



Shahid Bahonar  
University of Kerman

Journal of Accounting Knowledge

Print ISSN: 2008 - 8914 Online ISSN: 2476 - 292X



Iranian  
Accounting Association

## The Tone of the Management Report and the Speed of Leverage Adjustment

*Kefsan Mansouri*<sup>①\*</sup>

*Abbas Aflatooni*<sup>②\*\*</sup>

*Hasan Zalaghi*<sup>③\*\*\*</sup>

### Abstract

**Objective:** Determining the amount of debt and equity in the capital structure is one of the manager's most important duties. An optimal capital structure is vital for your business area. This is because the capital structure influences risks, expected shareholder returns, and a business' sensitivity to micro and macro conditions. Deviations from the optimal structure lead to loss of business areas. On the other hand, reducing the deviation from optimal leverage depends on the level of its cost, which is defined as adjustment cost. Business units also seek to reduce the deviation between actual and optimal leverage when the benefits outweigh the costs. By examining the cost and speed of re-leveraging, business units can move more quickly towards target leverage and reap the benefits of re-leveraging. Information transparency, financial limitations, and disclosure of nonfinancial information that influences investor decision-making. Therefore, it also affects the cost and speed of adaptation. The tone of voice used in the management report as one of the nonfinancial information influences investors' judgment and subsequent decisions. It is ultimately used by management to secure the financial position of the division controlled. Therefore, this study aims to find an answer to whether the tone of management reports changes the speed of deleveraging.

**Method:** A lexical frequency method is used to measure the tone of management reports. It can be described as a quantitative method of content analysis. Professional English-English dictionaries are commonly used in foreign studies and some domestic studies. Using the English lexical translation is problematic. For example, an English word may have multiple Persian equivalents. It is also possible that the Persian equivalents of English words are infrequently used in Persian texts, that dictionaries are incomplete, and that there are other words with negative and positive connotations besides the Persian equivalent of translated words. Used for making dictionaries. Translated English is useless. Based on this, we first investigated and examined the reports of the board of directors and the interpretations of the model business units. We extracted more than 2000 words from these reports. To increase the effectiveness of the dictionary, the words were collected in the form of a questionnaire in the

Journal of Accounting Knowledge, Vol. 15, No. 1, pp. 83-101

\* Ph.D. Candidate of Accounting, Faculty of Economics and Social Sciences, Bu-Ali Sina University, Hamedan, Iran.

**Email:** kefsanmansouri29@gmail.com

\*\* **Corresponding Author**, Associate Professor of Accounting, Faculty of Economics and Social Sciences, Bu-Ali Sina University, Hamadan, Iran. **Email:** A.Aflatooni@basu.ac.ir

\*\*\* Associate Professor of Accounting, Faculty of Economics and Social Sciences Bu-Ali Sina University, Hamedan, Iran.

**Email:** Zalaghi@basu.ac.ir

**Submitted:** 26 February 2023 **Revised:** 16 May 2023 **Accepted:** 17 May 2023 **Published:** 26 March 2024

**Publisher:** Faculty of Management & Economics, Shahid Bahonar University of Kerman.

**DOI:** 10.22103/jak.2023.21132.3858

©The Author(s)



## Abstract

---

next step and made available to 10 experts in the field. Finance and Accounting, including chartered accountants, financial managers, internal auditors, and university faculty, and a developed vocabulary set to count positive and negative words in each report using MAXQDA software. Finally, the difference between positive and negative words is the total number of words measuring a positive tone ("positive tone") and the total number of words measuring a negative tone. It is decomposed into word proportions. ("Negative tones") are used. Two metrics are used to measure a company's financial leverage: book and market. For this purpose, information on his 134 companies registered on the Tehran Stock Exchange from 2018 to 2022 was used. We used multiple regression with a generalized systematic moment approach to test our research hypotheses, controlling for year and industry influences.

**Results:** The results show that using a more positive tone in the management report increases the speed of adjusting the leverage towards the optimal leverage.

**Conclusion:** Managers can inform users about company incremental information in a positive tone. This reduces usage costs and increases usage speed. The report's positive tone will reduce corporate borrowing costs, reduce business unit information asymmetry and financial costs, and accelerate the dynamic adjustment of financial leverage. Current research reinforces research on text analysis. It also magnifies the impact of tone and the dynamic adjustment of financial leverage in funding. Examining the relationship between management report disclosures and business unit funding behavior provides the information and insight needed to develop emerging markets such as the Iranian market. This study completes the literature on adjusting financial leverage regarding nonfinancial information. Administrators can also use the results of this research to expose additional information by changing the report's tone and reducing customization costs. Therefore, increase the adjustment speed. Current findings help legislators and entities to encourage the disclosure of nonfinancial information. Additionally, managers tend to use a more positive tone in their reports, so users of this information are encouraged to review various accounting variables to confirm the veracity of this information before making decisions. Standard-setters are urged to pay more attention to controlling the language of the text of nonfinancial information in management reports, as not evaluating the writing style of management reports reduces user confidence.

**Keywords:** *Trade-Off Theory, Adjustment Speed, Management Report, Tone, Positive Tone.*


**Paper Type:** *Research Paper.*

**Citation:** Mansouri, K., Aflatooni, A., & Zalaghi, H. (2024). The Tone of the management report and the speed of Leverage adjustment. *Journal of Accounting Knowledge*, 15(1), 83-101 [In Persian].

## لحن گزارش مدیریت و سرعت تعدیل اهرم

کفسان منصوری\* 

عباس افلاطونی\*\* 

حسن زلفی\*\*\* 

### چکیده

هدف: در پژوهش حاضر تأثیر لحن گزارش مدیریت به عنوان یکی از گزارش‌های غیرمالی واحد تجاری بر میزان سرعت تعدیل نسبت اهرم واقعی به سمت اهرم هدف، مورد بررسی قرار گرفته است.

روش: جهت سنجش لحن گزارش‌های مدیریت شامل گزارش فعالیت هیئت مدیره و گزارش تفسیری مدیریت، از روش فراوانی واژگان و همچنین برای سنجش اهرم مالی واحد تجاری از دو شاخص اهرم دفتری و اهرم بازاری استفاده شده است. بدین منظور از اطلاعات ۱۳۴ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۴۰۰-۱۳۹۶ استفاده شده است؛ جهت آزمون فرضیه پژوهش، از رگرسیون چندگانه با رویکرد گشتاورهای تعمیم یافته سیستمی و کنترل اثرات سال و صنعت استفاده شده است.

یافته‌ها: نتایج نشان می‌دهد، استفاده بیشتر از لحن مثبت در گزارش مدیریت، باعث افزایش سرعت تعدیل اهرم به سمت اهرم بهینه می‌شود.

نتیجه‌گیری: شواهد حاکی از آن است که استفاده بیشتر از لحن مثبت در متن گزارش‌های مدیریت از دو جهت منجر به افزایش سرعت تعدیل اهرم می‌شود؛ اولین مورد این است که با تسهیل درک استفاده کنندگان از وضعیت جاری و آتی عملکرد واحد تجاری، منجر به کاهش ریسک اطلاعاتی و در نتیجه کاهش هزینه تعدیل می‌شود؛ در مورد دوم این است که سرمایه‌گذاران نسبت به آینده واحد تجاری مطمئن‌تر خواهند شد و این امر منجر به کاهش محدودیت مالی و ایجاد انگیزه در تعدیل اهرم مالی واحد تجاری می‌شود.

واژه‌های کلیدی: نظریه توازن، سرعت تعدیل، گزارش مدیریت، لحن، لحن مثبت.

نوع مقاله: پژوهشی.

استناد: منصوری، کفسان؛ افلاطونی، عباس و زلفی، حسن (۱۴۰۳). لحن گزارش مدیریت و سرعت تعدیل اهرم. مجله دانش حسابداری، ۱۵(۱)، ۸۳-۱۰۱.

مجله دانش حسابداری، دوره پانزدهم، ش ۱، صص. ۸۳-۱۰۱

\* دانشجوی دکتری گروه حسابداری، دانشکده علوم اقتصادی و اجتماعی، دانشگاه بوعلی سینا، همدان، ایران. [kefsanmansouri29@gmail.com](mailto:kefsanmansouri29@gmail.com)

\*\* نویسنده مسئول، دانشیار گروه حسابداری، دانشکده علوم اقتصادی و اجتماعی، دانشگاه بوعلی سینا، همدان، ایران. [a.aflatooni@basu.ac.ir](mailto:a.aflatooni@basu.ac.ir)

\*\*\* دانشیار گروه حسابداری، دانشکده علوم اقتصادی و اجتماعی، دانشگاه بوعلی سینا، همدان، ایران. [zalaghi@basu.ac.ir](mailto:zalaghi@basu.ac.ir)

تاریخ دریافت: ۱۴۰۱/۱۲/۷ تاریخ بازنگری: ۱۴۰۲/۲/۲۶ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۱/۲/۲۷ تاریخ انتشار برخط: ۱۴۰۳/۱/۷

ناشر: دانشکده مدیریت و اقتصاد، دانشگاه شهید باهنر کرمان.

DOI: 10.22103/jak.2023.21132.3858

©The Author(s)



## مقدمه

از شروع نیمه دوم قرن بیستم، حوزه‌های مربوط به سرمایه‌گذاری و توزیع سود نقدی در مرکز توجه پژوهش‌های مالی قرار داشت. **مودیگلیانی و میلر (۱۹۵۸)**، نخستین بار توجه پژوهشگران را به اهمیت حوزه تأمین مالی جلب کردند و تلاش‌های زیادی را در جهت درک سیاست‌های تأمین مالی انجام دادند. در حوزه تأمین مالی، پژوهش‌ها به دنبال پاسخ به این پرسش هستند که واحد تجاری باید چه میزان از سرمایه خود را از محل بدهی‌ها و چه مقدار را از طریق انتشار اوراق مالکانه، فراهم کند. تصمیم‌گیری درباره تعیین میزان بدهی و حقوق صاحبان سهام در ساختار سرمایه از مهم‌ترین وظایف مدیران است. بهینه بودن ساختار سرمایه برای واحد تجاری اهمیت بسزایی دارد؛ زیرا ساختار سرمایه بر ریسک، بازده مورد انتظار سهام و میزان حساسیت واحد تجاری نسبت به شرایط خرد و کلان تأثیر می‌گذارد (**کنای و کالی، ۱۹۹۳**). همچنین هزینه سرمایه و خطر ورشکستگی در ساختار سرمایه بهینه، حداقل و ارزش واحد تجاری حداکثر مقدار خود را دارد و این می‌تواند ثروت سهامداران را تحت تأثیر قرار دهد. به عقیده برخی از پژوهشگران (**سوپرا<sup>۳</sup> و همکاران؛ ۲۰۱۶** و **ژو<sup>۴</sup> و همکاران، ۲۰۱۶**)، هرگونه انحراف از ساختار بهینه به کاهش ارزش واحد تجاری می‌انجامد. برای تبیین رفتار تأمین مالی واحدهای تجاری که به تغییرات ساختار سرمایه منجر می‌شود، نظریه‌های مختلفی از جمله نظریه توازن<sup>۵</sup> (**میلر، ۱۹۷۷**) مطرح شده است.

بر اساس نظریه توازن، واحدهای تجاری نسبت اهرمی هدف (بهینه) دارند که دستیابی به این نسبت منجر به حداکثرسازی ارزش واحد تجاری می‌شود؛ بنابراین، لازم است که واحدهای تجاری هرگونه انحراف از اهرم هدف را هر چه سریع‌تر تعدیل کنند (**فلانری و رنگان، ۲۰۰۶**). با این حال، این تعدیل به زمان نیاز دارد و بستگی به هزینه‌های آن دارد (**هواکیمیان<sup>۷</sup> و همکاران، ۲۰۰۴**؛ **لیری و رابرتز<sup>۸</sup>، ۲۰۰۵**؛ **فلانری و رنگان، ۲۰۰۶**؛ **استربولایو<sup>۹</sup>، ۲۰۰۷** و **هوانگ و ریتز<sup>۱۰</sup>، ۲۰۰۹**). به طوری که به اعتقاد **مایرز (۱۹۸۴)** چنانچه تعدیل اهرم واقعی به سمت اهرم بهینه هزینه‌بر باشد، واحدهای تجاری ممکن است برای سال‌های متمادی از اهرم هدف منحرف بمانند؛ لذا، چگونگی کاهش هزینه تعدیل از اهمیت ویژه‌ای در مطالعات مربوط به سرعت تعدیل اهرم، برخوردار است. **اوزتکین و فلانری<sup>۱۱</sup> (۲۰۱۲)**، هزینه‌های تعدیل اهرم را به سه بخش، هزینه دسترسی به اطلاعات بازار، هزینه‌های ناشی از عدم تقارن اطلاعاتی و محدودیت‌های مالی طبقه‌بندی کردند. بررسی هزینه و سرعت تعدیل اهرم، باعث می‌شود؛ واحدهای تجاری با سرعت بیشتری به سمت اهرم هدف حرکت کنند و از مزایای تعدیل بهره‌مند شوند (**اوزتکین و فلانری، ۲۰۱۲**).

به این خاطر، مجموعه‌ای گسترده از پژوهش‌های خارجی و داخلی، تأثیر عوامل مختلف از جمله حاکمیت شرکتی (**چانگ<sup>۱۲</sup> و همکاران، ۲۰۱۴**)؛ شرایط اقتصادی کلان (**کوک و تانگ<sup>۱۳</sup>، ۲۰۱۰**)؛ نقدینگی (**هو<sup>۱۴</sup> و همکاران، ۲۰۲۱**)؛ کیفیت ارقام تعهدی (**دافور<sup>۱۵</sup> و همکاران، ۲۰۲۰**)؛ مالکیت نهادی (**آن<sup>۱۶</sup> و همکاران، ۲۰۲۱**)؛ ویژگی‌های شرکتی (**فیتزجرالد و ریان<sup>۱۷</sup>، ۲۰۱۹**)؛ انعطاف‌پذیری مالی (**شعری آناقیز و همکاران، ۱۳۹۴**)؛ رقابت و راهبری شرکتی (**ژولانزاد و همکاران، ۱۳۹۷**)؛ اعتبار تجاری (**افلاطونی و همکاران، ۱۴۰۰**) عدم قطعیت اقتصادی (**احمدی و همکاران، ۱۴۰۱**)؛ قابلیت اتکاء

1. Modigliani & Miller  
2. Cooney & Kalay  
3. Supra  
4. Zhou  
5. Trade-off theory  
6. Flannery & Rangan  
7. Hovakimian  
8. Leary & Roberts  
9. Strebulaev

10. Huang & Ritter  
11. Öztekin & Flannery  
12. Chang  
13. Cook & Tang  
14. Ho  
15. Dufour  
16. An  
17. Fitzgerald & Ryan

(شهبازی و همکاران، ۱۴۰۱)، بر سرعت تعدیل اهرم را از دیدگاه هزینه معاملاتی واحد تجاری مورد بررسی قرار دادند. از میان پژوهش‌های داخلی، افلاطونی و نیکبخت (۱۳۹۶) به بررسی تأثیر کیفیت افشا و اقلام تعهدی (کیفیت گزارشگری مالی) بر سرعت تعدیل اهرم پرداختند و سازه اندازه‌گیری این متغیرها را از لحاظ کمی مورد توجه قرار دادند، اما به نظر می‌رسد با توجه به اینکه استفاده‌کنندگان به‌ویژه فعالان بازار نه تنها به محتوای گزارش‌های مدیریتی بلکه به لحن گزارش‌ها نیز واکنش نشان می‌دهند و تصمیم‌های آنان را تحت تأثیر قرار می‌دهد (باگنولی<sup>۱</sup> و همکاران، ۲۰۰۲؛ سیدور<sup>۲</sup>، ۲۰۰۲ و باون<sup>۳</sup> و همکاران، ۲۰۰۵). بنابراین، لحن گزارش مدیریت با تأثیری که بر تصمیم سرمایه‌گذار، محدودیت مالی و شفافیت اطلاعات دارد، می‌تواند میزان سرعت تعدیل اهرم واحدهای تجاری را نیز متأثر از خود کند (وانگ و همکاران، ۲۰۲۱). لذا، این نیاز احساس می‌شود که به بررسی رابطه محتوای گزارش‌ها و بطور خاص لحن گزارشگری با سرعت تعدیل اهرم پرداخته شود. در کشور ایران علیرغم لازم‌الافشا شدن گزارش‌های مدیریت توسط واحدهای تجاری، اما در پژوهش‌های پیشین داخلی، اثر لحن این گزارش‌ها بر سرعت تعدیل اهرم در راستای دستیابی به اهرم هدف، مورد بررسی قرار نگرفته است؛ لذا، این پژوهش، تأثیر لحن گزارش مدیریت را بر میزان سرعت تعدیل اهرم مورد توجه قرار داده است. نوآوری پژوهش حاضر این است که برای اولین بار به بررسی تأثیر تحلیل محتوای گزارش‌های مدیریتی از جمله گزارش فعالیت هیئت مدیره و گزارش تفسیری مدیریت بر سرعت تعدیل اهرم پرداخته شده است. نظر به اینکه گزارش تفسیری مدیریت هر سه ماه یکبار همراه صورت‌های مالی منتشر می‌شود و از مهمترین بخش‌های مورد توجه آن، طرح‌های توسعه واحدهای تجاری است که استفاده‌کنندگان با مد نظر قرارداد لحن این گزارش مدیریتی نسبت به مشارکت در تأمین طرح‌ها تصمیم‌گیری خواهند کرد که این مورد سرعت تعدیل اهرم را تحت تأثیر قرار می‌دهد. دومین نوآوری پژوهش این است که جهت سنجش لحن گزارش، فهرستی گسترده و جامع از واژگان مورد استفاده قرار گرفته است که قابلیت اتکا و اعتبار آن در محیط کشور، از طریق انجام پرسشنامه مورد تأیید خبرگان حرفه و دانشگاهی قرار گرفته است.

### مبانی نظری و بسط فرضیه پژوهش

نظریه‌های موجود در ساختار سرمایه که رفتار تأمین مالی واحدهای تجاری را توضیح می‌دهند؛ شامل نظریه‌های توازن، سلسله مراتبی<sup>۴</sup>، هزینه نمایندگی<sup>۵</sup> و زمان‌بندی بازار<sup>۶</sup> است. با این حال، هیچکدام از این نظریه‌ها درباره این موضوع که واحدهای تجاری حول یک مقدار بهینه از ساختار سرمایه هدف حرکت می‌کنند یا نه؟ توافق نظر ندارند (کوک و تانگ، ۲۰۱۰). شواهد تجربی از قبیل تیتمن و وسلز<sup>۷</sup> (۱۹۸۸)، راجان و زینگالس<sup>۸</sup> (۱۹۹۵)، گراهام<sup>۹</sup> (۱۹۹۶) و هواکیمیان و همکاران (۲۰۰۴) وجود اهرم هدف را تأیید می‌کند. افزون بر آن، نتایج نظرسنجی گراهام و هاروی<sup>۱۰</sup> (۲۰۰۱) نشان می‌دهد که حدود ۸۰ درصد از مدیران مالی، یک محدوده هدف معینی را برای نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام، در نظر می‌گیرند. به عبارت دیگر، به نظر می‌رسد مدیران مطابق با نظریه توازن عمل می‌کنند؛ با توجه به اینکه کم‌اهرمی بودن یا بیش‌اهرمی بودن، ارزش واحد تجاری را کاهش می‌دهد؛ لذا، واحدهای تجاری سعی دارند علیرغم وجود هزینه‌های تعدیل، انحراف از اهرم هدف را جبران کنند. با این حال، میزان سرعت تعدیل اهرم به هزینه‌ها و مزایای آن بستگی دارد. در واقع، زمانی که

1. Bagnoli  
2. Sedor  
3. Bowen  
4. Pecking order  
5. Agency cost

6. Market Timing Theory  
7. Titman & Wessel  
8. Rajan & Zingales  
9. Graham  
10. Harvey

هزینه تعدیل صفر است؛ واحدهای تجاری باید فوراً انحراف از اهرم بهینه را جبران کنند. در مقابل، ممکن است زمانی که هزینه‌های واحد تجاری خیلی بالا است؛ هیچ تعدیلی رخ ندهد (کوک و تانگ، ۲۰۱۰). به بیانی دیگر، واحدهای تجاری بین هزینه انحراف از نسبت اهرم بهینه و هزینه حرکت به سمت آن، نوعی توازن ایجاد می‌کنند (افلاطونی و همکاران، ۱۴۰۰).

### لحن گزارش مدیریت و سرعت تعدیل اهرم

بر اساس نظریه علامت‌دهی<sup>۱</sup> (اسپنس<sup>۲</sup>، ۱۹۷۳)، هدف اصلی واحدهای تجاری از افشای اطلاعات، آگاه ساختن تحلیل‌گران و سرمایه‌گذاران از اطلاعات مرتبط با ارزش واحد تجاری است. ورسچیا<sup>۳</sup> (۱۹۸۳) دریافت افشای اطلاعات، تحلیل‌گران و سرمایه‌گذاران را در پیش‌بینی سودهای آتی یاری می‌دهد. هم راستا با نظریه علامت‌دهی، بر اساس نظریه اطلاعات افزایشی<sup>۴</sup> اعتقاد بر آن است که واحدهای تجاری، اطلاعات بیشتر را برای کاهش عدم تقارن اطلاعاتی ارائه می‌کنند (بروکت و رضایی<sup>۵</sup>، ۲۰۱۲ و براون و تاکر<sup>۶</sup>، ۲۰۱۱). در بازارهای سرمایه که دارای عدم تقارن اطلاعاتی هستند، واحدهای تجاری توانایی تأمین نیازهای مالی از طریق بازار سهام را ندارند و این موضوع آن‌ها را به سوی تأمین مالی از طریق بازارهای بدهی سوق می‌دهد و این امر باعث افزایش نقش بدهی‌ها در ساختار سرمایه واحدهای تجاری خواهد شد (سین و ویلیامز<sup>۷</sup>، ۲۰۱۵ و ژو و همکاران، ۲۰۱۶). به اعتقاد برخی از پژوهشگران از جمله (مایزر و ماجلوف<sup>۸</sup>، ۱۹۸۴ و ناچمن و نئو<sup>۹</sup>، ۱۹۹۴) عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سرمایه‌گذاران از جمله عوامل موثر بر سرعت تعدیل اهرم شناخته شده است. افزون بر آن، افلاطونی و خزائی (۲۰۲۰) و نئو (۱۹۸۸) نیز دریافتند واحدهای تجاری با سطح بالایی از عدم تقارن اطلاعاتی، با سرعت کندتری به سمت اهرم بهینه حرکت می‌کنند. بنابراین، مدیران از طریق افشای داوطلبانه اطلاعات به بازار، ریسک اطلاعاتی خود را کاهش داده و در نتیجه از کاهش هزینه‌های مربوط به تأمین مالی، سود می‌برند (چینل<sup>۱۰</sup>، ۲۰۱۳). به عقیده التواجری<sup>۱۱</sup> و همکاران (۲۰۰۴)، افشای اطلاعات غیر مالی داوطلبانه، شفافیت اطلاعاتی را افزایش می‌دهد، شهرت و نام تجاری شرکت را بهبود می‌بخشد، همچنین منجر به افزایش ارزش و قیمت سهام واحد تجاری می‌شود و در نتیجه، هزینه سرمایه را کاهش می‌دهد.

گزارش مدیریت، به عنوان بخشی از اطلاعات غیر مالی، مکمل مهمی برای صورت‌های مالی سنتی در افشای اطلاعات است و عدم تقارن اطلاعاتی میان سرمایه‌گذاران و مدیران را کاهش خواهد داد (وانگ و همکاران، ۲۰۲۱). به اعتقاد کلارکسون و همکاران<sup>۱۲</sup> (۱۹۹۹)، گزارش مدیریتی به عنوان بخشی از افشای کلی واحد تجاری، اطلاعات جدید و مفیدی را ارائه می‌دهد و به شکل وسیعی توسط سرمایه‌گذاران و تحلیل‌گران، مورد استفاده قرار می‌گیرد. در گزارش مدیریت، عملکرد واحد تجاری با استفاده از معیارهای کمی و کیفی، مورد تجزیه و تحلیل قرار می‌گیرد و در آن اطلاعاتی در مورد اهداف، منابع، روابط، ریسک‌ها و رویکردهای آتی واحدهای تجاری، ارائه می‌شود (بویلی<sup>۱۳</sup>، ۲۰۲۰). بر اساس نظریه مدیریت ادراک<sup>۱۴</sup> (بتیه و توماس<sup>۱۵</sup>، ۲۰۰۷) هدف مدیران از ارائه اطلاعات، ایجاد سوء برداشت از عملکرد واحد تجاری، در خوانندگان اطلاعات است (چو<sup>۱۶</sup> و همکاران، ۲۰۱۰). بر اساس این دیدگاه، مدیران گزارش‌های خود را همچون ابزاری می‌پندارند تا با استفاده از آن، به صورت راهبردی ادراک و تصمیمات استفاده‌کنندگان از اطلاعات را منحرف نمایند

1. Signaling Theory  
2. Spence  
3. Verrecchia  
4. Incremental Information Theory  
5. Brockett & Rezaee  
6. Brown & Tucker  
7. Synn, & Williams  
8. Majluf

9. Nachman & Noe  
10. Cheynel  
11. Al-Tuwaijri  
12. Clarkson  
13. Boyle  
14. The Impression-Management Theory  
15. Beattie & Thomson  
16. Cho

(پورکریم و همکاران، ۱۳۹۸). در واقع، از آنجایی که مدیران در انتخاب لحن و زبان متنی اطلاعاتی که در گزارش‌های خود افشا می‌کنند، آزادی عمل دارند (دیویس و تاما، ۲۰۱۲) لذا، از طریق مدیریت لحن، تمایل دارند اطلاعاتی را که برای واحد تجاری مفید است، برجسته کنند (گایلامون<sup>۲</sup> و همکاران، ۲۰۱۲ و هوانگ و همکاران، ۲۰۱۴).

به اعتقاد بودت و تیوسن<sup>۳</sup> (۲۰۱۹) مدیران اغلب با استفاده از لحن مثبت اطلاعات، نگرش سرمایه‌گذاران را تحریک می‌کنند و از آن، در جهت کنترل انتظارات سرمایه‌گذاران استفاده می‌کنند تا از این راه منافع خود را به حداکثر برسانند. در واقع، مدیران در انتشار سود و افشای اطلاعات، از لحن مثبت بیشتری استفاده می‌کنند تا از این طریق درک سرمایه‌گذاران از اطلاعات را متأثر سازند و ایشان را به اتخاذ تصمیم‌های متفاوت، سوق دهند و در نتیجه تأمین مالی واحد تجاری را تحت تأثیر قرار دهند (کاردینس<sup>۴</sup> و همکاران، ۲۰۱۹ و وانگ و همکاران، ۲۰۲۱). از سوی دیگر، فلدمن<sup>۵</sup> و همکاران (۲۰۱۰) و براون و تاکر<sup>۶</sup> (۲۰۱۱) اعتقاد دارند که لحن مثبت اطلاعات، سرعت انتقال اطلاعات به سرمایه‌گذاران را بهبود می‌بخشد و همچنین درک وضعیت جاری و آتی واحد تجاری را برای تأمین‌کنندگان مالی واحد تجاری، تسهیل می‌کند؛ بنابراین، با بهبود درک اطلاعات، هزینه اطلاعات برای ذینفعان خارجی کاهش می‌یابد. در واقع، شفافیت و توانایی درک اطلاعاتی که از طریق استفاده از لحن مثبت، در گزارش ایجاد می‌شود، با تأثیری که بر کاهش ریسک اطلاعاتی دارد، منجر به کاهش هزینه تعدیل اهرم برای واحد تجاری می‌شود، در نتیجه واحد تجاری با سرعت بیشتری به سمت اهرم بهینه حرکت خواهد کرد (دیویس و تاما، ۲۰۱۲ و آن و همکاران، ۲۰۱۵). ابهام و عدم شفافیت متنی به عنوان منبعی از ریسک اطلاعاتی، منجر به افزایش هزینه سرمایه خارجی خواهد شد؛ لذا، تأمین‌کنندگان مالی نه تنها در استخراج و درک اطلاعات مربوط به ارزش‌گذاری واحد تجاری با مشکل مواجه می‌شوند؛ بلکه هزینه تأمین مالی بالایی را نیز متحمل خواهند شد (ارتوگرال<sup>۷</sup> و همکاران، ۲۰۱۷). به اعتقاد بلاک<sup>۸</sup> و همکاران (۲۰۲۰) زمانی که اطلاعات افشاء شده توسط مدیریت، دارای ابهام باشد؛ ارزیابی چشم‌انداز آتی دشوار خواهد بود و سرمایه‌گذاران به احتمال زیاد فعالیت‌های تجاری خود را با واحد تجاری کاهش خواهند داد. همچنین به اعتقاد ایشان، ابهام در لحن، افزایش عدم تقارن اطلاعاتی را به دنبال دارد. در مقابل به اذعان براون و هیلگیست<sup>۹</sup> (۲۰۰۴) بهبود کیفیت افشاء به کاهش عدم تقارن اطلاعاتی کمک خواهد کرد. ریوردان<sup>۱۰</sup> و همکاران (۲۰۱۳) نیز معتقدند پیام‌های متنی منفی باعث ایجاد عدم تقارن اطلاعاتی بیشتری نسبت به پیام‌ها مثبت می‌شود. همچنین، به اعتقاد وانگ و همکاران (۲۰۲۱) لحن مثبت گزارش تا حد زیادی می‌تواند دقت اطلاعات را بهبود و عدم تقارن اطلاعاتی را کاهش دهد. فلدمن و همکاران (۲۰۱۰) نیز دریافته‌اند لحن مثبت در افشای اطلاعات، تأثیر مثبت و معناداری بر بازده جاری و آتی دارد. به اعتقاد ایشان، تغییر لحن در افشای گزارش، می‌تواند مکمل سایر اطلاعات مالی باشد و ارتباط نزدیکی با واکنش کوتاه مدت بازار دارد. لذا، پیش‌بینی می‌شود که لحن مثبت گزارش مدیریت با تأثیری که بر بهبود درک اطلاعات و همچنین با تأثیری که بر کاهش ریسک اطلاعاتی و عدم تقارن اطلاعاتی دارد، منجر به افزایش سرعت تعدیل اهرم شود. از طرفی دیگر، به اعتقاد کاردینالس و همکاران (۲۰۱۹) قضاوت سرمایه‌گذاران تحت تأثیر محتوا و شکل افشای مدیریت خواهد بود. زمانی که لحن گزارش مدیریت مثبت باشد، سرمایه‌گذاران نسبت به آینده واحد تجاری مطمئن‌تر خواهند بود. و این امر منجر به کاهش محدودیت

4. Davis  
5. Guillaumon-Saorin  
6. Boudt & Thewissen  
7. Cardinaels  
8. Feldman

9. Ertugrul  
10. Black  
11. Brown & Hillegeist  
12. Riordan

مالی و ایجاد انگیزه در تعدیل اهرم مالی واحد تجاری می‌شود.

قرضیه پژوهش: تشدید در لحن مثبت گزارش مدیریت، باعث افزایش سرعت تعدیل نسبت اهرمی می‌شود.

### پیشینه پژوهش

در پژوهش‌های خارجی، بر اساس یافته‌های فالکندر<sup>۱</sup> و همکاران (۲۰۱۲) و بارث<sup>۲</sup> و همکاران (۲۰۱۳)، افزایش عدم شفافیت اطلاعاتی، هزینه سرمایه را افزایش می‌دهد؛ در نتیجه به دلیل افزایش هزینه تعدیل اهرم، سرعت تعدیل اهرم به سمت اهرم هدف کاهش پیدا می‌کند. به اعتقاد ارتوگرال و همکاران (۲۰۱۷) سهامداران واحدهای تجاری که گزارش‌های سالانه مبهم‌تری دارند؛ نه تنها از عدم شفافیت اطلاعاتی رنج می‌برند؛ بلکه هزینه‌های افزایش یافته تأمین مالی خارجی را نیز متحمل خواهند شد. هوانگ و همکاران (۲۰۱۸) دریافتند مدیران واحدهای تجاری که اقلام تعهدی غیر عادی بالایی دارند، تمایل به استفاده از کلمات مثبت بیشتری در بیانیه‌های مطبوعاتی سود دارد. افلاطونی و منصور (۲۰۱۹) دریافتند عدم شفافیت اطلاعاتی تأثیر منفی و معناداری بر سرعت تعدیل اهرم دارد. استگویس و کمیگج<sup>۳</sup> (۲۰۲۰) نشان دادند واحدهای تجاری با ساختار سرمایه بیش‌اهرمی، با سرعت بیشتری نسبت به واحدهای تجاری با ساختار سرمایه کم‌اهرمی به سمت اهرم بهینه حرکت می‌کنند. حسین و همکاران (۲۰۲۰) دریافتند افشای داوطلبانه گزارش‌های محیطی، دسترسی به تأمین منابع مالی خارجی را ارزان‌تر می‌کند؛ لذا، واحدهای تجاری با هزینه‌های تعدیل کمتری مواجه و این امر باعث افزایش سرعت تعدیل اهرم آن‌ها می‌شود. کاید<sup>۴</sup> (۲۰۲۰) دریافت لحن مدیریت، منبعی اطلاعاتی مهمی درباره عملکرد واحد تجاری است؛ به عبارت دیگر، از لحن جهت آگاه ساختن استفاده کنندگان از اطلاعات مربوط به عملکرد واحد تجاری، استفاده می‌شود و از این طریق عدم تقارن اطلاعاتی میان مدیران و سهامداران کاهش پیدا می‌کند. افزون بر آن، وی دریافت که مدیریت از لحن غیر عادی، جهت پنهان‌سازی مدیریت سود بهره می‌برد.

هو<sup>۵</sup> و همکاران (۲۰۲۱) نشان دادند واحدهای تجاری با عملکرد پایداری بهتر، سرعت تعدیل بالاتری دارند. افلاطونی و همکاران (۲۰۲۱) دریافتند در واحدهای تجاری با سطح بالایی از دستکاری سود واقعی و تعهدی، سرعت تعدیل اهرم کمتر از سایر واحدهای تجاری است؛ همچنین نشان دادند در واحدهای تجاری کم‌اهرمی (بیش‌اهرمی) با سطح بالاتری از دستکاری سود، تعدیل اهرم به سمت اهرم هدف با سرعت بیشتری (کم‌تری) نسبت به سایر واحدهای تجاری انجام می‌شود. هی و کیوا<sup>۶</sup> (۲۰۲۱) دریافتند شرایط کلان اقتصادی بر سرعت تعدیل اهرم تأثیر می‌گذارد؛ به این صورت که واحدهای تجاری مستقر در ایالت‌های با رشد اقتصادی بالا، سرعت تعدیل بالاتری نسبت به همتایان خود در ایالت‌های با رشد اقتصادی پایین، دارند. تای و بارلاکو<sup>۷</sup> (۲۰۲۲) نشان دادند میزان سرعت تعدیل اهرم به سمت اهرم بهینه به شدت تحت تأثیر چرخه عمر واحد تجاری است. افلاطونی و همکاران (۲۰۲۲) دریافتند میزان سرعت تعدیل اهرم واقعی واحدهای تجاری ایرانی به سمت اهرم هدف در زمان تشدید تحریم‌های اقتصادی، کاهش پیدا می‌کند و این کاهش در میزان سرعت تعدیل اهرم در زمان تحریم‌های اقتصادی، در واحدهای تجاری که دارای ارتباطات سیاسی هستند، نسبت به سایر واحدهای تجاری، بیشتر است.

لی<sup>۸</sup> و همکاران (۲۰۲۲) دریافتند لحن مثبت افشاهای مالی تأثیر مثبت و مستقیم بر مدیریت سود دارد. کیم و خی<sup>۹</sup>

1. Faulkender

2. Barth

3. Stegovec & Črnigoj

4. Kaye

5. Ho

6. He & Kyaw

7. Thai & Burlacu

1. Li

2. Kim & Xie



(۲۰۲۳) نشان واحدهای تجاری پس از انتشار استاندارد جدید، اهرم خود را با سرعت بیشتری تعدیل می‌کنند. به علاوه، آنان دریافتند واحدهای تجاری با ساختار سرمایه کم‌اهرمی بلافاصله پس از انتشار استاندارد جدید، سرعت تعدیل را افزایش می‌دهند، این در حالی است که واحدهای تجاری با ساختار سرمایه بیش‌اهرمی، سرعت تعدیل را پس از پذیرش استاندارد جدید افزایش می‌دهند. به طور کلی، نتایج آنان تأثیر افشای حسابداری بر سیاست‌های مالی را تأیید می‌کند. **ترن<sup>۱</sup> و همکاران (۲۰۲۳)** دریافتند لحن گزارش، توانایی برآورد عملکرد واحد تجاری را برای سال آتی دارد. این قابلیت از پیش بینی لحن، زمانی که واحد تجاری در درجه بالایی از عدم تقارن اطلاعاتی باشد، بیشتر خواهد بود. **استارلیپر<sup>۲</sup> (۲۰۲۳)** دریافت استفاده از لحن منفی جهت توصیف وضعیت بد اقتصادی، مطلوبیت سرمایه‌گذاری را کاهش می‌دهد. **وانگ و همکاران (۲۰۲۳)** دریافتند انتخاب مدیران ارشد واحدهای تجاری توسط سهامداران غیردولتی به دلیل کاهش رفتار فرصت‌طلبانه مدیران باعث افزایش سرعت تعدیل اهرم و کاهش انحراف اهرم واقعی از اهرم بهینه می‌شود.

**شعری آناقیز و همکاران (۱۳۹۴)** دریافتند انعطاف‌پذیری مالی در واحدهای تجاری با اهرمی بیش از اهرم بهینه، تأثیری بر سرعت تعدیل اهرم ندارد؛ اما این رابطه در واحدهای تجاری با اهرمی کمتر از اهرم بهینه، مثبت و معنادار است. **شمس و همکاران (۱۳۹۶)** نشان دادند عدم تقارن اطلاعاتی تأثیر مثبت و مستقیمی بر اهرم مالی واحدهای تجاری دارد. **افلاطونی و نیکبخت (۱۳۹۶)** دریافتند بهبود کیفیت افشاء، باعث افزایش سرعت تعدیل اهرم واحدهای تجاری می‌شود. **دولو و سعادت آبادی (۱۳۹۷)** دریافتند واحدهای تجاری که کسری مالی دارند و اهرم واقعی آنان بیشتر از اهرم هدف است؛ با سرعت بیشتری ساختار سرمایه خود را تعدیل می‌کنند. **میرعلی و همکاران (۱۳۹۷)** نشان دادند لحن گزارشگری، توقعات مدیران از عملکرد آتی واحد تجاری را منعکس می‌کند؛ اما، بازار در روزهای نزدیک به انتشار گزارش‌های مالی، واکنش معناداری نسبت به لحن مورد استفاده در گزارش مالی ندارد. **پورکریم و همکاران (۱۳۹۸)** دریافتند هر چقدر حاکمیت شرکتی قوی‌تر باشد، لحن بدبینانه در گزارشگری مالی بیشتر خواهد بود. در واقع حاکمیت شرکتی قوی، باعث جلوگیری از فرصت‌طلبی مدیرانی می‌شود و به وسیله لحن، به مدیریت ادراک استفاده‌کنندگان مبادرت می‌ورزند.

**کاشانی‌پور و همکاران (۱۳۹۸)** نشان دادند استفاده بیشتر از واژگان مثبت تخصصی همراه با بازده مناسب دارایی‌ها در سال جاری، منجر به بهبود عملکرد آتی می‌شود، اما استفاده از واژگان عمومی مثبت با کاهش بازدهی آتی دارایی‌ها همراه می‌شود. یافته‌های **پله و همکاران (۱۳۹۸)** نیز حاکی از آن است که لحن گزارش هیئت‌مدیره بر سودآوری و جریان نقدی عملیاتی سال آتی تأثیر منفی و معناداری دارد. **میرزایی و همکاران (۱۳۹۹)** دریافتند لحن بدبینانه گزارشگری مالی تأثیر منفی و معناداری بر گزارشگری متهورانه دارد و حفاظت از حقوق سهامداران باعث تشدید تأثیر منفی لحن بدبینانه گزارشگری مالی بر گزارشگری متهورانه می‌شود. **افلاطونی و همکاران (۱۴۰۰)** نشان دادند در واحدهای تجاری بیش‌اهرمی نسبت به واحدهای تجاری کم‌اهرمی برای آن دسته از واحدها که از اعتبار تجاری کمتری بهره‌برده‌اند؛ سرعت تعدیل اهرم سریع‌تر است. یافته‌های **تورچی و همکاران (۱۴۰۰)** حاکی از آن است که لحن گزارش پیش‌بینی سود، ابزاری مطلوب برای سرمایه‌گذاران جهت پیش‌بینی عملکرد آتی واحد تجاری نیست. **تورچی و لاری دشت‌بیاض (۱۴۰۰)** نشان دادند لحن قضایی گزارش فعالیت هیئت‌مدیره از قابلیت پیش‌بینی ورشکستگی واحدهای تجاری برخوردار است. **عباس‌زاده و همکاران (۱۴۰۱)** دریافتند مسئولیت‌پذیری اجتماعی، سرعت تعدیل اهرم را تسریع می‌بخشد.

**منصوری و همکاران (۱۴۰۱)** دریافتند بیش اطمینانی مدیران باعث کاهش سرعت تعدیل اهرم بازاری واحدهای تجاری می‌شود؛ همچنین، آن‌ها نشان دادند این تأثیر منفی بیش اطمینانی بر سرعت تعدیل اهرم در واحدهای تجاری با ساختار سرمایه بیش اهرمی بیشتر از سایر واحدهای تجاری است. **احمدی و همکاران (۱۴۰۱)** نشان دادند متغیرهای عدم اطمینان اقتصادی (رشد تولید ناخالص ملی، نرخ تورم، نرخ ارز و نرخ بهره) تأثیر مستقیمی بر میزان سرعت تعدیل اهرم هدف دارد. **شهبازی و همکاران (۱۴۰۱)** دریافتند قابلیت اتکا و بهنگامی گزارش‌های مالی تأثیر مثبت و معناداری بر سرعت تعدیل اهرم دارد. **رستمی و همکاران (۱۴۰۱)** دریافتند مدیریت ریسک واحدهای تجاری تأثیری مثبت بر سرعت تعدیل اهرم دارد، اما در مراحل گذار از چرخه عمر واحدهای تجاری، این تأثیر مثبت، کاهش می‌یابد؛ طوری که در مرحله رشد واحد تجاری، مدیریت ریسک بیشترین تأثیر را بر سرعت تعدیل اهرم دارد و در مرحله افول، کمترین تأثیر را دارد. **ثقفی و همکاران (۱۴۰۱)** دریافتند کیفیت پایین گزارشگری مالی، باعث افزایش انگیزه مدیران برای استفاده از لحن مثبت در گزارش‌های سالانه می‌شود.

### روش پژوهش

در پژوهش حاضر برای گردآوری داده‌های مربوط به متغیر لحن گزارش مدیریت از روش فراوانی واژگان استفاده شده است. این پژوهش از بعد نتیجه از نوع کاربردی و از بعد زمانی، گذشته‌نگر و پس رویدادی است. داده‌های پژوهش از طریق نرم‌افزار ره‌آورد نوین و پایگاه اطلاع‌رسانی ناشران بورسی (کدال) جمع‌آوری شده است. به منظور تجزیه و تحلیل داده‌های متنی پژوهش، از نرم‌افزار مکس کیودا<sup>۱</sup>، همچنین جهت تجزیه و تحلیل داده‌های عددی، از نرم‌افزارهای اکسل<sup>۲</sup>، ایویوز<sup>۳</sup> و استاتا<sup>۴</sup> استفاده شده است. افزون بر آن، جهت برآورد مدل‌های پژوهش از رویکرد داده‌های ترکیبی و برآورد گرگشتاورهای تعمیم‌یافته استفاده شده است.

### جامعه و نمونه پژوهش

جامعه آماری پژوهش، تمام واحدهای تجاری پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۹۶ الی ۱۴۰۰ است. روش انتخاب نمونه بر اساس حذف سیستماتیک و دارای شرایط زیر است:

- ۱- پایان سال مالی آن‌ها منتهی به اسفند ماه باشد و طی دوره مورد بررسی، تغییر سال مالی نداشته باشند.
- ۲- به علت ماهیت متفاوت عملیات، از واحدهای تجاری فعال در صنایع مالی شامل سرمایه‌گذاری، بیمه، بانک، هلدینگ و غیره، نباشند.

۳- اطلاعات مورد نیاز برای دوره زمانی مورد نظر در دسترس باشد.

با اعمال محدودیت مذکور تعداد واحدهای تجاری واجد شرایط ۱۳۴ واحد تجاری هستند که به عنوان نمونه انتخاب شدند.

جدول ۱. روش حذف سیستماتیک

| تعداد | شرح   |
|-------|---|
| ۵۳۰   | کل واحدهای تجاری پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار در پایان سال ۱۴۰۰                         |
| (۱۷۵) | پایان سال مالی آن‌ها منتهی به اسفند ماه نبوده و طی دوره مورد بررسی تغییر سال مالی داشته‌اند |
| (۹۴)  | واحدهای تجاری فعال در صنایع مالی شامل سرمایه‌گذاری، بیمه، بانک، هلدینگ و غیره               |
| (۱۲۷) | واحدهای تجاری که اطلاعات مورد نیاز برای دوره زمانی مورد نظر در دسترس نباشد                  |
| ۱۳۴   | جامعه آماری   |

## متغیرها و مدل پژوهش

## سرعت تعدیل اهرم

اهرم هدف (بهینه)، نقطه تعادل بین دو منبع اصلی تأمین مالی، یعنی بدهی و حقوق صاحبان سرمایه است که در آن نقطه، ارزش سهام واحد تجاری در بالاترین مقدار و هزینه تأمین منابع مالی در پایین ترین مقدار ممکن است (تهرانی، ۱۳۸۴). سرعت تصحیح انحراف اهرم واقعی واحد تجاری از اهرم هدف (بهینه) را سرعت تعدیل اهرم می‌نامند (فلانری و رنگان، ۲۰۰۶). در پژوهش حاضر با تبعیت از بایون<sup>(۲۰۰۸)</sup>، اوزتکین و فلانری<sup>(۲۰۱۲)</sup>، یوسال<sup>(۲۰۱۱)</sup> و ژو و همکاران<sup>(۲۰۱۶)</sup>، اهرم هدف معادل مقدار برازش شده الگوی زیر است که با رویکرد داده‌های ترکیبی برآورد شده است:

$$LEV_{it+1} = \omega + \psi Z_{it} + \epsilon_{it+1} \quad \text{مدل (۱)}$$

$LEV_{it+1}$  به عنوان متغیر وابسته پژوهش، اهرم دفتری ( $LEV_{TDA}$ ) و اهرم بازار ( $LEV_{TDM}$ ) را در پایان دوره  $t+1$  نشان می‌دهد. در خصوص اینکه کدام یک از اهرم‌های دفتری یا بازاری باید در مطالعات ساختار سرمایه استفاده شود، اتفاق نظری وجود ندارد؛ با این حال، بعضی از واحدهای تجاری ممکن است استفاده از اهرم دفتری هدف را به استفاده از اهرم بازار هدف ترجیح دهند و یا بالعکس (کوک و تانگ، ۲۰۱۰). لذا، در این پژوهش از هر دو معیار اهرم بازار هدف و اهرم دفتری هدف استفاده گردیده است. با تبعیت از فلانری و رنگان<sup>(۲۰۰۶)</sup>، اوزتکین و فلانری<sup>(۲۰۱۲)</sup> و آن و همکاران<sup>(۲۰۱۵)</sup>، اهرم دفتری معادل ارزش دفتری کل بدهی‌ها به ارزش دفتری کل دارایی‌ها است. اهرم بازار نیز معادل ارزش دفتری کل بدهی‌ها بر جمع ارزش دفتری کل بدهی‌ها و ارزش بازار حقوق صاحبان سهام است.  $Z_{it}$  نیز تعیین کننده‌های اهرم هدف است. با تبعیت از فلانری و رنگان<sup>(۲۰۰۶)</sup>، اوزتکین و فلانری<sup>(۲۰۱۲)</sup> و ژو و همکاران<sup>(۲۰۱۶)</sup>، شش متغیر به عنوان متغیرهای تبیین کننده اهرم هدف استفاده شده است که عبارتند از  $ILEV_{TDA}$  or  $ILEV_{TDM}$ : میانه اهرم صنعت؛ MTB: فرصت رشد که معادل است با حاصل جمع ارزش دفتری کل بدهی‌ها با ارزش بازار حقوق صاحبان بر ارزش دفتری کل دارایی‌ها؛ PROFIT: سودآوری که معادل است با نسبت سود قبل از مالیات و بهره بر کل دارایی‌ها؛ TANG: نسبت دارایی‌های ثابت که معادل است با دارایی‌های ثابت تقسیم بر کل دارایی‌ها؛ SIZE: اندازه واحد تجاری که معادل است با لگاریتم طبیعی جمع دارایی‌ها؛ INFL: نرخ تورم سالیانه که برابر است با درصد تغییرات شاخص قیمت مصرف کننده. اثرات ثابت سال و صنعت نیز با لحاظ کردن متغیر موهومی مرتبط در مدل، کنترل شده است. در ادامه، با تبعیت از (کوک و تانگ، ۲۰۱۰؛ اوزتکین و فلانری، ۲۰۱۲ و ژو و همکاران، ۲۰۱۶) جهت سنجش سرعت تعدیل نسبت اهرمی، از رابطه تعدیل جزئی پویای زیر استفاده شده است:

$$LEV_{it+1} - LEV_{it} = \lambda(TLEV_{it+1} - LEV_{it}) + \theta_{it+1} \quad \text{رابطه (۱)}$$

که در آن  $LEV_{it+1}$  نسبت اهرمی بهینه است و  $\lambda$  نیز سرعت تعدیل نسبت اهرمی است. با جایگذاری این مقادیر در رابطه ۱، مدل رگرسیون پویای زیر حاصل می‌شود:

$$LEV_{it+1} = \omega + (1-\lambda)LEV_{it} + (\lambda\psi)Z_{it} + \theta_{it+1} \quad \text{مدل (۲)}$$

## لحن گزارش مدیریت

در واحدهای تجاری، مدیران ممکن است از متن گزارش به عنوان ابزاری برای تحت تأثیر قرار دادن ادراک استفاده کنندگان از اطلاعات و وضعیت واحد تجاری، استفاده کنند. موضوعی که اغلب از آن به عنوان مدیریت احساسات یاد

می‌شود (بودت و تویسن، ۲۰۱۹ و ملونی<sup>۱</sup> و همکاران، ۲۰۱۶). مدیران می‌توانند با استفاده از لحن مثبت گزارش و یا با به کارگیری واژه‌های مثبت بیشتر، اطلاعات خود را به اطلاع استفاده‌کنندگان برسانند (هانگ و همکاران، ۲۰۱۴). در این پژوهش برای سنجش لحن گزارش مدیریت از مجموعه لغات تخصصی زبان فارسی استفاده شده است که می‌توان از آن به عنوان یک روش کمی-تحلیل محتوا یاد کرد. در پژوهش‌های خارجی و برخی از پژوهش‌های داخلی عموماً از فرهنگ لغت تخصصی انگلیسی استفاده شده است. استفاده از ترجمه مجموعه لغات انگلیسی (لوکران و مک دونالد<sup>۲</sup>، ۲۰۱۱) دارای اشکالاتی است؛ به این صورت که هنگام ترجمه ممکن است معادل فارسی مختلفی از یک لغت انگلیسی قابل برداشت باشد؛ همچنین این امکان نیز وجود دارد که علاوه بر معادل فارسی کلمات ترجمه شده، لغات دارای مفهوم مثبت و منفی دیگری نیز در نوشتار فارسی وجود داشته باشد که در لغت نامه انگلیسی ترجمه شده کاربردی ندارد (پله و همکاران، ۱۳۹۸). بر این اساس در مرحله اول با مطالعه و بررسی گزارش هیئت مدیره و گزارش تفسیری مدیریت واحدهای تجاری نمونه، مجموعه بیش از ۲۰۰۰ لغت از این گزارش‌ها استخراج گردیده است، در مرحله بعد جهت افزایش اعتبار لغت نامه، لغات در قالب پرسشنامه در اختیار ده نفر از صاحب‌نظران حوزه مالی و حسابداری از جمله حسابداران رسمی، مدیران مالی، مدیران حسابرسی داخلی و اعضای هیئت علمی دانشگاه قرار گرفته است و سپس با استفاده از مجموعه لغات توسعه یافته تعداد کلمات مثبت و منفی هر گزارش را از طریق نرم افزار مکس کیودا مشخص گردید؛ در آخر با تبعیت از لاپتا و همکاران<sup>۳</sup> (۲۰۱۷) و هانگ و همکاران (۲۰۱۴)، از اختلاف بین کلمات مثبت و منفی تقسیم به کل کلمات برای سنجش لحن مثبت (Positive TONE) و از نسبت کلمات منفی به کل کلمات برای اندازه‌گیری لحن منفی (Negative TONE) استفاده شده است.

برای آزمون فرضیه پژوهش، با تبعیت از وانگ و همکاران (۲۰۲۱) از مدل پویای زیر استفاده شده است:

$$\text{LEV}_{it+1} = \omega + (1-\lambda)\text{LEV}_{it} + (\lambda\psi)Z_{it} + \phi_1 \text{Positive TONE}_{it} + \phi_2 \text{Positive TONE}_{it} \times \text{LEV}_{it} + \theta_{it+1} \quad \text{مدل (۳)}$$

که در آن تمام متغیرها پیش از این تعریف شده‌اند. بر اساس فرضیه پژوهش انتظار می‌رود که سرعت تعدیل اهرم برای واحدهای تجاری دارای گزارش مدیریت با لحن مثبت  $(1 - [(1-\lambda) + \phi_2])$  بیش از سرعت تعدیل اهرم  $(\lambda)$  در سایر واحدهای تجاری باشد. بنابراین، انتظار می‌رود که ضریب متغیر تعاملی  $\text{Positive TONE}_{it} \times \text{LEV}_{it}$  منفی و معنادار باشد.

### یافته های پژوهش

در جدول (۲) خلاصه‌ای از آمار توصیفی متغیرهای پژوهش ارائه شده است. میانگین (میانه) لحن مثبت ۰/۰۹۴ (۰/۰۹۴) است. میانگین لحن مثبت تقریباً ۹ برابر میانگین لحن منفی (۰/۰۱۴) است که بیانگر تمایل بیشتر مدیران در استفاده از لحن مثبت در افشای گزارش‌های خود است. میانگین ۵۰ درصدی اهرم دفتری بیانگر آن است که حدود ۵۰ درصد از منابع مالی واحد تجاری از محل بدهی تأمین می‌شود و این میزان از حداقل ۴ درصد تا حداکثر ۱۱۴ درصد تغییر دارد؛ همچنین میانگین ۱۸ درصدی اهرم بازاری نشان دهنده آن است که بدهی واحدهای تجاری ۱۸ درصد مجموع بدهی و ارزش روز سهام و این میزان از حداقل حدود ۱ درصد تا ۶۸ درصد تغییر دارد. ارزش بازاری واحدهای تجاری نیز حدود ۵ برابر ارزش دفتری دارایی آن‌ها است. همچنین سود قبل از بهره و مالیات حدود ۲۳ درصد از دارایی‌ها است. ۲۵ درصد از کل دارایی واحدهای تجاری را دارایی ثابت تشکیل می‌دهد. میانگین نرخ تورم ۳۴ درصد است؛ با حداکثر مقدار ۴۸/۷ درصد برای سال ۱۳۹۹ و حداقل مقدار ۹/۶ درصد برای سال ۱۳۹۶ است. میانه نسبت اهرم دفتری و اهرم بازاری به ترتیب دارای میانگینی برابر ۰/۵۰ و ۰/۱۸ است.

جدول ۲. آماره های توصیفی

| نام متغیرها            | نماد   | میانگین | میانه  | حداکثر | حداقل  | انحراف معیار |
|------------------------|--------|---------|--------|--------|--------|--------------|
| لحن مثبت               | PTONE  | ۰/۰۹۴   | ۰/۰۹۴  | ۰/۱۶۲  | ۰/۰۳۳  | ۰/۰۱۷        |
| لحن منفی               | NTONE  | ۰/۰۱۴   | ۰/۰۱۳  | ۰/۰۲۸  | ۰/۰۰۶  | ۰/۰۰۴        |
| اهرم بازاری            | LEVM   | ۰/۱۷۷   | ۰/۱۲۹  | ۰/۶۸۲  | ۰/۰۰۶  | ۰/۱۵۳        |
| اهرم دفتری             | LEVB   | ۰/۴۹۶   | ۰/۴۹۵  | ۱/۱۴۰  | ۰/۰۳۷  | ۰/۲۲۶        |
| میانه اهرم بازاری صنعت | ILEVM  | ۰/۱۷۸   | ۰/۱۶۰  | ۰/۴۶۲  | ۰/۰۱۹  | ۰/۱۰۲        |
| میانه اهرم دفتری صنعت  | ILEVB  | ۰/۵۰    | ۰/۴۸۶  | ۰/۶۹۹  | ۰/۲۹۲  | ۰/۰۹۶        |
| فرصت رشد               | MTB    | ۵/۰۰۹   | ۳/۳۷۸  | ۳۶/۲۷۶ | ۰/۹۵۶  | ۵/۳۰۷        |
| سودآوری                | PROFIT | ۰/۲۳۵   | ۰/۲۱۴  | ۰/۷۵۵  | -۰/۱۳۹ | ۰/۱۷۶        |
| اندازه واحد تجاری      | SIZE   | ۱۵/۳۱۸  | ۱۵/۰۷۲ | ۱۹/۸۳۰ | ۱۱/۹۹۴ | ۱/۶۱۵        |
| نسبت دارایی ثابت       | TANG   | ۰/۲۵۳   | ۰/۲۰   | ۰/۸۵۰  | ۰/۰۰۱  | ۰/۱۹۷        |
| نرخ تورم               | INF    | ۰/۳۴۲   | ۰/۴۰۲  | ۰/۴۸۷  | ۰/۰۹۶  | ۰/۱۳۵        |

جدول ۳. نتایج سنجش سرعت تعدیل اهرم

| متغیرها                                 | ستون الف                 |          | ستون ب                    |          |
|---|--------------------------|----------|---------------------------|----------|
|   | متغیر وابسته: اهرم دفتری | ضریب     | متغیر وابسته: اهرم بازاری | ضریب     |
| LEV                                     | ۰/۴۷**                   | ۲/۸۷     | ۰/۵۷**                    | ۴/۹۲     |
| ILEVB                                   | -۰/۱۶                    | -۰/۸۵    |                           |          |
| ILEVM                                   |                          |          | -۰/۴۵**                   | -۳/۱۶    |
| MTB                                     | -۰/۰۰۴*                  | -۲/۵۶    | ۰/۰۰                      | ۰/۵۳     |
| PROFIT                                  | -۰/۰۵                    | -۰/۴۳    | -۰/۰۴                     | -۰/۱۰    |
| TANG                                    | -۰/۰۴                    | -۰/۷۴    | ۰/۰۲                      | ۰/۷۱     |
| SIZE                                    | ۰/۰۳**                   | ۳/۱۸     | ۰/۰۹                      | ۱/۶۳     |
| INF                                     | -۰/۱۸*                   | -۲/۱۲    | -۰/۰۸                     | -۰/۸۶    |
| عرض از مبدأ                             | ۰/۰۱                     | ۰/۰۹     | -۰/۰۷                     | -۱/۰۵    |
| اثرات سالها                             | کنترل شد                 | کنترل شد | کنترل شد                  | کنترل شد |
| اثرات صنایع                             | کنترل شد                 | کنترل شد | کنترل شد                  | کنترل شد |
| سرعت تعدیل                              | ۵۳/۱۷٪                   |          | ۴۳/۱۶٪                    |          |
| نیمه عمر (ماه)                          | ۱۳/۱                     |          | ۹/۸                       |          |
| معناداری آماره سارگان - هنسن            | ۰/۱۸                     |          | ۰/۳۱۸                     |          |
| معناداری آماره آرانو - باند در وقفه اول | ۰/۰۰                     |          | ۰/۰۰                      |          |
| معناداری آماره آرانو - باند در وقفه دوم | ۰/۲۶                     |          | ۰/۴۰۲                     |          |

\*\*\* و \* به ترتیب در سطح ۱ درصد و ۵ درصد معنادار است.

در ادامه جهت سنجش سرعت تعدیل اهرم دفتری و اهرم بازاری، الگوی (۲) با برآوردگر آرانو-باند<sup>۱</sup> (۱۹۹۱) و کنترل اثرات سال و صنعت برآورد شده است. نتایج به ترتیب در ستونهای الف و ب جدول (۳) گزارش شده است. عدم معناداری آماره هنسن در هر دو ستون نشانگر قابلیت اتکای ابزارهای مورد استفاده در برآورد مدل است و مدل نیازی به ایجاد متغیرهای ابزاری بیشتری ندارد (افلاطونی، ۱۳۹۷)؛ همچنین معناداری و عدم معناداری آماره آرانو-باند به ترتیب

در وقفه اول و وقفه دوم بیانگر عدم وجود مشکل خودهمبستگی سریالی در اجزای اخلاص و موید اعتبار نتایج برآورد مدل‌ها است. نتایج برآورد الگوی (۲) در هر دو ستون نشان می‌دهد که سرعت تعدیل اهرم دفتری حدود ۵۳ درصد (۰/۴۷- و ۱) و سرعت تعدیل اهرم بازاری حدود ۴۳ درصد (۰/۵۷-۱) است. همچنین نتایج برآورد الگوی (۲) در ستون اول با متغیر وابسته اهرم دفتری نشان می‌دهد که ضریب متغیر اندازه واحد تجاری (۰/۰۳) در سطح یک درصد مثبت و معنادار است و ضرایب متغیرهای فرصت رشد (۰/۰۰۴-) و نرخ تورم (۰/۱۸-) در سطح ۵ درصد منفی و معنادار است. نتایج در ستون دوم با متغیر وابسته اهرم بازاری نشانگر آن است که ضریب متغیر میانه اهرم بازاری (۰/۴۵-) در سطح یک درصد معنادار است. نتایج تجزیه و تحلیل نیمه عمر<sup>۱</sup> نیز بیانگر آن است که واحدهای تجاری در جهت دستیابی به اهرم هدف، نیمی از انحناء بین اهرم دفتری واقعی و اهرم دفتری هدف را در یک دوره زمانی حدود ۱۳ ماهه تعدیل می‌کنند. و این بازه زمانی برای اهرم بازاری حدود ۱۰ ماه است.

جدول ۴. نتایج آزمون فرضیه پژوهش

| ستون الف                 |             | ستون ب                    |             | متغیرها      |
|--------------------------|-------------|---------------------------|-------------|--------------|
| متغیر وابسته: اهرم دفتری |             | متغیر وابسته: اهرم بازاری |             |              |
| ضریب                     | تی استیودنت | ضریب                      | تی استیودنت |              |
| ۰/۶۰*                    | ۲/۱۰        | ۰/۵۰                      | ۱/۸۶        | LEV          |
| ۰/۰۳*                    | ۱/۹۸        | -۰/۰۷                     | -۱/۸۷       | PTONE        |
| -۰/۰۶*                   | -۲/۰۷       | -۰/۰۵*                    | -۲/۰۳       | PTONE*LEV    |
| -۰/۴۶                    | -۱/۲۹       | -۰/۲۲                     | -۱/۲۷       | ILEV         |
| -۰/۰۰                    | -۱/۴۵       | -۰/۱۰                     | -۰/۹۸       | MTB          |
| ۰/۱۰                     | ۰/۵۱        | -۰/۰۸                     | -۱/۴۵       | PROFIT       |
| -۰/۰۴                    | -۰/۱۵       | ۰/۰۹                      | ۱/۵۴        | TANG         |
| ۰/۰۸                     | ۱/۳۲        | ۰/۰۱*                     | ۲/۱۶        | SIZE         |
| -۰/۴۰                    | -۱/۸۹       | -۰/۳۰*                    | -۲/۲۱       | INF          |
| -۳/۲۸                    | -۱/۷۶       | ۰/۶۵                      | ۱/۵۹        | عرض از مبدأ  |
|                          | کنترل شد    | کنترل شد                  | کنترل شد    | اثرات سال‌ها |
|                          | کنترل شد    | کنترل شد                  | کنترل شد    | اثرات صنایع  |
| آزمون سارگان_هنسن        |             | ۶/۹۸ (۰/۱۳۷)              |             |              |
| آزمون آرلانو-باند:       |             | ۲/۳۴ (۰/۰۱)               |             |              |
| وقفه اول                 |             | ۰/۰۸ (۰/۹۳)               |             |              |
| وقفه دوم                 |             | ۰/۱۳ (۰/۸۹)               |             |              |

\*\* و \* به ترتیب در سطح ۱ درصد و ۵ درصد معنادار است.

جهت آزمون فرضیه پژوهش، مدل (۳) با استفاده از متغیرهای اهرم دفتری و بازاری و همچنین با کنترل اثرات سال‌ها و صنایع برآورد شده است. نتایج آن در ستون الف و ب جدول (۴) گزارش شده است. نتایج برآورد مدل (۳) با متغیر وابسته اهرم دفتری، نشان می‌دهد که ضریب متغیر تعاملی لحن مثبت و اهرم دفتری (۰/۰۶-) در سطح ۹۵٪ اطمینان، منفی و معنادار است. این موضوع نشان می‌دهد که با افزایش لحن مثبت، سرعت تعدیل اهرم دفتری از ۴۰ درصد (۰/۶۰-۱) به حدود ۴۶ درصد (۰/۰۶-۰/۰۶) (۱-۰/۰۶) افزایش پیدا می‌کند. به عبارتی دیگر، اگر لحن مثبت واحد تجاری با یک انحراف معیار افزایش پیدا کند؛ سرعت تعدیل اهرم

آن واحد ۶ درصد افزایش پیدا می کند و این موضوع، گویای آن است که اطلاعات افزایشی منتشر شده با لحن مثبت، می تواند هزینه های معاملاتی ناشی از عدم تقارن اطلاعات را کاهش دهد، و منجر به تسریع در تعدیل اهرم شود. این موضوع بیانگر عدم رد فرضیه پژوهش با متغیر وابسته اهرم دفتری است. همچنین نتایج برآورد مدل (۳) با متغیر وابسته اهرم بازاری در ستون ب نشان می دهد که ضریب متغیر تعاملی لحن مثبت و اهرم بازاری (-۰/۰۵) در سطح ۵ درصد، منفی و معنادار است؛ این موضوع بیانگر آن است که با افزایش لحن مثبت، سرعت تعدیل اهرم بازاری از ۵۰ درصد (۱-۰/۵) به حدود ۵۵ درصد ((۰/۵-۰/۵-۱) می رسد؛ به عبارتی دیگر با افزایش یک انحراف معیار در لحن مثبت، سرعت تعدیل اهرم ۵ درصد افزایش خواهد یافت. این موضوع نشانگر عدم رد فرضیه پژوهش با متغیر وابسته اهرم بازاری است. از بین سایر متغیرها در ستون ب، ضریب متغیرهای اندازه واحد تجاری (۰/۰۱) و نرخ تورم (-۰/۳۰) در سطح ۵ درصد معنادار است. در هر دو ستون عدم معناداری آماره هنس و معناداری آماره آزمون خود همبستگی سریالی آرانو-باند در وقفه اول در سطح پنج درصد (ستون الف) و سطح یک درصد (ستون ب) و عدم معناداری آن در وقفه دوم در هر دو ستون، بیانگر اعتبار نتایج برآورد مدل (۳) است.

### نتیجه گیری و پیشنهاد های پژوهش

علیرغم آنکه پژوهش های زیادی به بررسی تأثیر عوامل مختلفی از دیدگاه اطلاعات مالی بر روی سرعت تعدیل اهرم پرداخته اند، اما هنوز درک روشن و دقیقی از تأثیر اطلاعات غیر مالی بر روی سرعت تعدیل اهرم وجود ندارد. افشای اطلاعات غیر مالی با تأثیری که بر شفافیت اطلاعات، محدودیت های مالی و تصمیمات سرمایه گذاران دارد، می تواند روی هزینه و سرعت تعدیل نیز اثرگذار باشد. یکی از منابع مهم از این اطلاعات غیر مالی، گزارش مدیریت است؛ این نوع گزارش با توجه به اینکه توسط مدیران تهیه می گردد؛ لذا، تحت تأثیر زبان متنی و لحن بکار گرفته شده توسط مدیران است و انتظار می رود لحن گزارش های مدیریت بر تصمیمات تامین کنندگان منابع مالی، جهت مشارکت در سیاست های تامین مالی تأثیر گذار بوده و سرعت تعدیل اهرم را متأثر از خود کند. در واقع پیش بینی می شود؛ واحدهای تجاری که مدیران آن از لحن مثبت بیشتری در گزارش های خود استفاده می کنند بطور هدفمند در درک و انتقال اطلاعات دخالت کرده و سبب کاهش عدم تقارن اطلاعاتی، کاهش هزینه تعدیل و در نتیجه افزایش سرعت تعدیل اهرم شوند. نتایج حاکی از تأیید فرضیه پژوهش و ارتقای سرعت تعدیل اهرم در واحدهای تجاری است که از لحن مثبت بیشتری استفاده می کنند. نتایج این پژوهش با نتایج پژوهش های وانگ و همکاران (۲۰۲۱) و دانگ<sup>۱</sup> و همکاران (۲۰۱۲) همخوانی دارد.

یافته های پژوهش حاضر می تواند استفاده کنندگان را تشویق کند تا واحدهای تجاری را قانع سازند که به افشای اطلاعات غیر مالی مبادرت نمایند. همچنین به قانون گذاران پیشنهاد می شود با وضع و بهبود استانداردهای افشا، آزادی عمل مدیران در انتخاب لحن و شکل گزارش را محدود کرده تا از این طریق موجب افزایش درک استفاده کنندگان از اطلاعات ارائه شده و از هدف فرصت طلبانه مدیران جلوگیری شود. با توجه به اینکه کاربرد مدیران از استفاده واژگان مثبت، هم می تواند با انگیزه علامت دهی و هم با انگیزه فرصت طلبانه باشد؛ لذا، به سرمایه گذاران، اعتبار دهندگان، تحلیل گران و سایر استفاده کنندگان از اطلاعات مندرج در گزارش های مالی توصیه می گردد که با احتیاط بیشتری کلمات مثبت را تفسیر نمایند؛ و قبل از انجام تصمیم گیری های خود نسبت به هدف اطلاع رسانی لحن بکار رفته در اطلاعات کیفی، از طریق بررسی متغیرهای حسابداری مختلف، اطمینان حاصل کنند. همچنین علیرغم اینکه در پژوهش حاضر سعی شده که لحن بر اساس روش مجموعه لغات

تخصصی زبان فارسی اندازه گیری شود؛ ولی استفاده از این روش فارغ از زبان به کار گرفته شده، دارای محدودیت‌های است و ممکن است یک کلمه به تنهایی دارای بار معنایی مثبت یا منفی داشته باشد؛ اما زمانی که در جمله قرار می‌گیرد بار معنایی عکس آن داشته باشد؛ لذا، به پژوهشگران آتی پیشنهاد می‌گردد که برای اندازه لحن از روش‌هایی استفاده شود که آن را در سطح جمله یا عبارات ترکیبی، مورد بررسی قرار دهند. همچنین به پژوهشگران آتی پیشنهاد می‌گردد تأثیر خوانایی گزارش‌ها را بر میزان سرعت تعدیل اهرم سنجیده و نیز تأثیر لحن گزارش تفسیری مدیریت را بر سایر متغیرها مورد بررسی قرار دهند.

### تقدیر و تشکر

بدینوسیله از معاونت محترم پژوهشی دانشگاه بوعلی‌سینا به جهت حمایت مالی و معنوی در اجرای پژوهش حاضر تقدیر به عمل می‌آید.

### منابع

- احمدی، محمد علی؛ صالحی، اله کرم؛ نصیری، سعید و جرزاده، علیرضا (۱۴۰۱). بررسی تأثیر نا اطمینانی‌های متغیرهای کلان اقتصادی بر سرعت تعدیل اهرم هدف. *فصلنامه دانش سرمایه‌گذاری*، ۱۱(۴)، ۵۳۰-۵۰۱. [https://jik.srbiau.ac.ir/article\\_20375.html](https://jik.srbiau.ac.ir/article_20375.html)
- افلاطونی، عباس (۱۳۹۷). تحلیل آماری در پژوهش‌های مالی و حسابداری با نرم افزار Stata. ویراست دوم، تهران، انتشارات ترمه.
- افلاطونی، عباس (۱۳۹۷). تحلیل آماری در پژوهش‌های مالی و حسابداری با نرم افزار EViews. ویراست دوم، تهران، انتشارات ترمه.
- افلاطونی، عباس و نیکبخت، زهرا (۱۳۹۶). تأثیر کیفیت افشاء و کیفیت اقلام تعهدی بر سرعت تعدیل ساختار سرمایه. *دانش حسابداری مالی*، ۴(۴)، ۱۰۰-۸۵. [https://jfak.journals.ikiu.ac.ir/article\\_1311.html](https://jfak.journals.ikiu.ac.ir/article_1311.html)
- افلاطونی، عباس؛ تمجدی، نیما و شکوری‌نسب، حسین (۱۴۰۰). تأثیر اعتبار تجاری بر سرعت تعدیل اهرم. *مجله دانش حسابداری*، ۱۲(۳)، ۴۸-۲۹. [https://jak.uk.ac.ir/article\\_2912.html](https://jak.uk.ac.ir/article_2912.html)
- پله، مولود؛ ایزدی‌نیا، ناصر و امیری، هادی (۱۳۹۸). بررسی تأثیر لحن گزارش‌های فعالیت هیئت مدیره بر عملکرد آتی شرکت‌ها مبتنی بر دیدگاه علامت‌دهی و رفتار فرصت طلبانه مدیران. *حسابداری ارزشی و رفتاری*، ۴(۸)، ۳۱-۱. <https://aapc.khu.ac.ir/article-1-663-en.html>
- پور کریم، محمد؛ جبارزاده کنگرولویی، سعید؛ بحری ثالث، جمال و قلاوندی، حسن. (۱۳۹۸). تأثیر حاکمیت شرکتی بر لحن گزارشگری مالی. *حسابداری ارزشی و رفتاری*، ۴(۸)، ۶۲-۳۳. <http://aapc.khu.ac.ir/article-1-571-en.html>
- تورچی، محمود و لاری دشت بیاض، محمود (۱۴۰۰). بررسی رابطه بین لحن گزارش فعالیت هیئت مدیره و پیش بینی ورشکستگی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *پژوهش‌های تجربی حسابداری*، ۱۱(۲)، ۱۵۸-۱۳۷. [https://jera.alzahra.ac.ir/article\\_5567.html](https://jera.alzahra.ac.ir/article_5567.html)
- تورچی، محمود؛ لاری دشت بیاض، محمود و رازدار، محمد (۱۴۰۰). بررسی اثر لحن گزارش پیش‌بینی سود بر واکنش سرمایه‌گذاران و پیش‌بینی عملکرد. *دانش سرمایه‌گذاری*، ۱۰(۳۸)، ۳۸۸-۳۶۹. [https://jik.srbiau.ac.ir/article\\_17530.html](https://jik.srbiau.ac.ir/article_17530.html)
- تهرانی، رضا (۱۳۸۴). *مدیریت مالی*. چاپ پنجم، تهران، انتشارات نگاه دانش.
- تقفی، مهدی؛ فغانی، مهدی؛ نونهایل نهر، علی اکبر و بشیری منش، نازنین (۱۴۰۱). کیفیت گزارشگری مالی، مدیریت لحن گزارش‌های سالانه و حق‌الزحمه غیرعادی حسابرسی. *دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت*، ۱۱(۴۴)، ۱۷۵-۱۵۹. [https://www.jmaak.ir/article\\_18514.html](https://www.jmaak.ir/article_18514.html)
- دولو، مریم و سعادت آبادی، علی (۱۳۹۷). بازگشت اهرم به میانگین و عدم تقارن در سرعت تعدیل ساختار سرمایه. *پژوهش‌های حسابداری مالی*، ۱۰(۱)، ۵۵-۷۴. [https://far.ui.ac.ir/article\\_22839.html](https://far.ui.ac.ir/article_22839.html)
- رستمی، وهاب؛ مهرآور، مهدی و کارگر، حامد (۱۴۰۱). تأثیر مدیریت ریسک بر سرعت تعدیل اهرم مالی در مراحل چرخه عمر شرکت‌ها. *پیشرفت‌های حسابداری*، ۱۴(۱)، ۸۸-۵۹. [https://jaa.shirazu.ac.ir/article\\_6804.html](https://jaa.shirazu.ac.ir/article_6804.html)
- ژولانزاد، فاطمه؛ بخردی نسب، وحید و عرب صالحی، مهدی (۱۳۹۷). بررسی نقش رقابت و راهبری شرکتی بر سرعت تعدیل اهرم مالی در بازار سرمایه. *پژوهش‌های اقتصاد صنعتی*، ۲(۳)، ۱۰۶-۸۷. [https://indeco.journals.pnu.ac.ir/article\\_6540.html](https://indeco.journals.pnu.ac.ir/article_6540.html)



- شعری آناقیز، صابر؛ رحمانی، علی؛ بولو، قاسم و محسنی ملکی، بهرام (۱۳۹۴). انعطاف پذیری مالی و سرعت تعدیل ساختار سرمایه. *دانش حسابداری مالی*، ۲(۲)، ۷۳-۸۷. [https://jfak.journals.ikiu.ac.ir/article\\_1243.html](https://jfak.journals.ikiu.ac.ir/article_1243.html)
- شمس، شهاب‌الدین؛ یحیی‌زاده‌فر، محمود و عباس‌زاده، سکینه (۱۳۹۶). بررسی رابطه بین اهرم مالی و عدم تقارن اطلاعاتی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. *تحقیقات حسابداری و حسابرسی*، ۹(۳۴)، ۱۲۱-۱۰۴. [https://www.iaaar.com/article\\_98770.html](https://www.iaaar.com/article_98770.html)
- شهبازی، وحید؛ افلاطونی، عباس و زلفی، حسن (۱۴۰۱). تأثیر قابلیت اتکا و به‌هنگامی ارائه گزارش‌های مالی بر سرعت تعدیل نسبت اهرمی: رویکرد گشتاورهای تعمیم‌یافته. *پیشرفت‌های حسابداری*، ۱۴(۱)، ۱۸۹-۲۱۲. [https://jaa.shirazu.ac.ir/article\\_6761.html](https://jaa.shirazu.ac.ir/article_6761.html)
- عباس‌زاده، محمدرضا؛ لاری دشت بیاض، محمود و پوریوسف، اعظم (۱۴۰۱). مسئولیت پذیری اجتماعی شرکتی بیشتر، سرعت تعدیل اهرم کمتر: یک واقعیت؟ *راهبرد مدیریت مالی*، ۱۰(۴)، ۱۲۴-۱۰۳. [https://jfm.alzahra.ac.ir/article\\_6602.html](https://jfm.alzahra.ac.ir/article_6602.html)
- کاشانی‌پور، محمد؛ آقائی، محمد علی و محسنی نامقی، داود (۱۳۹۸). لحن افشای اطلاعات و عملکرد آتی. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۲۶(۴)، ۵۹۴-۵۷۰. [https://acctgrev.ut.ac.ir/article\\_75297.html](https://acctgrev.ut.ac.ir/article_75297.html)
- منصوری، کفسان؛ افلاطونی، عباس؛ زلفی، حسن و خزایی، مهدی (۱۴۰۱). بیش اطمینانی مدیران و سرعت تعدیل اهرم. *حسابداری مالی*، ۱۳(۵۱)، ۲۷-۱. <https://qfaj.mobarakeh.iau.ir/article-1-2565-en.html>
- میرعلی، مهدیه؛ غلامی مقدم، فائزه و حصارزاده، رضا (۱۳۹۷). بررسی رابطه لحن گزارشگری مالی با عملکرد آتی شرکت و بازده بازار. *دانش حسابداری مالی*، ۵(۳)، ۹۸-۸۱. [https://jfak.journals.ikiu.ac.ir/article\\_1513.html](https://jfak.journals.ikiu.ac.ir/article_1513.html)
- میرزائی، سعیده؛ عبدلی، محمدرضا و کوشکی جهرمی، علیرضا (۱۳۹۹). بررسی تأثیر لحن بدبینانه گزارشگری مالی متهورانه: حفاظت از حقوق سهامداران. *مطالعات تجربی حسابداری مالی*، ۱۶(۶۵)، ۳۲-۱. [https://qjma.atu.ac.ir/article\\_11090.html](https://qjma.atu.ac.ir/article_11090.html)

## References

- Abbaszadeh, M.R., Lari Dastebayaz, M., & Pouryousof, A. (2022). More corporate social responsibility, less leverage adjustment speed: a fact? *Financial Management Strategy*, 10(4), 103-124 [https://jfm.alzahra.ac.ir/article\\_6602.html](https://jfm.alzahra.ac.ir/article_6602.html) [In Persian]
- Aflatooni, A. (2018). *Econometrics in Accounting and Finance using EVIEWS*. 2<sup>nd</sup> edition, Tehran, Termeh Publications [In Persian].
- Aflatooni, A. (2018). *Econometrics in Accounting and Finance using Stata*. 2<sup>nd</sup> edition, Tehran, Termeh Publications [In Persian].
- Aflatooni, A., & Khazaei, M. (2020). Information asymmetry, leverage deviation, and leverage adjustment speed. *Asian Journal of Business and Accounting*, 13(1), 1-34 <https://doi.org/10.22452/ajba.vol13no1.1>.
- Aflatooni, A., & Mansouri, K. (2019). Opaque information, deviation from target leverage and speed of adjustment. *Advances in Mathematical Finance and Applications*, 4(2), 15-29 <https://sanad.iau.ir/journal/amfa/Article/665211?jid=665211>.
- Aflatooni, A., & Nikbakht, Z. (2018). Investigating the effect of disclosure quality and accruals quality on capital structure adjustment speed. *Financial Accounting Knowledge*, 4(4), 85-100 [https://jfak.journals.ikiu.ac.ir/article\\_1311.html](https://jfak.journals.ikiu.ac.ir/article_1311.html) [In Persian].
- Aflatooni, A., Ghaderi, K., & Mansouri, K. (2022). Sanctions against Iran, political connections and speed of adjustment. *Emerging Markets Review*, 51, 1-19 <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2022.100889>.
- Aflatooni, A., Khazaei, M., & Nikbakht, Z. (2021). Earnings manipulation and adjustment speed towards an optimal leverage. *Advances in Mathematical Finance and Applications*, 6(3), 567-588 <https://sanad.iau.ir/journal/amfa/Article/678872?jid=678872>.
- Aflatooni, A., Tamjidi, N., & Shakori Nasab, H. (2021). The effect of trade credit on leverage adjustment speed. *Journal of Accounting Knowledge*, 12(3), 29-48 [https://jak.uk.ac.ir/article\\_2912.html](https://jak.uk.ac.ir/article_2912.html) [In Persian].
- Ahmadi, M.A., Salehi, A.K., Naseri, S., & Jorjorzadeh, A. (2022). The effect of economic uncertainty on speed of adjustment to target leverage. *Journal of Investment Knowledge*, 11(4), 501-530 [https://jik.srbiau.ac.ir/article\\_20375.html](https://jik.srbiau.ac.ir/article_20375.html) [In Persian].
- Al-Tuwaijri, S.A., Christensen, T.E., & Hughes Ii, K.E. (2004). The relations among environmental disclosure, environmental performance, and economic performance: A simultaneous equations approach. *Accounting, Organizations and Society*, 29(5-6), 447-471 [https://doi.org/10.1016/S0361-3682\(03\)00032-1](https://doi.org/10.1016/S0361-3682(03)00032-1).

- An, Z., Chen, C., Li, D., & Yin, C. (2021). Foreign institutional ownership and the speed of leverage adjustment: International evidence. *Journal of Corporate Finance*, 68, 1-21 <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2021.101966>.
- 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>.
- Arellano, M., & Bond, S. (1991). Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations. *The Review of Economic Studies*, 58(2), 277-297. <https://doi.org/10.2307/2297968>.
- Bagnoli, M., Kross, W., & Watts, S.G. (2002). The information in management's expected earnings report date: A day late, a penny short. *Journal of Accounting Research*, 40(5), 1275-1296. <http://www.jstor.org/stable/3542252>.
- Barth, M.E., Konchitchki, Y., & Landsman, W.R. (2013). Cost of capital and earnings transparency. *Journal of Accounting and Economics*, 55(2-3), 206-224 <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2013.01.004>.
- Beattie, V., & Thomson, S.J. (2007). Lifting the lid on the use of content analysis to investigate intellectual capital disclosures. *In Accounting Forum*, 31(2), 129-163 <https://doi.org/10.1016/j.accfor.2007.02.001>.
- Black, J., Irtisam, R., & Jain, P.K. (2020). Textual Ambiguity in Financial Disclosures and Information Asymmetry among Investors. Available at SSRN: <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3755570>.
- Boudt, K., & Thewissen, J. (2019). Jockeying for position in CEO letters: Impression management and sentiment analytics. *Financial Management*, 48(1), 77-115 <https://doi.org/10.1111/fima.12219>.
- Bowen, R.M., Davis, A.K., & Matsumoto, D.A. (2005). Emphasis on pro forma versus GAAP earnings in quarterly press releases: Determinants, SEC intervention, and market reactions. *The Accounting Review*, 80(4), 1011-1038 <https://www.jstor.org/stable/4093115>.
- Boyle, M. (2020). Management discussion and analysis-MD&A. Corporate finance & accounting. Financial analysis. <https://www.investopedia.com/terms/m/mdanalysis.asp>. Update January 30, 2023.
- Brockett, A., & Rezaee, Z. (2012). Sustainability reporting's role in managing climate change risks and opportunities. Managing climate change business risks and consequences: *Leadership for Global Sustainability: Leadership for Global Sustainability*, 143-158 [https://link.springer.com/chapter/10.1057/9781137011435\\_7](https://link.springer.com/chapter/10.1057/9781137011435_7).
- Brown, S.V., & Tucker, J.W. (2011). Large-sample evidence on firms' year-over-year MD&A modifications. *Journal of Accounting Research*, 49(2), 309-346 <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2010.00396.x>.
- Brown, S., Hillegeist, S.A., & Lo, K. (2004). Conference calls and information asymmetry. *Journal of Accounting and Economics*, 37(3), 343-366. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2004.02.001>.
- Byoun, S. (2008). How and when do firms adjust their capital structures toward targets? *The Journal of Finance*, 63(6), 3069-3096. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2008.01421.x>.
- Cardinaels, E., Hollander, S., & White, B.J. (2019). Automatic summarization of earnings releases: attributes and effects on investors' judgments. *Review of Accounting Studies*, 24(3), 860-890 <https://doi.org/10.1007/s11142-019-9488-0>.
- Chang, Y.K., Chou, R.K., & Huang, T.H. (2014). Corporate governance and the dynamics of capital structure: New evidence. *Journal of Banking & Finance*, 48, 374-385 <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2014.04.026>.
- Cheyne, E. (2013). A theory of voluntary disclosure and cost of capital. *Review of Accounting Studies*, 18(4), 987-1020 <https://doi.org/10.1007/s11142-013-9223-1>.
- Cho, C.H., Roberts, R.W., & Patten, D.M. (2010). The language of US corporate environmental disclosure. *Accounting, Organizations and Society*, 35(4), 431-443 <https://doi.org/10.1016/j.aos.2009.10.002>.
- Clarkson, P.M., Kao, J.L., & Richardson, G.D. (1999). Evidence that management discussion and analysis (MD&A) is a part of a firm's overall disclosure package. *Contemporary Accounting Research*, 16(1), 111-134 <https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.1999.tb00576.x>.
- Cook, D.O., & Tang, T. (2010). Macroeconomic conditions and capital structure adjustment speed. *Journal of Corporate Finance*, 16(1), 73-87 <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2009.02.003>.
- Cooney Jr, J.W., & Kalay, A. (1993). Positive information from equity issue announcements. *Journal of Financial Economics*, 33(2), 149-172 [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(93\)90002-S](https://doi.org/10.1016/0304-405X(93)90002-S).
- Dang, V.A., Kim, M., & Shin, Y. (2012). Asymmetric capital structure adjustments: New evidence from dynamic panel threshold models. *Journal of Empirical Finance*, 19(4), 465-482 <https://doi.org/10.1016/j.jempfin.2012.04.004>.
- Davallou, M., & Saadat, A. (2018). Leverage mean-reversion and asymmetry of speed adjustment of capital structure. *Journal of Financial Accounting Research*, 10(1), 55-74 [https://far.ui.ac.ir/article\\_22839.html](https://far.ui.ac.ir/article_22839.html) [In Persian].

- Davis, A.K., & 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 <https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.2011.01125.x>.
- Dufour, D., Luu, P., & Teller, P. (2020). Accruals quality and leverage adjustments. *Journal of Applied Accounting Research*, 21(4), 799-817 <https://doi.org/10.1108/JAAR-06-2019-0102>.
- 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 <http://www.jstor.org/stable/26164618>.
- 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(4), 915-953 <https://doi.org/10.1007/s11142-009-9111-x>.
- Fitzgerald, J., & Ryan, J. (2019). The impact of firm characteristics on speed of adjustment to target leverage: a UK study. *Applied Economics*, 51(3), 315-327 <https://doi.org/10.1080/00036846.2018.1495822>.
- Flannery, M.J., & Rangan, K.P. (2006). Partial adjustment toward target capital structures. *Journal of Financial Economics*, 79(3), 469-506 <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2005.03.004>.
- Graham, J.R. (1996). Debt and the marginal tax rate. *Journal of Financial Economics*, 41(1), 41-73. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(95\)00857-B](https://doi.org/10.1016/0304-405X(95)00857-B).
- Graham, J.R., & Harvey, C.R. (2001). The theory and practice of corporate finance: Evidence from the field. *Journal of Financial Economics*, 60(2-3), 187-243 [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(01\)00044-7](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(01)00044-7).
- Guillamon-Saorin, E., Osma, B.G., & Jones, M.J. (2012). Opportunistic disclosure in press release headlines. *Accounting and Business Research*, 42(2), 143-168 <https://doi.org/10.1080/00014788.2012.632575>.
- He, W., & Kyaw, N.A. (2021). Macroeconomic risks and capital structure adjustment speed: The Chinese evidence. *International Journal of Finance & Economics*, 93(51), 1-15 <https://doi.org/10.1002/ijfe.2569>.
- Ho, L., Bai, M., Lu, Y., & Qin, Y. (2021). The effect of corporate sustainability performance on leverage adjustments. *The British Accounting Review*, 53(5), 100989 <https://doi.org/10.1016/j.bar.2021.100989>.
- Hovakimian, A., Hovakimian, G., & Tehranian, H. (2004). Determinants of target capital structure: The case of dual debt and equity issues. *Journal of Financial Economics*, 71(3), 517-540 [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(03\)00181-8](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(03)00181-8).
- Huang, R., & Ritter, J.R. (2009). Testing theories of capital structure and estimating the speed of adjustment. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 44(2), 237-271 <http://www.jstor.org/stable/40505924>.
- Huang, X., Krishnan, S., & Lin, P. (2018). Tone analysis and earnings management. *Journal of Accounting & Finance*, 18(8), 1-16 <https://doi.org/10.33423/jaf.v18i8.110>.
- Huang, X., Teoh, S.H., & Zhang, Y. (2014). Tone management. *The Accounting Review*, 89(3), 1083-1113 <http://www.jstor.org/stable/24468328>.
- Hussain, H.I., Kot, S., Thaker, H.M.T., & Turner, J.J. (2020). Environmental reporting and speed of adjustment to target leverage: Evidence from a dynamic regime switching model. *Organizacija*, 53(1), 21-35. <http://organizacija.fov.uni-mb.si/index.php/organizacija/article/view/1161>.
- Jolanezhad, F., BekhradiNasab, V., & ArabSalehi, M. (2018). The role of competition and corporate governance on the speed of adjustment of financial leverage in the capital market. *Industrial Economics Research*, 2(3), 87-106 [https://indeco.journals.pnu.ac.ir/article\\_6540.html](https://indeco.journals.pnu.ac.ir/article_6540.html) [In Persian].
- Kashanipoor, M., Aghaee, M.A., & Mohseni Namaghi, D. (2020). Information disclosure tone and future performance. *Accounting and Auditing Review*, 26(4), 570-594 [https://acctgrev.ut.ac.ir/article\\_75297.html](https://acctgrev.ut.ac.ir/article_75297.html) [In Persian].
- Kayed, S. (2020). Disclosure Tone, Financial Performance and Earnings Management: Evidences from UK Conference Calls, Ph.D Dissertation, University of Reading. <https://doi.org/10.48683/1926.00094953>.
- Kim, T.N., & Xie, Y. (2023). Off-balance sheet disclosure and leverage adjustment speed. *Finance Research Letters*, 51, 103346 <https://doi.org/10.1016/j.frl.2022.103346>.
- Leary, M.T., & Roberts, M.R. (2005). Do firms rebalance their capital structures? *The Journal of Finance*, 60(6), 2575-2619 <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2005.00811.x>.

- Li, S., Wang, G., & Luo, Y. (2022). Tone of language, financial disclosure, and earnings management: A textual analysis of form 20-F. *Financial Innovation*, 8(1), 1-24 <https://doi.org/10.1186/s40854-022-00346-5>.
- Lopatta, K., Gloger, M.A., & Jaeschke, R. (2017). Can language predict bankruptcy? The explanatory power of tone in 10-K filings. *Accounting Perspectives*, 16(4), 315-343 <https://doi.org/10.1111/1911-3838.12150>.
- 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>.
- Mansouri, K., Aflatooni, A., Zalaghi, H., & Khazaei, M. (2022). The overconfidence of managers and leverage adjustment speed. *Quarterly Financial Accounting*, 13(51), 1-27 <https://qfaj.mobarakeh.iau.ir/article-1-2565-en.html> [In Persian].
- Melloni, G., Stacchezzini, R., & Lai, A. (2016). The tone of business model disclosure: an impression management analysis of the integrated reports. *Journal of Management & Governance*, 20(2), 295-320 <https://doi.org/10.1007/s10997-015-9319-z>.
- Miller, M.H. (1977). Debt and taxes. *The Journal of Finance*, 32(2), 261-275. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1977.tb03267.x>.
- Mirali, M., Gholami Moghaddam, F., & Hesarzadeh, R. (2018). Investigation of the relationship between financial reporting tone with future corporate performance and market return. *Financial Accounting Knowledge*, 5(3), 81-98 [https://jfak.journals.ikiu.ac.ir/article\\_1513.html](https://jfak.journals.ikiu.ac.ir/article_1513.html) [In Persian].
- Mirzayee, S., Abdoli, M., & Koushki Jahromi, A. (2020). Financial reporting language bad on aggressive financial reporting investor protection. *Empirical Studies in Financial Accounting*, 17(65), 109-138 [https://qjma.atu.ac.ir/article\\_11090.html](https://qjma.atu.ac.ir/article_11090.html) [In Persian].
- Modigliani, F., & Miller, M.H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261-297 <https://www.jstor.org/stable/1809766>.
- Myers, S.C. (1984). Capital structure Puzzle. *Journal of Finance*, 39(3), 575-592 <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1984.tb03646.x>.
- 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 [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0).
- Nachman, D.C., & Noe, T.H. (1994). Optimal design of securities under asymmetric information. *The Review of Financial Studies*, 7(1), 1-44 <https://www.jstor.org/stable/2962284>.
- Noe, T.H. (1988). Capital structure and signaling game equilibria. *The Review of Financial Studies*, 1(4), 331-355 <https://www.jstor.org/stable/2962094>.
- Öztekin, Ö., & Flannery, M.J. (2012). Institutional determinants of capital structure adjustment speeds. *Journal of Financial Economics*, 103(1), 88-112. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2011.08.014>.
- Peleh, M., Izadinia, N., & Amiri, H. (2018). The effect of tone in board's activity reports on future performance based on signaling and opportunistic approach. *Journal of Value & Behavioral Accounting*, 4(8), 1-31 <https://aapc.khu.ac.ir/article-1-663-en.html> [In Persian].
- Pourkarim, M., Jabbarzadeh Kangarlouei, S., Bahri Sales, J., & Galavandi, H. (2020). The impact of corporate governance on tone of financial reporting. *Journal of Value and Behavioral Accounting*, 4(8), 33-62 <http://aapc.khu.ac.ir/article-1-571-en.html> [In Persian].
- Rajan, R.G., & Zingales, L. (1995). What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *The Journal of Finance*, 50(5), 1421-1460 <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1995.tb05184.x>.
- Riordan, R., Storckenmaier, A., Wagener, M., & Zhang, S.S. (2013). Public information arrival: Price discovery and liquidity in electronic limit order markets. *Journal of Banking & Finance*, 37(4), 1148-1159 <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2012.11.008>.
- Rostami, V., Mehravar, M., & Kargar, H. (2022). The effect of risk management on the speed of adjusting financial leverage in the life cycle stages of companies. *Journal of Accounting Advances*, 14(1), 59-88 [https://jaa.shirazu.ac.ir/article\\_6804.html](https://jaa.shirazu.ac.ir/article_6804.html) [In Persian].
- Saghafi, M., Faghani, M., Nonahal Nahr, A.A., & Bashiri Manesh, N. (2022). The financial reporting quality, managing the tone of annual reports and abnormal audit fee. *Journal of Management Accounting and Auditing Knowledge*, 11(44), 159-175 [https://www.jmaak.ir/article\\_18514.html](https://www.jmaak.ir/article_18514.html) [In Persian].

- Sedor, L.M. (2002). An explanation for unintentional optimism in analysts' earnings forecasts. *The Accounting Review*, 77(4), 731-753 <https://www.jstor.org/stable/3068869>.
- Shahbazi, V., Aafloatoni, A., & Zalaghi, H. (2022). The effect of reliability and timeliness of financial reporting on speed Leverage ratio adjustment: A generalized torque approach. *Journal of Accounting Advances*, 14(1), 189-212 [https://jaa.shirazu.ac.ir/article\\_6761.html](https://jaa.shirazu.ac.ir/article_6761.html) [In Persian].
- Shams, S., Yahyazadehfard, M., & Abbaszadeh, S. (2017). The study of relationship between financial leverage and information asymmetry in listed firms of Tehran stock exchange. *Accounting and Auditing Research*, 9(34), 104-121 [https://www.iaaaar.com/article\\_98770.html](https://www.iaaaar.com/article_98770.html) [In Persian].
- Sheri Anaqiz, S., Rahmani, A., Bolo, G., & Mohsen Maleki, B. (2015). Financial flexibility and the financial leverage adjustment speed of companies listed in Tehran Stock Exchange (TSE). *Financial Accounting Knowledge*, 2(2), 73-87 [https://jfak.journals.ikiu.ac.ir/article\\_1243.html](https://jfak.journals.ikiu.ac.ir/article_1243.html) [In Persian].
- Spence, A.M. (1973). Job market signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 227-252. <https://doi.org/10.2307/1882010>.
- Starliper, M. (2023). The impact of tone management on investor judgments: evidence from ICFR reports. *Accounting Research Journal*, 36(1), 77-91 <https://doi.org/10.1108/ARJ-06-2021-0179>.
- Stegovec, K., & Črnigoj, M. (2020). Optimal capital structure and leverage adjustment speed of European public and private firms. *Economic and Business Review*, 22(2), 261-288. <https://doi.org/10.15458/eb103>.
- Strebulaev, I.A. (2007). Do tests of capital structure theory mean what they say? *The Journal of Finance*, 62(4), 1747-1787 <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2007.01256.x>.
- Supra, B., Narender, V., Jadiyahappa, N., & Girish, G.P. (2016). Speed of adjustment of capital structure in emerging markets. *Theoretical Economics Letters*, 6(3), 1-5 <http://dx.doi.org/10.4236/tel.2016.63059>.
- Synn, C.J., & Williams, C.D. (2015). Financial reporting quality and optimal capital structure. In *8th CAPANA Annual Research Conference*, Retrieved from [www.capana.net/www/conference2015/SynnWilliams](http://www.capana.net/www/conference2015/SynnWilliams).
- Tehrani, r. (2005). *Financial management*. 5<sup>th</sup> edition, Tehran, Negah Danesh publishing [In Persian].
- Thai, A., & Burlacu, R. (2022). Adjustment speed toward target leverage throughout the Vietnamese corporate life cycle: Under-versus over-the-target firms. *Journal of Business Cycle Research*, 18(3), 315-341 <https://doi.org/10.1007/s41549-022-00069-7>.
- Titman, S., & Wessels, R. (1988). The determinants of capital structure choice. *The Journal of Finance*, 43(1), 1-19. <https://doi.org/10.2307/2328319>.
- Toorchi, M., & Lari Dashtebayaz, M. (2021). Tone of board activity report and bankruptcy prediction. *Journal of Empirical Research in Accounting*, 11(2), 137-158 [https://jera.alzahra.ac.ir/article\\_5567.html](https://jera.alzahra.ac.ir/article_5567.html) [In Persian].
- Toorchi, M., Lari Dashtebayaz, M., & Razdar, M.R. (2021). Investigate the effect of prediction profit reporting tone on investors' reactions and performance prediction. *Journal of Investment Knowledge*, 10(38), 369-388 [https://jik.srbiau.ac.ir/article\\_17530.html](https://jik.srbiau.ac.ir/article_17530.html) [In Persian].
- Tran, L.T.H., Tu, T.T.K., Nguyen, T.T.H., Nguyen, H.T.L., & Vo, X.V. (2023). Annual report narrative disclosures, information asymmetry and future firm performance: evidence from Vietnam. *International Journal of Emerging Markets*, 18(2), 351-375 <https://doi.org/10.1108/IJOEM-08-2020-0925>.
- Uysal, V.B. (2011). Deviation from the target capital structure and acquisition choices. *Journal of Financial Economics*, 102(3), 602-620 <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2010.11.007>.
- Verrecchia, R.E. (1983). Discretionary disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, 5, 179-194 [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(83\)90011-3](https://doi.org/10.1016/0165-4101(83)90011-3).
- Wang, J., Hu, Y., Liao, F., & Xu, S. (2023). Governance of non-state-owned shareholders and corporate capital structure decision: A mechanism test from the opportunistic behavior of management. *Plos One*, 18(1), e0281120 <https://doi.org/10.1371/journal.pone.0281120>.
- Wang, Q., Wu, D., & Yan, L. (2021). Effect of positive tone in MD&A disclosure on capital structure adjustment speed: evidence from China. *Accounting & Finance*, 61(4), 5809-5845 <https://doi.org/10.1111/acfi.12777>.
- Zhou, Q., Tan, K.J.K., Faff, R., & Zhu, Y. (2016). Deviation from target capital structure cost of equity and speed of adjustment. *Journal of Corporate Finance*, 39, 99-120 <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2016.06.002>.