>۶</sup> (۲۰۲۰) دریافتند که انگیزه‌های دست‌کاری صورت‌های مالی توسط مدیران برای مدیریت لحن متفاوت است. در میان شرکت‌هایی که انگیزه‌های قوی برای مدیریت لحن دارند، آن‌هایی که از محافظه‌کاری حسابداری تبعیت نمی‌کنند، دست‌کاری در خوانایی افشاهای متنی خود را تجربه می‌کنند و خوانایی ضعیف منجر به افزایش ریسک تجاری و در نهایت

<sup>1</sup> Du & Yu

<sup>2</sup> Biddle

<sup>3</sup> Elnahas

<sup>4</sup> Elsayed & Hassanein

<sup>5</sup> Hutton

<sup>6</sup> D'Augusta & DeAngelis

افزایش سطوح نقدینگی شرکت می‌شود (لین و همکاران، ۲۰۲۳). بررسی ادبیات موجود نشان می‌دهد که مدیران انگیزه کافی (به‌عنوان مثال، ساختن امپراطوری) برای پرداخت سود سهام کمتر و سرمایه‌گذاری در پروژه‌های با NPV منفی دارند (جنسن، ۱۹۸۶). نتایج گیگلر و همرا<sup>۱</sup> (۲۰۰۱) نشان داد حسابداری محافظه‌کارانه و افشای داوطلبانه به‌عنوان جایگزین عمل می‌کنند. محافظه‌کاری حسابداری با شناسایی به‌موقع زیان‌ها و شناسایی با تأخیر سودها، در تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت اثرگذار است. بدین‌صورت که محافظه‌کاری انگیزه‌های مدیریتی را برای انجام پروژه‌های با NPV منفی محدود می‌کند (لافوند و واتس<sup>۲</sup>، ۲۰۰۸). از این‌رو، اجرای سیاست‌های حسابداری محافظه‌کارانه‌تر، حداقل تا حدی، تضادهای نمایندگی موجود را برطرف می‌کند و سطوح نقدینگی شرکت را تغییر می‌دهد. در مجموع به لحاظ نظری می‌توان بیان نمود که محافظه‌کاری نحوه و میزان افشای اطلاعات خصوصی مدیریت به بازار را تغییر می‌دهد و با کاهش انواع ریسک‌ها قادر است تا بر محیط اطلاعاتی تأثیر گذاشته (هوی<sup>۳</sup> و همکاران، ۲۰۰۹) و رابطه بین لحن و لحن غیرعادی گزارش فعالیت هیئت‌مدیره با سطح نقدینگی شرکت را تعدیل نماید. لذا فرضیه سوم و چهارم پژوهش به شرح زیر تدوین می‌گردد:

فرضیه سوم: محافظه‌کاری رابطه بین لحن گزارش فعالیت هیئت‌مدیره و سطح نگهداشت وجه نقد شرکت را تعدیل می‌نماید.  
فرضیه چهارم: محافظه‌کاری رابطه بین لحن غیرعادی گزارش فعالیت هیئت‌مدیره و سطح نگهداشت وجه نقد شرکت را تعدیل می‌نماید.

### ۳- روش‌شناسی پژوهش

پژوهش حاضر از نظر هدف، کاربردی و از نظر شیوه گردآوری داده از نوع تحقیقات نیمه تجربی و پس‌رویدادی است که با استفاده از روش رگرسیون چند متغیره و مدل‌های اقتصادسنجی انجام شده است. گردآوری داده‌ها به روش سند کاوی و از طریق مطالعه صورت‌های مالی حسابرسی شده شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران منتشره بر روی سایت کدال صورت پذیرفته است.

### ۳-۱- جامعه و نمونه آماری

جامعه به روش حذف نظام‌مند انتخاب و شامل شرکت‌هایی است که واجد شرایط زیر باشند: (۱) اطلاعات مورد نیاز شرکت‌ها جهت انجام پژوهش برای دوره مورد مطالعه موجود باشد؛ (۲) طی دوره مورد نظر سال مالی و یا فعالیت خود را تغییر نداده باشند؛ و (۳) جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری و واسطه‌گری‌های مالی، بانک‌ها و بیمه‌ها نباشند. پس از اعمال محدودیت‌های یاد شده؛ جامعه آماری پژوهش متشکل از ۱۲۰ (۱۰۸۰ مشاهده سال - شرکت) شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در فاصله زمانی ۱۳۹۲ تا ۱۴۰۰ بوده که با توجه به محدود بودن تعداد، تمامی شرکت‌ها در نمونه استفاده شده‌اند.

### ۳-۲- مدل و متغیرهای پژوهش

مدل رگرسیون مورد استفاده در این پژوهش جهت آزمون فرضیه اول مبنی بر وجود ارتباط بین لحن گزارش فعالیت هیئت‌مدیره و سطح نگهداشت وجه نقد، به شرح زیر است:

$$\text{CASH}_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 \text{TONE}_{i,t} + \beta_2 \text{SIZE}_{i,t} + \beta_3 \text{LEV}_{i,t} + \beta_4 \text{ROA}_{i,t} + \beta_5 \text{MB}_{i,t} + \beta_6 \text{CFO}_{i,t} + \beta_7 \text{CAPX}_{i,t} + \beta_8 \text{DEBT}_{i,t} + \beta_9 \text{GROW}_{i,t} + \sum_{k=1}^8 \beta_k \text{Year}_k + \sum_{j=1}^6 \beta_j \text{Ind}_j + \varepsilon \quad (1) \text{ مدل}$$

برای آزمون فرضیه دوم این پژوهش مبنی بر وجود ارتباط بین لحن غیرعادی گزارش فعالیت هیئت‌مدیره و سطح نگهداشت وجه نقد، مدل رگرسیون مورد استفاده در این تحقیق به شرح زیر است:

<sup>1</sup> Gigler & Hemmer

<sup>3</sup> Hui

<sup>2</sup> LaFond & Watts

$$\text{CASH}_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 \text{ABTONE}_{i,t} + \beta_2 \text{SIZE}_{i,t} + \beta_3 \text{LEV}_{i,t} + \beta_4 \text{ROA}_{i,t} + \beta_5 \text{MB}_{i,t} + \beta_6 \text{CFO}_{i,t} + \beta_7 \text{CAPX}_{i,t} + \beta_8 \text{DEBT}_{i,t} + \beta_9 \text{GROW}_{i,t} + \sum_{k=1}^8 \beta_k \text{Year}_k + \sum_{j=1}^6 \beta_j \text{Ind}_j + \varepsilon \quad \text{مدل (۲)}$$

مدل رگرسیون فرضیه سوم (محافظه کاری حسابداری رابطه بین لحن گزارش فعالیت هیئت مدیره و سطح نگهداشت وجه نقد شرکت را تعدیل می نماید) به شرح زیر است:

$$\text{CASH}_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 \text{TONE}_{i,t} + \beta_2 \text{CONS}_{i,t} + \beta_3 \text{TONE} * \text{CONS}_{i,t} + \beta_4 \text{SIZE}_{i,t} + \beta_5 \text{LEV}_{i,t} + \beta_6 \text{ROA}_{i,t} + \beta_7 \text{MB}_{i,t} + \beta_8 \text{CFO}_{i,t} + \beta_9 \text{CAPX}_{i,t} + \beta_{10} \text{DEBT}_{i,t} + \beta_{11} \text{GROW}_{i,t} + \sum_{k=1}^8 \beta_k \text{Year}_k + \sum_{j=1}^6 \beta_j \text{Ind}_j + \varepsilon \quad \text{مدل (۳)}$$

مدل رگرسیون فرضیه چهارم (محافظه کاری حسابداری رابطه بین لحن غیرعادی گزارش فعالیت هیئت مدیره و سطح نگهداشت وجه نقد شرکت را تعدیل می نماید) به شرح زیر است:

$$\text{CASH}_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 \text{ABTONE}_{i,t} + \beta_2 \text{CONS}_{i,t} + \beta_3 \text{ABTONE} * \text{CONS}_{i,t} + \beta_4 \text{SIZE}_{i,t} + \beta_5 \text{LEV}_{i,t} + \beta_6 \text{ROA}_{i,t} + \beta_7 \text{MB}_{i,t} + \beta_8 \text{CFO}_{i,t} + \beta_9 \text{CAPX}_{i,t} + \beta_{10} \text{DEBT}_{i,t} + \beta_{11} \text{GROW}_{i,t} + \sum_{k=1}^8 \beta_k \text{Year}_k + \sum_{j=1}^6 \beta_j \text{Ind}_j + \varepsilon \quad \text{مدل (۴)}$$

متغیر وابسته در مدل اصلی پژوهش

نگهداشت وجه نقد (CASH): برای محاسبه نگهداشت وجه نقد به عنوان متغیر مستقل در این پژوهش، از معیاری که اولین بار توسط فاما و فرنچ<sup>۱</sup> (۱۹۹۸) ارائه شده و اسکوبین و وان هال<sup>۲</sup> (۲۰۱۲) نیز در پژوهش های خود به کار برده اند استفاده گردیده که در این معیار مجموع وجه نقد و سرمایه گذاری های کوتاه مدت بر مبلغ دفتری دارایی ها در پایان دوره تقسیم می شود.

### ۳-۳-۳-۳ متغیر مستقل

#### ۳-۳-۳-۱-۱ لحن گزارش فعالیت هیئت مدیره (Tone)

در پژوهش حاضر به پیروی از هنری (۲۰۰۸) لحن ساده افشا به صورت ذیل اندازه گیری می شود:

$$\text{Tone} = \frac{\text{pw} - \text{nw}}{\text{pw} + \text{nw}}$$

که در آن Tone، لحن افشای ساده؛ pw، تعداد کلمات مثبت و nw، تعداد کلمات منفی در متن گزارش است که مشابه با پله و همکاران (۱۴۰۰) احصاء شده اند. اگر Tone، مثبت باشد، لحن افشا مثبت (خوش بینانه) و اگر Tone منفی باشد، لحن افشا منفی (بدبینانه) است. در نهایت قدر مطلق لحن به عنوان لحن گزارش فعالیت هیئت مدیره به کار گرفته شده است. همچنین، در بخش استحکام نتایج از میانه قدر مطلق لحن نیز استفاده شده است.

#### ۳-۳-۳-۲-۲ لحن غیرعادی گزارش فعالیت هیئت مدیره (ABTONE)

به پیروی از هانگ و همکاران (۲۰۱۴) برای اندازه گیری لحن غیرعادی، لحن افشا بر اساس مجموعه متغیرهایی که ریسک و بازده مورد انتظار شرکت را پوشش می دهند، برازش شده است. لحن غیرعادی (ABTONE)، قدر مطلق خطای رابطه زیر است:

$$\text{TONE}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{EARN}_{i,t} + \beta_2 \text{SIZE}_{i,t} + \beta_3 \text{BTM}_{i,t} + \beta_4 \text{RET}_{i,t} + \beta_5 \text{STD\_EARN}_{i,t} + \beta_6 \text{STDRET}_{i,t} + \beta_7 \text{LOSS}_{i,t} + \beta_8 \text{AGE}_{i,t} + \beta_9 \Delta \text{EARN}_{i,t} + \varepsilon_{it} \quad \text{مدل (۵)}$$

EARN، سود شرکت در دوره جاری است که همگن سازی بر مجموع دارایی ها تقسیم می شود. SIZE، اندازه شرکت که از لگاریتم طبیعی ارزش بازار جمع دارایی های شرکت محاسبه می گردد. BTM، با نسبت ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام بر ارزش بازار حقوق صاحبان سهام اندازه گیری می شود. RET، بازده سهام شرکت است و از میانگین بازده های ماهانه دوره جاری محاسبه شده است. STD\_EARN، انحراف استاندارد سود دوره جاری نسبت به دوره قبل است. STD\_RET، انحراف استاندارد بازده سالانه سهام دوره جاری نسبت به دوره قبل است. LOSS، زیان دهی شرکت است و یک متغیر مجازی است (اگر در دوره جاری شرکت زیان داشته، عدد صفر و در غیر این صورت عدد یک اختصاص می یابد). AGE، لگاریتم طبیعی عمر شرکت و ΔEARN، تغییرات سود دوره جاری نسبت به دوره قبل است.

<sup>1</sup> Fama & French

<sup>2</sup> Schoubben & Van Hulle

## ۳-۳- متغیر تعدیلگر

محافظه‌کاری (CONS): بر اساس مدل گیولی و هاین<sup>۱</sup> (۲۰۰۰) از طریق فرمول زیر محاسبه می‌شود. مقدار کسر مزبور هر چقدر بیشتر باشد، سطح محافظه‌کاری بالاتر است.

$$\text{CONS}_{it} = \frac{\text{AFCC}}{\text{TA}} * (-1) \quad \text{مدل (۶)}$$

CONS<sub>it</sub>: درجه محافظه‌کاری

AFCC: اقلام تعهدی عملیاتی (تفاوت سود خالص و جریان نقد عملیاتی بعلاوه هزینه استهلاک).

TA: ارزش دفتری دارایی‌ها

## ۳-۴- متغیرهای کنترلی

- اندازه شرکت (Size): از لگاریتم طبیعی فروش به دست می‌آید. شرکت‌های کوچک‌تر دسترسی محدودی به بازار سرمایه دارند که باعث افزایش هزینه برای جذب سرمایه‌گذاری خارجی می‌شود. بنابراین، احتمال بیشتری دارد که شرکت‌های کوچک‌تر وجه نقد بیشتری را به جای تأمین مالی خارجی در اختیار داشته باشند (وو<sup>۲</sup> و همکاران، ۲۰۱۷).
- اهرم مالی (Lev) از مجموع بدهی‌های بلندمدت و جاری تقسیم بر جمع دارایی‌ها به دست می‌آید. اهرم مالی ریسک ورشکستگی شرکت‌ها را افزایش می‌دهد. لذا شرکت‌ها برای کاهش ریسک مالی تمایل به نگهداری وجه نقد بیشتری دارند. هر چه این نسبت بیشتر باشد، سطح بدهی شرکت برای تأمین مالی دارایی‌های خود بیشتر است.
- بازده دارایی‌ها (ROA): برابر است با سود خالص تقسیم بر جمع دارایی‌ها. فریرا و ویلالا (۲۰۰۴) در پژوهش خود بیان نمودند که شرکت‌های سودآور تمایل بیشتری به انباشت وجه نقد دارند.
- ارزش بازار به دفتری (MB): نسبت ارزش بازار حقوق صاحبان سهام به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام.
- جریان نقد عملیاتی (CFO): نسبت جریان‌های نقدی عملیاتی به کل دارایی‌ها. مایرز و مجلوف<sup>۳</sup> (۱۹۸۴) معتقدند که شرکت‌ها تأمین مالی داخلی را بر تأمین مالی خارجی ترجیح می‌دهند. از این رو، انتظار می‌رود که شرکت‌های با جریان‌های نقدی بالاتر، وجوه نقد بیشتری نگهداری کنند.
- نسبت مخارج سرمایه‌ای (CAPX): برای محاسبه نسبت مخارج سرمایه‌ای شرکت مطابق با پژوهش آمر<sup>۴</sup> (۲۰۱۲) مخارج سرمایه‌ای به مجموع دارایی‌های شرکت تقسیم شده است.
- سررسید بدهی (DEBT): تقسیم بدهی‌های بلندمدت بر جمع کل بدهی‌ها. معمولاً شرکت‌های با سررسید بدهی کمتر، به منظور اجتناب از محدودیت در پرداخت بدهی، وجه نقد بیشتری نگهداری می‌کنند.
- رشد فروش (GROW): تفاوت فروش سال جاری با سال قبل، تقسیم بر فروش سال گذشته.

## ۴- یافته‌های پژوهش

## ۴-۱- آمار توصیفی

آمار توصیفی متغیرهای پژوهش به شرح جدول ۱ ارائه می‌گردد. تعداد مشاهدات در نمونه پژوهش ۱۰۸۰ سال-شرکت است که شامل ۱۲۰ شرکت طی بازه ۱۳۹۲ تا ۱۴۰۰ است. بر اساس نتایج ارائه‌شده در آمار توصیفی، متغیرها از توزیع نسبتاً نرمالی برخوردار می‌باشند، چرا که اختلاف میانه و میانگین در آن‌ها اندک است. نتایج نشان می‌دهد که شرکت‌های مورد

<sup>1</sup> Givoly & Hayn

<sup>2</sup> Wu

<sup>3</sup> Myers & Majluf

<sup>4</sup> Ameer

بررسی در پژوهش به طور متوسط حدود ۸ درصد از دارایی های خود را به صورت نقد و معادل وجه نقد، نگهداری می کنند. جریان وجوه نقد عملیاتی رقمی معادل ۱۱.۸ درصد دارایی ها است. علاوه بر این، نتایج نشان می دهد که شرکت های مورد بررسی نزدیک به ۶۰ درصد از منابع مالی خود را از محل بدهی ها تأمین نموده اند، این موضوع بیانگر این مطلب است که شرکت های مدنظر ترجیح به تأمین مالی از محل بدهی دارند تا تأمین مالی از محل حقوق مالکانه.

جدول ۱. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	نماد	میانگین	میانه	انحراف معیار	بیشینه	کمینه	چولگی	کشدگی
سطح نگهداشت وجه نقد	CASH	۰/۰۷۸	۰/۰۴۲	۰/۰۹۷	۰/۸۲۱	۰/۰۰۰۵	۲/۷۷۱	۱۳/۲۶۹
لحن غیرعادی	ABTONE	۰/۰۸۷	۰/۰۶۷	۰/۰۷۸	۰/۸۷۹	۰/۰۰۱	۲/۳۴۰	۱۵/۶۴۴
لحن	TONE	۰/۵۷۳	۰/۵۸۴	۰/۹۸۰	۰/۹۸۰	-۰/۳۳۳	-۰/۴۶۶	۳/۱۰۶
محافظه کاری	CONS	۰/۰۸۶	۰/۰۵۶	۰/۷۹۰	۹/۳۸۸	-۱۴/۶۳۲	-۱۱/۳۹۹	۲۶۷/۹۹۲
اندازه شرکت	SIZE	۶/۲۸۷	۶/۲۳۵	۰/۶۹۴	۸/۸۸۸	۳/۸۲۱	۰/۵۲۹	۴/۳۴۵
اهرم مالی	LEV	۰/۵۷۲	۰/۵۵۰	۰/۲۸۵	۴/۰۰۲	۰/۰۳۱	۴/۷۵۴	۵۰/۴۱۶
بازده دارایی ها	ROA	۰/۲۰۳	۰/۳۴۱	۲/۸۸۰	۴/۶۷۳	-۷۲/۶۹۵	-۲۱/۴۶۸	۴۹۹/۳۰۷
ارزش بازار به دفتری	MB	۸/۳۵۶	۳/۰۲۸	۸۴/۹۰۹	۲۶۰/۷۲۲۱	-۳۱/۵۷۹	۲۹/۹۴۸	۹۱۶/۱۹۷
جریان نقد عملیاتی	CFO	۰/۱۱۸	۰/۱۰۰	۰/۱۴۵	۱/۰۴۸	-۰/۴۱۱	۰/۶۴۲	۵/۶۸۳
نسبت مخارج سرمایه ای	CAPX	۰/۰۳۷	۰/۰۰۹	۰/۰۹۹	۰/۸۵۹	-۰/۲۶۱	۳/۷۱۶	۲۱/۲۹۳
سررسید بدهی	DEBT	۰/۱۰۵	۰/۰۷۱	۰/۱۰۲	۰/۷۱۸	۰/۰۰۰	۱/۹۰۲	۷/۸۷۱
رشد فروش	GROW	۰/۳۴۳	۰/۲۴۲	۰/۵۸۴	۶/۵۹۴	-۰/۹۰۹	۳/۹۷۷	۳۵/۱۹۱

#### ۴-۲- نتایج آزمون فرضیه ها

نتایج حاصل از برآزش مدل آزمون فرضیه اول به شرح جدول ۲ ارائه شده است. نتایج حاکی از آن است که ارتباط بین لحن گزارش فعالیت هیئت مدیره و سطح نگهداشت وجه نقد شرکت در سطح خطای پنج درصد تأیید می گردد. همچنین با توجه به علامت مثبت ضریب (۰/۰۳۱) این متغیر می توان بیان نمود که با افزایش (کاهش) میزان لحن افشاهای متنی در گزارش فعالیت هیئت مدیره، سطح نگهداشت وجه نقد شرکت ها افزایش (کاهش) می یابد. متغیرهای کنترلی اهرم مالی، بازده دارایی ها، ارزش بازار به دفتری، جریان نقد عملیاتی، نسبت مخارج سرمایه ای و رشد فروش در سطح یک درصد معنادار هستند و اندازه شرکت در سطح پنج درصد، متغیر کنترلی سررسید بدهی ها در سطح ده درصد معنادار است. لازم به ذکر است خطاهای استاندارد در سطح شرکت کلاستر شده است تا آثار بالقوه ناهمسانی واریانس و عدم استقلال خطاهای رگرسیونی کنترل گردد. با افزودن متغیر سال و صنعت، اثرات سال و صنعت نیز در مدل رگرسیون ثابت فرض گردیده است.

نتایج حاصل از برآزش مدل آزمون فرضیه دوم پژوهش به شرح جدول ۳ ارائه شده است. نتایج حاکی از آن است که ارتباط بین لحن غیرعادی گزارش فعالیت هیئت مدیره و سطح نگهداشت وجه نقد شرکت در سطح خطای ده درصد تأیید می گردد. با توجه به علامت منفی ضریب متغیر لحن غیرعادی (۰/۰۵۳-) می توان بیان نمود که با افزایش (کاهش) میزان لحن غیرعادی افشاهای متنی در گزارش فعالیت هیئت مدیره، سطح نگهداشت وجه نقد شرکت ها کاهش (افزایش) می یابد. متغیرهای کنترلی اندازه شرکت، اهرم مالی، بازده دارایی ها، نسبت مخارج سرمایه ای، جریان نقد عملیاتی در سطح یک درصد معنادار هستند.

نتایج حاصل از برآزش مدل آزمون فرضیه سوم پژوهش به شرح جدول ۴ ارائه شده است. با توجه به سطح معناداری متغیر تعدیلگر (۰/۰۲۸) در فرضیه سوم مبنی بر بررسی نقش محافظه کاری در رابطه بین لحن گزارش فعالیت هیئت مدیره و سطح نگهداشت وجه نقد این فرضیه در سطح خطای پنج درصد تأیید می گردد.

جدول ۲. نتایج آزمون فرضیه اول پژوهش

متغیر	علامت اختصاری	ضریب	آماره t	سطح معناداری
عرض از مبدأ	C	۰/۱۲۶	۴/۶۵۶	۰/۰۰۰
لحن	TONE	۰/۰۳۱	۲/۴۹۷	۰/۰۱۲
اندازه شرکت	SIZE	-۰/۰۰۹	-۲/۳۶۱	۰/۰۱۸
اهرم مالی	LEV	۱/۰۲۸	۰/۱۷۳	۰/۰۰۰
بازده دارایی‌ها	ROA	۰/۰۳۲	۳/۸۲۴	۰/۰۰۱
ارزش بازار به دفتری	MB	۰/۰۱۰	۲/۸۷۹	۰/۰۰۴
جریان نقد عملیاتی	CFO	۰/۲۲۳	۱۱/۵۳۸	۰/۰۰۰
نسبت مخارج سرمایه‌ای	CAPX	-۰/۰۷۴	-۳/۰۶۳	۰/۰۰۲
سررسید بدهی	DEBT	-۰/۰۴۸	-۱/۹۰۷	۰/۰۵۶
رشد فروش	GROW	۰/۱۶۲	۳/۱۲۹	۰/۰۰۱

مطابق با مدل آزمون، اثرات سال و صنعت لحاظ و خطاهای استاندارد در سطح شرکت کلاستر شده است.

ضریب تعیین تعدیل شده	۲۸٪
آماره F	۳۰/۱۵۲
سطح معناداری آماره F	۰/۰۰۰

جدول ۳. نتایج آزمون فرضیه دوم پژوهش

متغیر	علامت اختصاری	ضریب	آماره t	سطح معناداری
عرض از مبدأ	C	۰/۱۹۱	۶/۶۰۶	۰/۰۰۰
لحن غیرعادی	ABTONE	-۰/۰۵۳	-۱/۷۵۴	۰/۰۷۹
اندازه شرکت	SIZE	-۰/۰۱۸	-۴/۱۸۱	۰/۰۰۰
اهرم	LEV	-۰/۰۶۱	-۴/۵۷۸	۰/۰۰۰
بازده دارایی‌ها	ROA	۰/۰۲۴	۲/۸۰۹	۰/۰۰۵
ارزش بازار به دفتری	MB	-۰/۰۰۵	-۱/۱۳۰	۰/۲۵۸
جریان نقد عملیاتی	CFO	۰/۲۴۱	۱۲/۵۱۴	۰/۰۰۰
نسبت مخارج سرمایه‌ای	CAPX	-۰/۰۹۲	-۳/۷۸۴	۰/۰۰۲
سررسید بدهی	DEBT	-۰/۰۳۶	-۱/۴۴۱	۰/۱۴۹
رشد فروش	GROW	۰/۰۰۶	۱/۱۵۸	۰/۲۴۷

مطابق با مدل آزمون، اثرات سال و صنعت لحاظ و خطاهای استاندارد در سطح شرکت کلاستر شده است.

ضریب تعیین تعدیل شده	۳۱٪
آماره F	۲۲/۳۲۱
سطح معناداری آماره F	۰/۰۰۰

با توجه برقراری رابطه  $|TONE*CONS| > |TONE+TONE*CONS|$  برای ضرایب (حصارزاده، ۱۴۰۱) می‌توان بیان نمود که محافظه‌کاری رابطه بین لحن گزارش فعالیت هیئت‌مدیره و سطح نگهداشت وجه نقد شرکت‌ها را تقویت می‌کند. متغیرهای کنترلی شامل اندازه شرکت، اهرم مالی، جریان نقد عملیاتی و نسبت مخارج سرمایه‌ای در سطح خطای یک درصد و بازده دارایی‌ها در سطح خطای پنج درصد معنادار هستند.

مطابق با نتایج فرضیه چهارم جدول ۵ این فرضیه در سطح خطای پنج درصد تأیید می‌گردد. با توجه به برقراری رابطه  $|ABTONE*CONS| < |ABTONE+ABTONE*CONS|$  برای ضرایب (حصارزاده، ۱۴۰۱) می‌توان بیان نمود محافظه‌کاری رابطه بین لحن غیرعادی گزارش فعالیت هیئت‌مدیره و سطح نگهداشت وجه نقد شرکت را تضعیف می‌نماید. از میان متغیرهای کنترلی، متغیر اندازه شرکت در تمامی فرضیه‌های پژوهش دارای رابطه منفی و معنادار با سطح نگهداشت وجه نقد است. بدان معنا که با افزایش اندازه شرکت، سطح نگهداشت وجه نقد کاهش می‌یابد این امر ممکن است به این دلیل باشد که شرکت‌های بزرگ‌تر متهورانه‌تر عمل کرده و اقدام به سرمایه‌گذاری بیشتر و استفاده بیشتر از وجه نقد و

معادل‌های آن، به منظور استفاده از فرصت‌های رشد و توسعه شرکت می‌نمایند. افزون بر این، متغیر کنترلی نسبت مخارج سرمایه‌ای دارای رابطه منفی و جریان نقد عملیاتی شرکت نیز دارای رابطه مثبت و معنادار در تمامی فرضیه‌های پژوهش بوده است. رابطه منفی پایدار مخارج سرمایه‌ای در تمامی فرضیه‌های پژوهش حاکی از آن است که با افزایش مخارج سرمایه‌ای نسبت به دارایی‌های شرکت، سطح نگهداشت وجه نقد شرکت کاهش می‌یابد و بخشی از نقدینگی شرکت صرف مخارج سرمایه‌ای می‌گردد. همچنین، حفظ رابطه مثبت جریان نقد عملیاتی در تمامی فرضیه‌ها بیانگر افزایش بخشی از سطوح نقدینگی شرکت بر اثر جریان نقد عملیاتی شرکت است.

جدول ۴. نتایج آزمون فرضیه سوم پژوهش

متغیر	علامت اختصاری	ضریب	آماره t	سطح معناداری
عرض از مبدأ	C	۰/۲۵۰	۷/۸۵۱	۰/۰۰۰
لحن	TONE	۰/۰۱۳	۰/۰۵۹	۰/۵۵۵
محافظه کاری	CONS	-۰/۰۵۳	-۲/۱۶۱	۰/۰۳۰
متغیر تعدیلگر	TONE*CONS	۰/۱۱۸	۲/۱۹۴	۰/۰۲۸
اندازه شرکت	SIZE	-۰/۰۲۱	-۲/۸۲۳	۰/۰۴۰
اهرم	LEV	-۰/۰۵۷	-۳/۰۳۵	۰/۰۰۲
بازده دارایی‌ها	ROA	۰/۰۲۶	۲/۴۶۱	۰/۰۱۴
ارزش بازار به دفتری	MB	-۰/۰۱	-۱/۰۵۷	۰/۲۹۰
جریان نقد عملیاتی	CFO	۰/۲۳۸	۷/۵۶۴	۰/۰۰۰
نسبت مخارج سرمایه‌ای	CAPX	-۰/۰۸۳	-۳/۲۴۱	۰/۰۰۱
سررسید بدهی	DEBT	-۰/۰۳۹	-۱/۱۶۸	۰/۲۴۳
رشد فروش	GROW	۰/۰۰۵	۰/۶۶۵	۰/۵۰۶

مطابق با مدل آزمون، اثرات سال و صنعت لحاظ و خطاهای استاندارد در سطح شرکت کلاستر شده است.

۳۲٪	ضریب تعیین تعدیل شده
۱۹/۰۸۱	آماره F
۰/۰۰۰	سطح معناداری آماره F

#### ۳-۴- آزمون‌های اضافی و استحکام نتایج

در این بخش به منظور بررسی استحکام نتایج مشابه با پژوهش **هانگ و همکاران (۲۰۱۴)** و **نصیرزاده و همکاران (۱۴۰۲)** از لحن غیرعادی با وقفه یک‌ساله و لحن غیرعادی با وقفه سه‌ساله برای بررسی رابطه بین لحن غیرعادی گزارش فعالیت هیئت‌مدیره و سطح نگهداشت وجه نقد استفاده شده است. اغلب مدیران با رویکرد فرصت‌طلبانه در تعیین سطح نگهداشت وجه نقد با اهداف شخصی و تضادهای نمایندگی اقدام به دست‌کاری لحن افشاهای متنی خود در گزارش‌های مدیریتی می‌کنند و ناگزیر در انگیزه‌های بلندمدت خود لحن مغرضانه در افشاهای خود را در سال‌های پیاپی به کار می‌گیرند. این اقدام مدیران با هدف سرپوش نهادن و پنهان‌سازی منافع شخصی آن‌ها در دوره‌های گذشته صورت می‌پذیرد. مطابق با یافته‌های مندرج در جدول ۶، ارتباط بین لحن غیرعادی سه سال قبل گزارش فعالیت هیئت‌مدیره با سطح نگهداشت وجه نقد شرکت در سطح خطای یک درصد تأیید می‌گردد. همچنین، ارتباط بین لحن غیرعادی (t-1) گزارش فعالیت هیئت‌مدیره و سطح نگهداشت وجه نقد شرکت در سطح خطای ۵ درصد تأیید می‌گردد. با توجه به ضریب متغیر لحن غیرعادی تاریخی در یافته‌های جدول ۶ کماکان جهت منفی و معنادار لحن غیرعادی تاریخی (t) و (t-1) بر سطح نگهداشت وجه نقد شرکت برقرار است. جهت منفی رابطه در آزمون‌های اضافی نیز همانند فرضیه دوم مبنی بر ارتباط منفی بین لحن غیرعادی سال t و سطح نگهداشت وجه نقد شرکت بر استحکام نتایج می‌افزاید.

افزون بر این به منظور استحکام نتایج و بررسی این موضوع که ممکن است لحن به کار رفته در گزارش فعالیت هیئت‌مدیره در شرایط ایران کاملاً مثبت بوده و لحن منفی نداشته باشیم یا بالعکس، برای محاسبه لحن از مقدار میانه قدر مطلق لحن استفاده شده و با تعریف یک متغیر موهومی (بالتر از میانه یک و پایین‌تر از میانه صفر) فرضیه اول پژوهش مجدد برآزش گردید. نتایج در جدول ۷ ارائه شده است که کماکان رابطه مثبت و معنادار بین لحن گزارش فعالیت هیئت‌مدیره و سطح نگهداشت وجه نقد شرکت تأیید می‌گردد.

جدول ۵. نتایج آزمون فرضیه چهارم پژوهش

متغیر	علامت اختصاری	ضریب	آماره t	سطح معناداری
عرض از مبدأ	C	۰/۲۰۴	۴/۰۳۷	۰/۰۰۰
لحن غیرعادی	ABTONE	-۰/۰۹۶	-۱/۵۰۲	۰/۰۱۲
محافظه‌کاری	CONS	-۰/۰۱۵	-۱/۰۷۹	۰/۲۸۰
متغیر تعدیلگر	ABTONE*CONS	۰/۳۳۶	۲/۲۹۰	۰/۰۲۲
اندازه شرکت	SIZE	-۰/۰۱۹	-۲/۴۷۳	۰/۰۱۳
اهرم	LEV	-۰/۰۵۳	-۲/۷۵۹	۰/۰۰۵
بازده دارایی‌ها	ROA	۰/۹۲۰	۲/۷۶۷	۰/۰۰۵
ارزش بازار به دفتری	MB	-۰/۰۰۱	-۰/۹۶۹	۰/۳۳۲
جریان نقد عملیاتی	CFO	۰/۲۳۴	۷/۴۰۶	۰/۰۰۰
نسبت مخارج سرمایه‌ای	CAPX	-۰/۳۰۸	-۳/۳۰۴	۰/۰۰۱
سررسید بدهی	DEBT	-۰/۰۵۳	-۱/۰۹۱	۲/۷۵۰
رشد فروش	GROW	۰/۰۰۷	۰/۸۵۱	۰/۳۹۴
مطابق با مدل آزمون، اثرات سال و صنعت لحاظ و خطاهای استاندارد در سطح شرکت کلاستر شده است.				
		ضریب تعیین تعدیل شده	۳۲٪	
		آماره F	۱۸/۷۹۳	
		سطح معناداری آماره F	۰/۰۰۰	

جدول ۶. نتایج آزمون لحن غیرعادی تاریخی

متغیر	نماد	لحن غیرعادی (t-3)		لحن غیرعادی سال قبل (t-1)	
		ضریب	آماره t	ضریب	آماره t
عرض از مبدأ	C	۰/۲۰۹	۰/۸۷۶	۰/۰۲۶	۶/۸۰۳
لحن غیرعادی تاریخی	ABTONE(t-3/t-1)	-۰/۲۱۹	-۲/۶۱۷	-۰/۰۶۶	-۱/۹۸۲
اندازه شرکت	SIZE	-۰/۰۱۸	-۴/۰۳۵	-۰/۰۱۸	-۴/۵۵۹
اهرم	LEV	-۰/۰۵۳	-۳/۸۱۰	-۰/۰۵۳	-۳/۸۱۰
بازده دارایی‌ها	ROA	۰/۰۲۶	۲/۹۴۵	۰/۰۲۴	۰/۸۷۴
ارزش بازار به دفتری	MB	-۰/۰۰۱	-۱/۰۲۷	-۰/۰۰۱	-۱/۲۴۸
جریان نقد عملیاتی	CFO	۰/۲۳۳	۱۱/۳۹۱	۰/۲۴۰	۱۲/۵۰۳
نسبت مخارج سرمایه‌ای	CAPX	-۰/۰۸۳	-۲/۹۳۰	-۰/۰۹۳	-۳/۸۱۳
سررسید بدهی	DEBT	-۰/۰۳۷	-۱/۴۲۵	-۰/۰۳۶	-۱/۴۴۳
رشد فروش	GROW	۰/۰۰۶	۱/۱۶۲	۰/۰۰۶	۱/۲۰۳
مطابق با مدل آزمون، اثرات سال و صنعت لحاظ و خطاهای استاندارد در سطح شرکت کلاستر شده است.					
		ضریب تعیین تعدیل شده	۳۰٪	۳۱٪	
		آماره F	۲۰/۵۱۶	۲۲/۲۹۸	
		سطح معناداری آماره F	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	

جدول ۷. نتایج آزمون لحن غیرعادی تاریخی

متغیر	علامت اختصاری	ضریب	آماره t	سطح معناداری
عرض از مبدأ	C	۰/۱۸۱	۶/۳۳۰	۰/۰۰۰
میانه لحن	MIDTONE	۰/۰۰۸	۱/۷۰۴	۰/۰۸۸
اندازه شرکت	SIZE	-۰/۰۱۷	-۴/۱۱۵	۰/۰۰۰
اهرم مالی	LEV	-۰/۰۵۵	-۴/۳۱۱	۰/۰۰۰
بازده دارایی‌ها	ROA	۰/۰۲۶	۳/۱۵۶	۰/۰۰۱
ارزش بازار به دفتری	MB	-۰/۰۰۱	-۱/۲۰۱	۰/۲۲۹
جریان نقد عملیاتی	CFO	۰/۲۴۲	۱۲/۵۴۴	۰/۰۰۰
نسبت مخارج سرمایه‌ای	CAPX	-۰/۰۷۴	-۳/۰۶۳	۰/۰۰۲
سررسید بدهی	DEBT	-۰/۰۴۷	-۱/۸۸۴	۰/۰۵۹
رشد فروش	GROW	۰/۰۰۵	۱/۰۸۱	۰/۲۷۹

مطابق با مدل آزمون، اثرات سال و صنعت لحاظ و خطاهای استاندارد در سطح شرکت کلاستر شده است.

۳۱٪	ضریب تعیین تعدیل شده
۲۳/۲۲۰	F آماره
۰/۰۰۰	سطح معناداری آماره F

### ۵- نتیجه گیری و پیشنهادهای پژوهش

هدف اصلی این پژوهش بررسی ارتباط بین لحن و لحن غیرعادی گزارش فعالیت هیئت‌مدیره با سیاست‌های نقدینگی شرکت و نقش تعدیلگر محافظه‌کاری در این ارتباط است. نتایج حاصل از بررسی تجربی پژوهش نشان داد که در سطح اطمینان ۹۵ درصد فرضیه اول پژوهش مبنی بر وجود رابطه معنادار بین لحن گزارش فعالیت هیئت‌مدیره و سطح نقدینگی شرکت تأیید شده است. بدین معنا که لحن افشاهای متنی رویدادهای شرکت رابطه مستقیمی با سطح نگهداشت وجه نقد شرکت دارد. مطابق با استدلال‌های بیان شده در مبانی نظری و مشابه با پژوهش دیویس و همکاران (۲۰۱۲) و لی (۲۰۰۸) مدیران با به کارگیری لحن مثبت در افشاهای متنی و اجتناب از بیان عدم قطعیت‌ها با هدف پنهان نمودن اخبار نامطلوب و رویدادهای منفی از جمله افشاهای مربوط به ریسک‌های شرکت باعث شفافیت کمتر و افزایش عدم تقارن اطلاعاتی می‌شوند. این در حالی است که با افزایش عدم تقارن اطلاعاتی ریسک‌های تأمین مالی و قضایی به شرکت تحمیل می‌گردد. این نتایج مشابه با یافته‌های ارتوگراو و همکاران (۲۰۱۷) است که اذعان نمودند افزایش ریسک‌ها منجر به افزایش سطح وجه نقد شرکت می‌گردد. لذا مطابق با انگیزه‌های احتیاطی، شرکت با افزایش سطوح نقدینگی خود یک حاشیه ایمنی برای کاهش ریسک‌ها ایجاد می‌کند. با توجه به سطح اطمینان ۹۰ درصدی در آزمون فرضیه دوم مبنی بر رابطه منفی و معنادار بین لحن غیرعادی گزارش فعالیت هیئت‌مدیره و سطح نگهداشت وجه نقد شرکت، می‌توان بیان داشت که با افزایش لحن غیرعادی در افشاهای متنی گزارش فعالیت هیئت‌مدیره، سطح نگهداشت وجه نقد کاهش می‌یابد. مطابق با نتایج پژوهش‌های بیدل و همکاران (۲۰۰۹) و حسن و حبیب (۲۰۲۰) این موضوع ممکن است ناشی از رویکرد فرصت طلبانه مدیریت و سرمایه‌گذاری در پروژه‌هایی با منفعت شخصی و ساختن امپراطوری باشد. از بین دو دیدگاه مطرح شده در خصوص ارتباط بین لحن غیرعادی و سطح نگهداشت وجه نقد دیدگاه دوم مطرح شده در مبانی نظری با نتایج پژوهش همخوانی دارد. مطابق با این دیدگاه، مدیران با رویکرد فرصت طلبانه با هدف کسب منفعت شخصی، با لحن غیرعادی در ارائه افشاهای متنی (پیامد مثبت لحن غیرعادی) عدم تقارن اطلاعاتی را کاهش داده و با کاهش ریسک‌های مالی شرکت، زمان و هزینه بیشتری را صرف پروژه‌های بی‌ارزش و سرمایه‌گذاری ناکارآمد یا ساختن امپراطوری می‌کنند. در نتیجه،

مطابق با انگیزه‌های نمایندگی، مدیران با دست‌کاری لحن افشاهای متنی، زمینه‌های مناسبی را برای تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری ناکارآمد فراهم کرده و سطح نقدینگی شرکت را کاهش می‌دهند.

در نهایت، یافته‌ها و شواهد تجربی پژوهش حاضر در بررسی نقش تعدیلگر محافظه‌کاری در رابطه لحن و لحن غیرعادی با سطح نگهداشت وجه نقد شرکت، نشان می‌دهد که محافظه‌کاری رابطه بین لحن و سطح نگهداشت وجه نقد را تقویت می‌کند. به عبارت دیگر، رابطه بین لحن و سطح نگهداشت وجه نقد در سطوح مختلف محافظه‌کاری به‌طور کلی دارای تغییر معناداری است. این در حالی است که محافظه‌کاری رابطه بین لحن غیرعادی و سطح نگهداشت وجه نقد را تضعیف می‌نماید. بدین معنا که در سطوح بالای محافظه‌کاری شدت رابطه منفی بین لحن غیرعادی و سطح نگهداشت وجه نقد کوچک است. این موضوع به افزایش بیش‌نسبت به افشاهای کیفی در سطوح مختلف محافظه‌کاری کمک می‌نماید.

در نهایت، بر اساس یافته‌های پژوهش و با توجه به آثار اقتصادی افشاهای متنی در تصمیمات سرمایه‌گذاران و اینکه رویکرد فرصت‌طلبانه مدیریت در افشاهای متنی منجر به گمراه‌سازی افراد در استفاده از گزارش‌های کیفی می‌شود به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌گردد در هنگام قضاوت در تجزیه و تحلیل افشاهای متنی با توجه به اینکه گزارش‌های کیفی به‌عنوان منبع اضافی در کسب اطلاعات آن‌ها است؛ این مهم را نیز در نظر داشته باشند که ممکن است افشاهای متنی دارای سوگیری و مغرضانه باشند. بنابراین الگوهای متنی گزارشگری متقابلانه را نیز مدنظر قرار دهند. علاوه بر این، با توجه به اهمیت ویژگی‌های کیفی افشاهای متنی (لحن و لحن غیرعادی) به استاندارد‌گذاران و قانون‌گذاران پیشنهاد می‌گردد تا بر تدوین دستورالعمل‌ها و چارچوب مشخص برای ارائه استاندارد گزارش‌های کیفی اهتمام ورزند. همچنین پیشنهاد می‌گردد در پژوهش‌های آتی علاوه بر محافظه‌کاری نقش سایر ویژگی‌های ارائه اطلاعات مالی را با هدف همسویی گزارشگری مالی با گزارشگری کیفی در رابطه بین لحن غیرعادی و سطوح نقدینگی شرکت مورد آزمون قرار دهند تا به‌عنوان راهکارهایی برای اجتناب از پیامدهای منفی مدیریت لحن به کار گرفته شود.

## منابع

- پله، مولود؛ ایزدی‌نیا، ناصر و امیری، هادی (۱۴۰۰). تحلیل محتوای اطلاعاتی احساس گزارش‌های فعالیت هیئت‌مدیره با استفاده از روش مجموعه لغات. *فصلنامه دانش حسابداری مالی*، ۱(۸)، ۱۳-۱. [https://jfak.journals.ikiu.ac.ir/article\\_2372.html](https://jfak.journals.ikiu.ac.ir/article_2372.html)
- حصارزاده، رضا (۱۴۰۱). اصول نگارش مبانی نظری و آزمون فرضیه‌های دارای متغیر تعدیل‌گر. انتشارات مشهد دانشگاه فردوسی مشهد.
- نصیرزاده، فرزانه و پوریوسف، اعظم (۱۴۰۲). مدیریت سود و تناقض لحن افشای مدیران: نقش تعدیل‌کنندگی نزدیک‌بینی مدیرعامل. *مجله دانش حسابداری*، ۱۴(۲)، ۱۱۵-۱۰۱. [https://jak.uk.ac.ir/article\\_3756.html](https://jak.uk.ac.ir/article_3756.html)
- کاشانی‌پور، محمد، آقایی، محمدعلی، و محسنی‌نامقی، داوود (۱۳۹۸). لحن افشای اطلاعات و عملکرد آتی. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۲۶(۴)، ۵۷۰-۵۹۴. [https://acctgrev.ut.ac.ir/article\\_75297.html](https://acctgrev.ut.ac.ir/article_75297.html)
- محمودی یکه باغی، رقیه؛ عباس‌زاده، محمدرضا و درویشی، میلاد (۱۳۹۹). بررسی تأثیر استراتژی‌های کسب و کار بر سطح نگهداشت وجه نقد. *مجله همایش ملی حسابداری ایران*، یزد. <https://civilica.com/doc/1147946>
- منصوری، کفسان؛ افلاطونی، عباس و زلفی، حسن (۱۴۰۳). لحن گزارش مدیریت و سرعت تعدیل اهرم. *مجله دانش حسابداری*، ۱۵(۱)، ۱۰۱-۸۳. [https://jak.uk.ac.ir/issue\\_668\\_669.html](https://jak.uk.ac.ir/issue_668_669.html)
- وفایی‌پور، روح‌اله، قاسمی، مصطفی و محسنی، عبدالرضا (۱۴۰۰). ارائه مدل خوانایی گزارشگری مالی مبتنی بر افشای مسئولیت اجتماعی، اخلاق حرفه‌ای و مدیریت لحن (لحن گزارشگری). *پژوهش‌های حسابداری مالی*، ۱۳(۴)، ۱۱۵-۱۳۸. [https://far.ui.ac.ir/article\\_26998.html](https://far.ui.ac.ir/article_26998.html)

## References

- Almeida, H., Campello, M., & Weisbach, M.S. (2004). The cash flow sensitivity of cash. *The Journal of Finance*, 59(4), 1777-1804. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2004.00679.x>.
- Ameer, R. (2012). Impact of cash holdings and ownership concentration on firm valuation: Empirical evidence from Australia. *Review of Accounting and Finance*, 11(4), 448-467. [doi.org/10.1108/14757701211279196](https://doi.org/10.1108/14757701211279196).
- Ayuningtyas, E.S., & Harymawan, I. (2021). Negative tone and readability in management discussion and analysis reports: impact on the cost of debt. *Jurnal Manajemen Teori & Terapan*, 14, 129-146. [10.20473/jmtt.v14i2.26681](https://doi.org/10.20473/jmtt.v14i2.26681).
- Bakry, A.E.A., Azhar, Z., & Kishan, K. (2023). Revised guidelines for sustainability reporting: Readability and assurance. *Management Decision*, 61(11), 3493-3518. <https://doi.org/10.1108/MD-09-2022-1215>.
- Bendriouch, F., Jabbouri, I., Satt, H., Jariri, Z., & M'hamdi, M. (2024). Tone complexity and the cost of debt retrospective data from the USA. *Review of Behavioral Finance*, 16(1), 1-16. <https://doi.org/10.1108/RBF-02-2022-0064>.
- Biddle, G.C., Hilary, G., & Verdi, R.S. (2009). How does financial reporting quality relate to investment efficiency? *Journal of Accounting and Economics*, 48(2), 112-131. [doi.org/10.1016/j.jacceco.2009.09.001](https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2009.09.001).
- Bloom, N., Bond, S., & Van Reenen, J. (2007). Uncertainty and investment dynamics. *The Review of Economic Studies*, 74(2), 391-415. <https://doi.org/10.1111/j.1467-937X.2007.00426.x>.
- Bloomfield, R. (2008). Discussion of “annual report readability, current earnings, and earnings persistence”. *Journal of Accounting and Economics*, 45(2-3), 248-252. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2008.04.002>.
- Bordo, M.D., Duca, J.V., & Koch, C. (2016). Economic policy uncertainty and the credit channel: Aggregate and bank level US evidence over several decades. *Journal of Financial Stability*, 26, 90-106. <https://doi.org/10.1016/j.jfs.2016.07.002>.
- Buchholz, F., Jaeschke, R., Lopatta, K., & Maas, K. (2018). The use of optimistic tone by narcissistic CEOs. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 31(2), 531-562. <https://doi.org/10.1108/AAAJ-11-2015-2292>.
- Clarkson, P.M., Fang, X., Li, Y., & Richardson, G. (2013). The relevance of environmental disclosures: Are such disclosures incrementally informative? *Journal of Accounting and Public Policy*, 32(5), 410-431. <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2013.06.008>.
- Clarkson, P.M., Kao, J.L., & Richardson, G.D. (1994). The voluntary inclusion of forecasts in the MD&A section of annual reports. *Contemporary Accounting Research*, 11(1), 423-450. [doi.org/10.1111/j.1911-3846.tb00450.x](https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.tb00450.x).
- D'Augusta, C., & DeAngelis, M.D. (2020). Does accounting conservatism discipline qualitative disclosure? Evidence from tone management in the MD&A. *Contemporary Accounting Research*, 37(4), 2287-2318. <https://doi.org/10.1111/1911-3846.12598>.
- Davis, A., & Tama-Sweet, I. (2012). Managers' use of language across alternative disclosure outlets: earnings press releases versus MD&A. *Contemporary Accounting Research*, 29(3), 804-837. [doi.org/10.1111/j.1911-3846.2011.01125.x](https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.2011.01125.x).
- Diaw, A. (2021). Corporate cash holdings in emerging markets. *Borsa Istanbul Review*, 21(2), 139-148. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2020.09.005>.
- Dittmar, A., Mahrt-Smith, J., & Servaes, H. (2003). International corporate governance and corporate cash holdings. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(1), 111-133. [doi.org/10.2307/4126766](https://doi.org/10.2307/4126766).
- Du, S., & Yu, K. (2021). Do corporate social responsibility reports convey value relevant information? Evidence from report readability and tone. *Journal of Business Ethics*, 172, 253-274. DOI: [10.1007/s10551-020-04496-3](https://doi.org/10.1007/s10551-020-04496-3).
- Efretuei, E. (2021). Year and industry-level accounting narrative analysis: Readability and tone variation. *Journal of Emerging Technologies in Accounting*, 18(2), 53-76. <https://doi.org/10.2308/JETA-18-12-21-26>.
- Elnahas, A., Hossain, M.N., & Javadi, S. (2024). CEO marital status and corporate cash holdings. *European Financial Management*, 30(1), 187-229. <https://doi.org/10.1111/eufm.12413>.
- Elsayed, N., & Hassanein, A. (2024). Is voluntary risk disclosure informative? The role of UK firm-level governance. *International Journal of Productivity and Performance Management*, 73(6), 1826-1855. <https://doi.org/10.1108/IJPPM-09-2022-0486>.
- Ertugrul, M., Lei, J., Qiu, J., & Wan, C. (2017). Annual report readability, tone ambiguity, and the cost of borrowing. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 52(2), 811-836. [10.1017/S0022109017000187](https://doi.org/10.1017/S0022109017000187).

- Ezeani, E., Salem, R.I.A., Usman, M., & Kwabi, F. (2023). Board characteristics and corporate cash holding: Evidence from the UK, France and Germany. *International Journal of Accounting & Information Management*, 31(3), 413-439. <https://doi.org/10.1108/IJAIM-09-2022-0184>.
- Fama, E.F. & French, K.R. (1998). Taxes, financing decisions, and firm value. *The Journal of Finance*, 53(3), 819-843. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00036>.
- Faulkender, M., Flannery, M.J., Hankins, K.W., & Smith, J.M. (2012). Cash flows and leverage adjustments. *Journal of Financial Economics*, 103(3), 632-646. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2011.10.013>.
- Feldman, R., Govindaraj, S., Livnat, J., & Segal, B. (2010). Management's tone change, post earnings announcement drift and accruals. *Review of Accounting Studies*, 15, 915-953. [10.1007/s11142-009-9111-x](https://doi.org/10.1007/s11142-009-9111-x).
- Ferreira, M.A., & Vilela, A.S. (2004). Why do firms hold cash? Evidence from EMU countries. *European Financial Management*, 10(2), 295-319. <https://doi.org/10.1111/j.1354-7798.2004.00251.x>.
- Fisher, R., Van Staden, C.J., & Richards, G. (2020). Watch that tone: An investigation of the use and stylistic consequences of tone in corporate accountability disclosures. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 33(1), 77-105. <https://doi.org/10.1108/AAAJ-10-2016-2745>.
- Flammer, C. & Kacperczyk, A. (2015). The impact of stakeholder orientation on innovation: Evidence from a natural experiment. *Management Science*, 62(7), 1982-2001. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2015.2229>.
- Gigler, F.B., & Hemmer, T. (2001). Conservatism, optimal disclosure policy, and the timeliness of financial reports. *The Accounting Review*, 76(4), 471-493. <https://doi.org/10.2308/accr.2001.76.4.471>.
- Givoly, D., & Hayn, C. (2000). The changing time-series properties of earnings, cash flows and accruals: Has financial reporting become more conservative? *Journal of Accounting and Economics*, 29(3), 287-320. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(00\)00024-0](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(00)00024-0).
- Hardy, N., Ferreira, T., Quinteros, M.J., & Magner, N.S. (2023). Watch your tone!": Forecasting mining industry commodity prices with financial report tone. *Resources Policy*, 86, 104251. [10.1016/j.resourpol.104251](https://doi.org/10.1016/j.resourpol.104251).
- Harford, J., Klasa, S., & Maxwell, W.F. (2014). Refinancing risk and cash holdings. *The Journal of Finance*, 69(3), 975-1012. <https://doi.org/10.1111/jofi.12133>.
- Hasan, M.M., & Habib, A. (2020). Readability of narrative disclosures, and corporate liquidity and payout policies. *International Review of Financial Analysis*, 68, 101460. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2020.101460>.
- Hasan, M.M., & Habib, A. (2019). Social capital and idiosyncratic return volatility. *Australian Journal of Management*, 44, 3-31. <https://doi.org/10.1177/0312896217717573>.
- Hassan, M.K., Abu-Abbas, B., & Kamel, H. (2022). Tone, readability and financial risk: the case of GCC banks. *Journal of Accounting in Emerging Economies*, 12(4), 716-740. <https://doi.org/10.1108/JAEE-06-2021-0192>.
- Henry, E. (2008). Are investors influenced by how earnings press releases are written? *Journal of Business Communication*, 45(4), 363-407. <https://doi.org/10.1177/0021943608319388>.
- Henry, E., & Leone, A.J. (2016). Measuring qualitative information in capital markets research: Comparison of alternative methodologies to measure disclosure tone. *The Accounting Review*, 91(1), 153-178. <https://doi.org/10.2308/accr-51161>.
- Hesarzadeh, R. (2022). *Principles of writing theoretical foundations and testing hypotheses with moderator variables*. Mashhad Press, Ferdowsi University of Mashhad [In Persian].
- Hossain, M., Raghunandan, K., & Rama, D.V. (2020). Abnormal disclosure tone and going concern modified audit reports. *Journal of Accounting and Public Policy*, 39(4), 106764. [10.1016/j.jaccpubpol.2020.106764](https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2020.106764).
- Huang, X., Teoh, S.H., & Zhang, Y. (2014). Tone management. *The Accounting Review*, 89(3), 1083-1113. <https://doi.org/10.2308/accr-50684>.
- Hui, K., Matsunaga, S., & Morse, D. (2009). The impact of conservatism on management earnings forecasts. *Journal of Accounting and Economics*, 47, 192-207. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2009.01.001>.
- Hutton, A.P., Marcus, A.J., & Tehranian, H. (2009). Opaque financial reports, R2, and crash risk. *Journal of Financial Economics*, 94(1), 67-86. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2008.10.003>.
- Ittner, C., & Larcker, D. (1997). Quality strategy, strategic control systems, and business performance. *Accounting, Organizations and Society*, 22(4), 295-314. [www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0361-3682\(96\)00035-9](https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0361-3682(96)00035-9).
- Jain, A., Manchiraju, H., & Sunder, S.V. (2023). Institutional ownership and the informativeness of disclosure tone. *Journal of Business Finance & Accounting*, 50(1-2), 61-90. <https://doi.org/10.1111/jbfa.12640>.

- Jensen, M.C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323-329. <http://papers.ssrn.com/abstract=99580>.
- Kashanipour, M., Aghai, M.A., & Mohseni Namaki, D. (2020). Information disclosure tone and future performance. *The Iranian Accounting and Auditing Review*, 26(4), 570-594. [acctgrev.ut.ac.ir/75297](http://acctgrev.ut.ac.ir/75297) [In Persian].
- Keynes, J.M. (1936). The general theory of employment, interest and money (Macmillan & Co. Ltd, London, UK). [https://www.files.ethz.ch/isn/125515/1366\\_keynestheoryofemployment.pdf](https://www.files.ethz.ch/isn/125515/1366_keynestheoryofemployment.pdf).
- Kim, C., Wang, K., & Zhang, L. (2019). Readability of 10-K reports and stock price crash risk. *Contemporary Accounting Research*, 36(2), 1184-1216. <https://doi.org/10.1111/1911-3846.12452>.
- Kim, J.B., & Zhang, L. (2016). Accounting conservatism and stock price crash risk: Firm-level evidence. *Contemporary Accounting Research*, 33(1), 412-441. <https://doi.org/10.1111/1911-3846.12112>.
- Kim, J.B., Wang, Z., & Zhang, L. (2016). CEO overconfidence and stock price crash risk. *Contemporary Accounting Research*, 33(4), 1720-1749. <https://doi.org/10.1111/1911-3846.12217>.
- Kothari, S.P., Shu, S., & Wysocki, P.D. (2009). Do managers withhold bad news? *Journal of Accounting Research*, 47, 241-276. <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2008.00318.x>.
- Kravet, T., & Muslu, V. (2013). Textual risk disclosures and investors' risk perceptions. *Review of Accounting Studies*, 18, 1088-1122. DOI: [10.2139/ssrn.1736228](https://doi.org/10.2139/ssrn.1736228).
- LaFond, R., & Watts, R.L. (2008). The information role of conservatism. *The Accounting Review*, 83(2), 447-478. <https://doi.org/10.2308/accr.2008.83.2.447>.
- Lara, J.M.G., Osmá, B.G., & Penalva, F. (2020). Conditional conservatism and the limits to earnings management. *Journal of Accounting and Public Policy*, 39(4), 1067-1078. [10.1016/j.jaccpubpol.2020.106738](https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2020.106738).
- Lee, J., & Park, J. (2018). The impact of audit committee financial expertise on management discussion and analysis (MD&A) tone. *European Accounting Review*, 27(2), 43-58. DOI: [10.1080/09638180.2018.1447387](https://doi.org/10.1080/09638180.2018.1447387).
- Li, F. (2008). Do stock market investors understand the risk sentiment of corporate annual reports? *Unpublished Paper*, University of Michigan. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.898181>.
- Li, F. (2010). The information content of forward-looking statements in corporate filings—A naïve Bayesian machine learning approach. *Journal of Accounting Research*, 48(5), 1049-1102. [10.1111/j.1475-679X.2010.00382.x](https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2010.00382.x).
- Lin, H., He, S., Wang, M., & Yan, Y. (2023). The influence of peers' MD&A tone on corporate cash holdings. *International Review of Economics & Finance*, 86, 865-881. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2023.04.006>.
- Liu, P., & Nguyen, H.T. (2020). CEO characteristics and tone at the top inconsistency. *Journal of Economics and Business*, 38(4), 60-78. <https://doi.org/10.1016/j.jeconbus.2019.105887>.
- Loughran, T., & McDonald, B. (2011). When is a liability not a liability? Textual analysis, dictionaries, and 10-ks. *The Journal of Finance*, 66(1), 35-65. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2010.01625.x>.
- Loughran, T., & McDonald, B. (2015). The use of word lists in textual analysis. *Journal of Behavioral Finance*, 16(1), 1-11. <https://doi.org/10.1080/15427560.2015.1000335>.
- Loughran, T., & McDonald, B. (2016). Textual analysis in accounting and finance: A survey. *Journal of Accounting Research*, 54(4), 1187-1230. <https://doi.org/10.1111/1475-679X.12123>.
- Magerakis, E., & Habib, A. (2022). Environmental uncertainty and corporate cash holdings: The moderating role of CEO ability. *International Review of Finance*, 22(3), 402-432. <https://doi.org/10.1111/irfi.12355>.
- Magerakis, E., & Tzelepis, D. (2020). The impact of business strategy on corporate cash policy. *Journal of Applied Accounting Research*, 21(4), 677-699. <https://doi.org/10.1108/JAAR-05-2019-0077>.
- Magerakis, E., Pantzalis, C., & Park, J.C. (2023). The effect of proximity to political power on corporate cash policy. *Journal of Corporate Finance*, 82, 102448. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2023.102448>.
- Mansouri, K., Aflatooni, A., & Zalahi, H. (2024). The Tone of the management report and the speed of leverage adjustment. *Journal of Accounting Knowledge*, 15(1), 83-101. [jak.uk.ac.ir/issue\\_668\\_669.html](http://jak.uk.ac.ir/issue_668_669.html) [In Persian].
- Mahmoudi Yekebaghi, R., Abbaszadeh, M.R., & Darvishi, M. (2019). Investigating the impact of business strategies on the level of cash holdings. *The 18th National Accounting Conference of Iran, Yazd*. [civilica.com/1147946](http://civilica.com/1147946) [In Persian].
- Myers, S.C. & Majluf, N.S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221. [10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0).

- Nagar, V., Schoenfeld, J., & Wellman, L. (2019). The effect of economic policy uncertainty on investor information asymmetry and management disclosures. *Journal of Accounting and Economics*, 67(1), 36-57. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2018.08.011>.
- Nassirzadeh, F., & Pouryousof, A. (2023). Earnings management and managers' disclosure tone inconsistency: The moderating role of manager myopia. *Journal of Accounting Knowledge*, 14(2), 101-115. [https://jak.uk.ac.ir/-article\\_3756.html](https://jak.uk.ac.ir/-article_3756.html) [In Persian].
- Orlova, S., Rao, R., & Kang, T. (2017). National culture and the valuation of cash holdings. *Journal of Business Finance & Accounting*, 44(1-2), 236-270. <https://doi.org/10.1111/jbfa.12233>.
- Pawlina, G., & Renneboog, L. (2005). Is investment-cash flow sensitivity caused by agency costs or asymmetric information? Evidence from the UK. *European Financial Management*, 11(4), 483-513. <https://doi.org/10.1111/-j.1354-7798.2005.00294.x>.
- Pele, M., Yazidnia, N., & Amiri, H. (2021). Analyzing the informational content of the reports of the board of directors activity using the vocabulary method. *Financial Accounting Knowledge*, 8(1), 1-28. [jfak.ac.ir/2372](http://jfak.ac.ir/2372) [In Persian].
- Schoubben, F., & Van Hulle, C. (2012). Market share and cash policy: Evidence from western European companies. *International Journal of Economics and Finance*, 4(11), 51-66. [10.5539/ijef.v4n11p51](https://doi.org/10.5539/ijef.v4n11p51).
- Tan, H.T., Wang, E.Y., & Zhou, B. (2015). How does readability influence investors' judgments? Consistency of benchmark performance matters. *The Accounting Review*, 90(1), 371-393. [doi.org/10.2308/accr-50857](https://doi.org/10.2308/accr-50857).
- Teng, Z.L., & Han, J. (2023). Audit fees, audit report lag and abnormal tone: Evidence from China. *Managerial Auditing Journal*, 38(2), 186-205. <https://doi.org/10.1108/MAJ-04-2021-3086>.
- Vafaeipoor, R., Ghasemi, M., & Mohseni, A. (2022). Development of a financial reporting readability model based on the disclosure of social responsibility, professional ethics, and tone management (reporting tone). *Journal of Financial Accounting Research*, 13(4), 115-138. [far.ui.ac.ir/article\\_26998.html](http://far.ui.ac.ir/article_26998.html) [In Persian].
- Vestrelli, R., Colladon, A.F., & Pisello, A.L. (2024). When attention to climate change matters: The impact of climate risk disclosure on firm market value. *Energy Policy*, 185, 113938. [10.1016/j.enpol.2023.113938](https://doi.org/10.1016/j.enpol.2023.113938).
- Wu, W., Yang, Y., & Zhou, S. (2017). Multinational firms and cash holdings: evidence from China. *Finance Research Letters*, 20, 184-191. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2016.09.024>.
- Yan, S., Hwang, I., Jung, H. R., & Jung, T. (2024). Abnormal disclosure tone in MD&A and analysts' earnings forecast: Evidence from China. *Emerging Markets Finance and Trade*, 60(8), 1858-1874. <https://doi.org/10.1080/-1540496X.2023.2290542>.
- Zhang, D. (2023). Subsidy expiration and greenwashing decision: Is there a role of bankruptcy risk? *Energy Economics*, 118, 106530. <https://doi.org/10.1016/j.eneco.2023.106530>.