



Securities & Exchange Organization, Research, Development & Islamic Studies (RDIS)  
Journal of Securities and Exchange, Fall 2025, V. 18, No.71, pp. 239-272

## Does the Management's Disclosure Tone Mislead Retail Investors?<sup>1</sup>

Azam Pouryousof<sup>2</sup>, Morteza Zakerian<sup>3</sup>, Mohsen Moodi<sup>4</sup>,  
Zahra Masoumi Bilondi<sup>5</sup>

Receive Date: 30 December 2024  
Accept Date: 03 May 2025

Revise Date: 13 April 2025  
Publish Date: 23 October 2025

Research Paper

### Highlights

- Managers' qualitative disclosures significantly influence shareholder perception management and investment decision-making.
- Abnormal managerial tone leads to abnormal trading volume by retail shareholders; however, it does not significantly affect the abnormal trading volume of major shareholders.
- Retail shareholders possess less expertise and fewer resources to process managerial narrative disclosures and are more likely to misinterpret the inconsistency of tone in these communications.
- Consequently, abnormal managerial disclosure tone facilitates a real wealth transfer from small trader to major shareholders.

### Abstract

In the present study, the effect of the unusual tone of managers' disclosure with the unusual transactions of small shareholders is investigated. The relationship between the unusual tone of managers' disclosure and the volume of unusual transactions of minor and major shareholders indicates the information asymmetry between minor and major shareholders. Research tests have been conducted on 162 companies admitted to the Iran Stock Exchange during the years 2014 to 2023, and a total of 1,585 annual reports were reviewed by removing outliers. For testing of models using the multiple regression method, taking into account the fixed effects of year and industry. The results showed that the abnormal tone of managers has a positive relationship with the volume of abnormal transactions of minor shareholders and has no significant relationship with the volume of abnormal transactions of major shareholders. From the findings of the research, it can be concluded that small shareholders do not have the ability to process the biased tone of the managers, and with the unusual tone of the managers, they make unfavorable transactions and are so called misled.

**Keywords:** Written Tone, Unusual Tone, Volume of Transactions, Net Unusual Purchase of Shares, Small Shareholders.

**JEL Classification:** M49, M41, N25, G14.

1. doi: 10.22034/JSE.2025.12512.2320

2. Assistant Professor, Department of Accounting, Payame Noor University, Tehran, Iran. (Corresponding Author). (pouryousof@pnu.ac.ir).

3. Department of Accounting, Birjand, Islamic Azad University, Birjand, Iran. (Khorasan-j@mefa.gov.ir).

4. Department of Economics, Esfahan, Islamic Azad University, Esfahan, Iran. (Moodi.m@mefa.gov.ir).

5. Assistant Professor, Department of Accounting, Payame Noor University, Tehran, Iran. (z.masoumi@pnu.ac.ir).



Copyright © 2025 The Authors. Published by Securities and Exchange Organization. This work is licensed under a Creative Commons Attribution-NonCommercial 4.0 International license (<https://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/>). Non-commercial uses of the work are permitted, provided the original work is properly cited.

**Cite This Article:** Pouryousof, Azam; Zakerian, Morteza; Moodi, Mohsen; Masoumi Bilondi, Zahra. (2025). Does the Management's Disclosure Tone Mislead Retail Investors? *Journal of Securities Exchange*, 18 (71), 239-272. <http://10.22034/JSE.2025.12512.2320>.

## Introduction

In the present study, the effect of the unusual tone of managers' disclosure with the unusual transactions of small shareholders is investigated. Investigating the reaction of small shareholders to the disclosure tone of companies is important and necessary because it helps us to understand the different effect of managers' disclosure tone on the trading behavior of small and major shareholders and as a result their wealth and redistribution of wealth in the society. The relationship between the unusual tone of managers' disclosure and the volume of unusual transactions of minor and major shareholders indicates the information asymmetry between minor and major shareholders. This investigation provides evidence that if the tone of managers' disclosures contradicts the company's performance and situation—or in other words, is abnormally positive—retail investors may fail to perceive the biased nature of the reports and, by misprocessing these reports, may engage in unfavorable transactions, leading to a decrease in their wealth. This finding could have important implications for managerial communication, retail investor trading, and market regulators and supervisors. Stock exchanges might not take the bias in corporate disclosures seriously (either intentionally or unintentionally) under the pretext of its voluntary nature. However, a biased tone in managers' disclosures might be interpreted by retail investors in a way that leads them to decide to buy shares. The increase in net buying leads to price increases; but ultimately, with subsequent price declines, retail investors incur losses and may exit the market.

## Methods & Materials

Research tests have been conducted on 162 companies admitted to the Iran Stock Exchange during the years 2014 to 2023, and a total of 1,585 annual reports were reviewed by removing outliers. The manager's disclosure tone was measured from the annual reports of the Board of Directors' activities to the General Assembly of Shareholders. The managers' disclosure tone was measured using MaxQDA software version 11. This software was used to calculate the count and percentage of positive and negative words in the reports. Other data were collected through document mining from the Codal website. After calculating the managers' tone, and following Hung et al. (2014), to identify the abnormal tone, the disclosure tone was regressed against a set of variables covering the company's risk and expected return. The model's residual was considered the abnormal tone. To measure the abnormal trading volume, an event window was first defined. Specifically, the day of the annual reports' release, the day before, and the day after (-1, 0, +1) were considered the event window. The abnormal net purchase volume by shareholders was then calculated. First, during the 3-day event window, stock sales were subtracted from stock purchases to arrive at the net stock purchase. The average net purchase over the three event days was then calculated. Using the same method, the average net purchase over the 30 trading days prior to the report release (-2 to -31) was calculated. Finally, the abnormal net purchase volume was calculated by subtracting the average net purchase over the past 30 trading days from the average net

purchase over the 3-day event window. For testing of models using the multiple regression method, taking into account the fixed effects of year and industry.

### **Finding**

The results showed that the abnormal tone of managers has a positive relationship with the volume of abnormal transactions of minor shareholders and has no significant relationship with the volume of abnormal transactions of major shareholders. These findings show that the difference in the processing of minor and major shareholders increases in the tone of overly positive disclosure. The findings are consistent with the expectation that pessimistic language is inherently more authoritative and thus leads to a more homogeneous interpretation by stakeholders. It can be concluded that small (real) shareholders have less expertise and possibility in processing the manager's written disclosures and may misinterpret the managers' biased tone in the disclosure, and hence the unusual tone of the manager's disclosure leads to the transfer of real wealth from the small shareholders. (real) to major (legal) shareholders.

### **Conclusion**

The findings indicate that the difference in processing by retail and major shareholders increases when faced with an overly positive disclosure tone. The findings are consistent with the expectation that pessimistic language is inherently more credible and thus leads to a more homogeneous interpretation by shareholders. It can be concluded that retail (individual) shareholders have less expertise and capacity to process the manager's written disclosures and may misinterpret the managers' biased tone in the disclosure. Consequently, the manager's abnormal disclosure tone leads to a transfer of real wealth from retail (individual) shareholders to major (institutional) shareholders. Considering the research findings and other theoretical and empirical evidence discussed in the present article, it can be expected that it is easier and less risky for companies to hide poor performance by embellishing non-financial information rather than manipulating financial information. Therefore, managers might use a biased tone in their explanatory reports, to the extent that their disclosure tone becomes inconsistent with the company's actual performance and current situation. This inconsistency or contradiction in managers' disclosure tone can have detrimental consequences for the capital market. According to the findings of the present study, the abnormal tone of managers' disclosures leads to information asymmetry between retail and major shareholders. This information asymmetry results in abnormal returns, price volatility, mispricing, a decrease in the information content, reduced stock market efficiency, and ultimately, a loss of shareholder trust in the capital market. From the findings of the research, it can be concluded that small shareholders do not have the ability to process the biased tone of the managers, and with the unusual tone of the managers, they make unfavorable transactions and are so called misled. The results of this research can contribute to knowledge and provide academic value in the following ways: First, it develops behavioral finance literature. By

examining how managers' tone influences investor decisions, this study enhances the understanding of the impact of psychology and non-verbal cues (such as speech tone) on investor decision-making. It also supports the expansion of research in the fields of behavioral economics and microfinance, focusing on the link between the sentiments conveyed by managers and market reactions. Second, it identifies market impact mechanisms. The analysis investigates whether managers' abnormal tone (e.g., conveying anxiety, overconfidence, or ambiguity) triggers emotional responses among retail shareholders. It further studies the effect of this phenomenon on abnormal trading volume and price volatility. Third, it enhances market prediction models. It facilitates the use of Natural Language Processing (NLP) and Artificial Intelligence (AI) to analyze managers' tone and predict the behavior of retail investors. This contribution can also aid models designed to predict financial fraud or information distortion by companies. Based on the results of the research and considering that the stock exchanges may not take the bias of the companies' disclosures seriously (either intentionally or unintentionally) under the pretext of its voluntary nature; Examining, revising and improving non-quantitative information disclosure standards in financial reporting will significantly contribute to the stability and reduction of stock market fluctuations and increase the shareholder protection index.

#### **Author Contributions**

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

#### **Data Availability Statement**

Data available on request from the authors.

#### **Acknowledgements**

The authors would like to thank all participants in the present study.

#### **Ethical Considerations**

The authors avoided data fabrication, falsification, plagiarism and misconduct.

#### **Funding**

This research didn't 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.



سازمان بورس و اوراق بهادار، مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی

فصلنامه بورس اوراق بهادار، سال هجدهم، شماره ۷۱، پاییز ۱۴۰۴، صص ۲۷۲-۲۳۹

## آیا لحن افشای مدیران، سرمایه گذاران خرد را گمراه می کند؟<sup>۱</sup>

اعظم پوریوسف<sup>۲</sup>، مرتضی ذاکریان<sup>۳</sup>، محسن مودی<sup>۴</sup>، زهرا معصومی بیلندی<sup>۵</sup>

تاریخ دریافت: ۱۴۰۳/۱۰/۰۹ تاریخ بازنگری: ۱۴۰۴/۰۱/۲۴

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۴/۰۲/۱۳ تاریخ انتشار: ۱۴۰۴/۰۸/۰۱

مقاله پژوهشی

### نکات برجسته

- افشای کیفی اطلاعات توسط مدیران به طور چشمگیری بر مدیریت ادراک سهامداران و تصمیمات سرمایه گذاری آن‌ها تأثیر می گذارد.
- لحن غیرعادی مدیران ممکن است، حجم معاملات غیرعادی سهامداران خرد را افزایش دهد، با این حال، انتظار می رود تأثیر چشمگیری بر حجم معاملات غیرعادی سهامداران عمده نداشته باشد.
- سهامداران خرد تخصص و منابع کمتری برای پردازش افشای روایی و کیفی شرکتها دارند و احتمال بیشتری دارد که لحن مغرضانه مدیران را اشتباه تفسیر کنند.
- در نتیجه، لحن غیرعادی در افشای مدیران، انتقال ثروت از سهامداران خرد به سهامداران عمده را تسهیل می کند.

### چکیده

در پژوهش حاضر تأثیر لحن غیرعادی افشای مدیران با معاملات غیرعادی سهامداران خرد بررسی می شود. رابطه لحن غیرعادی افشای مدیران با حجم معاملات غیرعادی سهامداران خرد و سهامداران عمده، نشان دهنده عدم تقارن اطلاعاتی بین سهامداران خرد و عمده است. آزمون‌های پژوهش بر روی ۱۶۲ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار ایران، در سال‌های ۱۳۹۳ تا ۱۴۰۲ انجام گرفته است که با توجه به حذف داده‌های پرت در مجموع ۱۵۸۵ گزارش سالانه بررسی شد. فرضیه‌ها با استفاده از روش رگرسیون چندگانه با در نظر گرفتن اثرات ثابت سال و صنعت، آزمون شدند. برآورد مدل‌های پژوهش نشان داد که لحن غیرعادی مدیران با حجم معاملات غیرعادی سهامداران خرد ارتباط مثبت دارد و با حجم معاملات غیرعادی سهامداران عمده ارتباط معنی داری ندارد. از یافته‌های پژوهش می توان نتیجه گرفت که سهامداران خرد توانایی پردازش لحن مغرضانه مدیران را ندارند و با لحن غیرعادی مدیران، معاملات نامطلوبی انجام می دهند و اصطلاحاً گمراه می شوند.

**واژه‌های کلیدی:** لحن نوشتاری، لحن غیرعادی، حجم معاملات، خالص خرید غیرعادی سهام، سهامداران خرد. طبقه‌بندی موضوعی: M49، M41، N25، G14.

10.22034/JSE.2025.12512.2320 .doi

۱. استادیار، گروه حسابداری، دانشگاه پیام نور، تهران، ایران. (نویسنده مسئول). (Pouryousof@pnu.ac.ir).
۲. گروه حسابداری، واحد بیرجند، دانشگاه آزاد اسلامی، بیرجند، ایران. (Khorasan-j@mefa.gov.ir).
۳. گروه اقتصاد، واحد اصفهان، دانشگاه آزاد اسلامی، اصفهان، ایران. (Moody.m@mefa.gov.ir).
۴. استادیار، گروه حسابداری، دانشگاه پیام نور، تهران، ایران. (z.masoumi@pnu.ac.ir).

حق انتشار این مستند، متعلق به نویسندگان آن است. © ۱۴۰۴. نشر این مقاله، سازمان بورس و اوراق بهادار است. این مقاله تحت گواهی زیر منتشر شده و هر نوع استفاده غیرتجاری از آن مشروط بر استناد صحیح به مقاله و با رعایت شرایط مندرج در آدرس زیر مجاز است.



Creative Commons Attribution-NonCommercial 4.0 International license  
(https://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/)

**استناد:** پوریوسف، اعظم؛ ذاکریان، مرتضی؛ مودی، محسن؛ معصومی بیلندی، زهرا. (۱۴۰۴). آیا لحن افشای مدیران، سرمایه‌گذاران خرد را گمراه می‌کند؟ *فصلنامه بورس اوراق بهادار*، ۱۸ (۷۱)، ۲۳۹-۲۷۲. https://10.22034/JSE.2025.12512.2320

## مقدمه

امروزه توسعه بازار سرمایه و پیچیده‌تر شدن بازارهای مالی، انتظارات از حسابداری را افزایش داده و استفاده‌کنندگان افزون بر اطلاعات کمی، بر ارائه اطلاعات کیفی نیز تاکید دارند. مدیران در ارائه گزارش‌های کیفی، اختیاراتی در رابطه با چگونگی افشاء محتوای اطلاعات و حتی در شیوه نوشتار مطالب و لحن گزارش‌ها دارند. این بدان معنی است که شیوه نوشتار و لحن گزارش‌های مالی و لحن زبانی و نوشتاری مدیران در مجامع شرکت و سایر جلسات مشترک با سهامداران می‌تواند بر چگونگی برداشت استفاده‌کنندگان از اطلاعات موثر باشد. هانگ، تی و ژانگ<sup>۱</sup> (۲۰۱۴)، مدیریت نوشتار را این گونه تعریف کرده است: انتخاب سطح لحن نوشتار در متون کیفی به گونه‌ای که با اطلاعات کمی همزمان، منطبق نباشد.

مطالعاتی نظیر هانگ و همکاران (۲۰۱۴)، دیویس، ویلی، دان و ژانگ<sup>۲</sup> (۲۰۱۵)، ارسلان-آیادین، بوت و تیویسین<sup>۳</sup> (۲۰۱۶)، لو و ژو<sup>۴</sup> (۲۰۱۷) و کیتیکالواتتا<sup>۵</sup> (۲۰۱۹) نشان می‌دهند که اطلاعات کمی به صورت جداگانه تصویری ناقص از عملکرد اقتصادی شرکت ارائه می‌دهد. افشای مدیران در گزارش‌های کیفی و نوشتاری (خارج از متن صورت‌های مالی)، از جمله متن اعلامیه سود، اطلاعیه‌های مطبوعاتی، فراخوان‌های کنفرانسی، بخش‌های بحث و تجزیه و تحلیل مدیریت، نامه به سهامداران و غیره، نقش مهمی در کمک به ذینفعان برای پردازش اطلاعات کمی ارائه شده در گزارش مالی دارد. بررسی‌های متعددی در خصوص خوانایی، لحن، صراحت و ساخت گزارش‌های کیفی شرکت و تاثیر آن بر تصمیمات بازار سرمایه انجام شده است که در ادامه بیشتر به آن پرداخته می‌شود.

پژوهش‌های بسیاری در حوزه تاثیر اطلاعات حسابداری و تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران و سایر استفاده‌کنندگان از اطلاعات و نقش آن‌ها در ایفای مسئولیت حسابداری مدیران انجام شده است. هرچند که نتایج پژوهش‌ها با متفاوت از یکدیگر بوده‌اند و گاهی با یکدیگر تناقض داشته‌اند اما نمی‌توان تاثیر آن‌ها را نادیده گرفت، نکته مهم آن است که اطلاعات حسابداری از نظر محتوا و شکل می‌تواند بر تصمیمات استفاده‌کنندگان اطلاعات اثر بگذارد. اعتمادی، ادیبی

1. Huang, Teoh, Zhang
2. Davis, Weili, Dawn and Zhang
3. Arslan-Ayaydin, Boudt & Thewissen
4. Luo and Zhou
5. Kiattikulwattana

و سپاسی (۱۴۰۳) نشان دادند که محیط سرمایه‌گذاری بر فرایند قضاوت و سرمایه‌گذاران تأثیرگذار است و پردازش تحلیلی سرمایه‌گذار بر قضاوت وی از اطلاعات حسابداری شرکت و شرایط بازار تأثیر معنادار دارد، همچنین تصمیم سرمایه‌گذار نیز تحت تأثیر قضاوت، ریسک‌پذیری و برداشت وی از محیط سرمایه‌گذاری است. مطالعه جبارزاده کنگرلویی، رادی، بحری ثالث و آشتاب (۱۴۰۲) نیز نشان‌دهنده اثربخشی افشاهای غیرمالی در گزارش‌گری مالی است. داویس، پیگر و سیدر<sup>۱</sup> (۲۰۰۸) بیان می‌دارند، در پژوهش‌های اخیر حسابداری به ارزیابی تأثیر اطلاعات کیفی یا غیرعددی بر استفاده‌کنندگان اطلاعات پرداخته می‌شود. بدین معنی که این پژوهش‌ها به تأثیر یادداشت‌های توضیحی ارائه شده در متن گزارش‌های سالانه مدیران و حتی شفاهی ارائه شده در کنفرانس‌های اطلاع‌رسانی و خبری بر مدیریت ادارک استفاده‌کنندگان می‌پردازد.

پژوهش‌های انجام شده بیانگر تأثیرگذاری بالا و معنادار افشاهای کیفی مدیران در مدیریت ادارک استفاده‌کنندگان و اتخاذ تصمیم‌های سرمایه‌گذاری است. پژوهش‌های متعددی معطوف به اطلاعات کیفی ارائه شده توسط شرکت‌ها بوده است، از آن جمله می‌توان به مقاله‌های خبری رسانه‌ای توسط هالس، زی و ونکاتارامن<sup>۲</sup> (۲۰۱۱)، بحث و تحلیل‌های مدیریتی توسط اینبلگ<sup>۳</sup> (۲۰۰۸)، نامه به سهامداران، گفت‌وگوهای کنفرانسی توسط فلدمن<sup>۴</sup> (۲۰۰۸) و یادداشت‌های توضیحی مدیران توسط ریلی<sup>۵</sup> (۲۰۱۱) اشاره کرد. این طیف از پژوهش‌ها در ابتدا بر تأثیرگذاری اطلاعات کیفی بر رفتارهای قضاوتی سهامداران و سایر استفاده‌کنندگان پرداخته و سپس به بررسی و ارزیابی سایر جنبه‌های آن‌ها از قبیل روش‌ها، رویکردهای زبان‌شناختی و شیوه استفاده از آن‌ها در اینگونه اطلاعات پرداخته است. این بدنه جدید از پژوهش‌های حسابداری، در واقع نوعی دیگر از توجه به حسابداری به عنوان یک زبان با تأکید بر اطلاعات غیرعددی و توضیحی آن است.

منظور از لحن افشای مدیران، خوشبینانه یا بدبینانه بودن آن است. لحن عادی، بخشی از لحن افشای مدیران است که با اخبار و مبانی ارزیابی فعلی شرکت، قابل تبیین و توضیح است و لحن

1. Davis, Piger, Sedor
2. Hales, Xi (Jason) & Venkataraman
3. Engelberg
4. Feldman, Govindaraj, Livnat & Segal
5. Riley

غیرعادی یا «لحن باقیمانده»<sup>۱</sup> نیز بخشی از لحن افشای مدیران است که با اخبار و مبانی ارزیابی فعلی شرکت، قابل تبیین و توضیح نیست (لیو و نگیان<sup>۲</sup>، ۲۰۲۰).

مطالعه لاو و میلز<sup>۳</sup> (۲۰۱۵) نشان می‌دهد انسان از دیدگاه روان‌شناختی تمایل دارد اطلاعات منفی را دقیق‌تر مورد پردازش قرار دهد. از این رو ممکن است مدیران در گزارش‌های توضیحی خود از لحن بیش از حد خوش بینانه یا بدبینانه استفاده کنند تا حدی که لحن افشای آن‌ها با عملکرد و وضعیت فعلی شرکت ناسازگاری داشته باشد. این ناسازگاری یا لحن غیرعادی افشای مدیران، پیامدهای مخربی بر بازار سرمایه دارد که می‌توان به عدم تقارن اطلاعاتی اشاره کرد. بررسی واکنش سهامداران خرد و عمده به لحن افشای شرکت‌ها از آنجا اهمیت و ضرورت دارد که به درک ما از تأثیر متفاوت لحن افشای شرکت در گزارش هیئت مدیره بر رفتار معاملاتی سهامداران خرد و عمده و در نتیجه ثروت آن‌ها و به طور کلی توزیع دوباره ثروت در جامعه کمک می‌کند. همانطور که کمیسیون ارز و اوراق بهادار آمریکا یک ماموریت سه بخشی را برای کمیسیون در نظر گرفته است که شامل حمایت از سهامداران، اطمینان از بازارهای عادلانه و کارآمد و تسهیل تشکیل سرمایه است. هر بخش از ماموریت کمیسیون ارز و اوراق بهادار آمریکا به نخستین بخش - حمایت از سهامداران - باز می‌گردد و سهامدار خرد باید همواره مورد توجه باشد زیرا هرگونه عدم حمایت از سهامدار خرد به این معنا است که این کمیسیون، رسالت خود را انجام نداده است. آمارهای اخیر بیانگر آن است که ۳۸ درصد از سهام ایالات متحده در اختیار سهامداران خرد است.<sup>۴</sup> در ایران نیز طی سال‌های اخیر، به گزارش سایت‌های خبری داخلی، سهم سهامداران خرد در معاملات بازار سرمایه از ۳۰ درصد به ۶۰ درصد رسیده است. با توجه به اهمیت سهامداران خرد در عملکرد بازار سرمایه، در این پژوهش در صدد بررسی این موضوع است که اختلاف سهامداران در درک لحن افشای کیفی مدیران، ممکن است به تصمیمات سرمایه‌گذاری متفاوتی منتهی شده و تأثیر منفی بر ثروت سهامداران خرد داشته باشد. این بررسی شواهدی را ارائه می‌کند که اگر لحن افشای مدیران، با عملکرد و وضعیت شرکت تناقض داشته باشد یا به بیانی دیگر، به صورت غیرعادی مثبت باشد، ممکن است سهامداران خرد، مغرضانه بودن گزارش‌ها را

- 
1. Residual Tone
  2. Liu & Nguyen
  3. Law & Mills
  4. MoneyShow

درک نکرده و با سوء پردازش این گزارش‌ها، معاملات نامناسبی انجام داده و ثروت آنها کاهش یابد. این نتیجه می‌تواند پیامدهای مهمی در ارتباطات مدیریتی، معاملات سهامداران خرد و تنظیم کنندگان و ناظران بازار داشته باشد. بورس‌های اوراق بهادار ممکن است مغرضانه بودن افشاهای شرکت‌ها را (چه از روی عمد یا غیر عمد) به بهانه داوطلبانه بودن آن، جدی در نظر نگیرند. این در حالی است که ممکن است لحن مغرضانه افشای مدیران توسط سهامداران خرد، به شیوه‌ای تفسیر می‌شود که تصمیم به خرید سهام بگیرند. افزایش خرید خالص، افزایش قیمت‌ها را به دنبال دارد ولی در نهایت با کاهش‌های بعدی قیمت، سهامداران خرد متضرر شده و ممکن است بازار را ترک کنند.

نوآوری پژوهش حاضر را می‌توان در موارد زیر برشمرد: در این پژوهش تاثیر لحن غیرعادی افشای مدیران بر حجم معاملات سهامداران خرد و عمده بررسی شده است و شواهدی در خصوص شیوه تاثیرگذاری تناقض لحن افشای مدیران بر تصمیمات سهامداران در ایران ارائه می‌دهد. همچنین نتایج این پژوهش به ادبیات مربوط به رفتار معاملاتی سهامداران خرد می‌افزاید و شواهدی در خصوص تفاوت تاثیر لحن غیرعادی افشای مدیران بر درک و تصمیمات سهامداران خرد و عمده در اقتصادهای حال توسعه ارائه می‌دهد. بگینسکی، دیمرز و کاسر<sup>۱</sup> (۲۰۱۸) و باتاچاریا، بلک، چریستنسن<sup>۲</sup> (۲۰۰۷)، باتالیو و مندنهال<sup>۳</sup> (۲۰۰۵) و باربر، لی، لئو و همکاران<sup>۴</sup> (۲۰۰۹)، تصمیمات سرمایه‌گذاری ضعیف توسط سهامداران خرد را مستند کرده‌اند. در مطالعه باربر و همکاران (۲۰۰۹) افشای اطلاعات یا انتشار رویدادی که معاملات سهامداران مبتنی بر آن باشد، وجود ندارد. باتاچاریا و همکاران (۲۰۰۷) نشان می‌دهند معاملات سهامداران خرد با گزارش‌های پیش‌بینی سود خوشبینانه‌تری همراه است. با این حال، آنها میزان خوش‌بینی بیش از حد لحن افشا و تناقض آن با عملکرد جاری را بررسی نکردند. باتالیو و مندنهال (۲۰۰۵) نشان می‌دهند سهامداران خرد، پیامدهای تغییرات فعلی سود را برای تغییرات سود آینده دست کم می‌گیرند. با این حال، در این پژوهش گزارش توضیحی یا زبان «نرم» را به جای اخبار سود یا زبان «سخت» در نظر گرفته و چگونگی واکنش سهامداران خرد نسبت به بخش مغرضانه لحن افشای مدیران را بررسی می‌شود.

- 
1. Baginski, DemersKausar, Yu
  2. Bhattacharya, Black, Christensen & Mergenthaler
  3. Battalio & Mendenhall
  4. Barber, Lee, Liu, Barber, Odean & Zhu

### مبانی نظری و توسعه فرضیه‌ها

- مبانی نظری و شواهد تجربی نشان می‌دهند که لحن غیرعادی مدیران می‌تواند به‌ویژه برای سهامداران خرد گمراه‌کننده باشد. این پدیده ریشه در عدم تقارن اطلاعاتی، محدودیت‌های پردازشی و سوگیری‌های رفتاری دارد که در ادامه ارائه شده است.
- نظریه عدم تقارن اطلاعاتی و پردازش نادرست اطلاعات: سهامداران خرد همواره به دلیل کمبود تخصص مالی و منابع تحلیلی، توانایی کمتری در پردازش اطلاعات کیفی مانند لحن گزارش‌های مدیریت دارند. مطالعات نشان می‌دهند که این گروه از سرمایه‌گذاران به جای تحلیل عمیق، به «سیگنال‌های ساده‌شده» مانند لحن خوشبینانه یا بدبینانه مدیران تکیه می‌کنند. این موضوع باعث می‌شود در روبرویی با لحن غیرعادی گمراه شوند و تصمیمات نامناسبی بگیرند (پوریوسف و همکاران، ۲۰۲۲).
  - تئوری هزینه نمایندگی و مدیریت ادراک: مدیران ممکن است با استفاده از لحن غیرعادی در گزارش‌ها، به دنبال مدیریت ادراک سهامداران باشند تا با دستکاری اطلاعات کیفی، برداشت سهامداران از عملکرد شرکت را تغییر دهند و سهامداران خرد به دلیل عدم دسترسی به اطلاعات داخلی یا توانایی تحلیل محدود، بیشتر در معرض این دستکاری قرار می‌گیرند (پورکریم و همکاران، ۱۳۹۸).
  - تئوری قابلیت خوانش و پیچیدگی اطلاعات: سرمایه‌گذاران خرد همواره در پردازش اطلاعات پیچیده و مبهم مشکل دارند. وقتی مدیران از لحن غیرعادی همراه با گزارش‌های مالی پیچیده استفاده می‌کنند، سهامداران خرد ممکن است نتوانند بین اطلاعات واقعی و گمراه‌کننده تمایز قائل شوند (چای و همکاران، ۲۰۲۴).
  - تئوری رفتار سرمایه‌گذاران و سوگیری‌های شناختی: سهامداران خرد همواره تحت تأثیر سوگیری‌های رفتاری، مانند اعتماد بیش از حد به اخبار مثبت یا تمایل به پیروی از رفتار جمعی قرار می‌گیرند. وقتی مدیران از لحن خوشبینانه غیرواقعی استفاده می‌کنند، این سوگیری‌ها تشدید می‌شود و منجر به تصمیمات نامعقول می‌شود (رجائی سنوکش، ۱۴۰۱).
  - نقش محیط اطلاعاتی و نظارتی: در محیط‌هایی که نظارت ضعیف‌تر است (مانند برخی بازارهای در حال توسعه)، مدیران انگیزه بیشتری برای استفاده از لحن غیرعادی دارند.

از آنجا که سهامداران خرد کمتر به مکانیزم‌های نظارتی دسترسی دارند، احتمال گمراه شدن آن‌ها افزایش می‌یابد (چای و همکاران، ۲۰۲۴).

### پیامدهای لحن غیرعادی مدیران

از آنجایی که مقررات اندکی در مورد قالب یا محتوای افشاهای کیفی مدیران وجود دارد، مدیران انعطاف‌پذیری چشمگیری در تهیه آنها دارند. هنگام بررسی عملکرد مالی، با بررسی افشاهای مدیران می‌توان به نکات جدیدی دست یافت. هر چند راهکار رایج در کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سهامداران، افشای اطلاعات غیرمالی در گزارش‌های سالانه است. اما پژوهش‌هایی مانند هانگ و همکاران (۲۰۱۴)، وو، یائو و جیو<sup>۱</sup> (۲۰۲۱) نشان می‌دهد که لحن در گزارش‌های کیفی و غیرمالی تمایل به جانبداری دارد. مطالعاتی نیز تاثیر قوانین نظارتی بورس بر مدیریت لحن بررسی کردند که نتایج جالبی حاصل شده است. هو، هانگ، کی و شن<sup>۲</sup> (۲۰۲۴) تأثیر نامه‌های نظارتی بورس بر مدیریت لحن بخش «بحث و تحلیل مدیریت» بررسی کردند. یافته‌ها نشان‌دهنده کاهش لحن غیرعادی مثبت در شرکت‌هایی که نامه‌های نظارتی بورس را دریافت کردند، است. همچنین این نامه‌ها باعث شده‌اند که لحن غیرعادی مثبت در MD&A اطلاعات بیشتری درباره سودآوری حسابداری آینده ارائه دهد. تحلیل‌های بیشتر نشان می‌دهد که تأثیر نامه‌های نظارتی بورس بر مدیریت لحن در مواردی قوی‌تر است که نامه‌ها درخواست‌های سخت‌گیرانه‌تری داشته باشند یا شرکت‌ها با نگرانی‌های بیشتری درباره افشای اطلاعات محرمانه روبه‌رو باشند یا توجه رسانه‌ای بیشتری را جلب کرده باشند. این یافته‌ها با این دیدگاه همخوانی دارند که نامه‌های نظارتی بورس می‌توانند مدیریت غیراطلاع‌رسان لحن را محدود کرده و به بهبود کیفیت گزارشگری مالی منجر شوند. مطالعاتی از این دست نشان‌دهنده عدم تقارن اطلاعاتی و مدیریت لحن در راستای انگیزه‌های شخصی یا سازمانی مدیران است.

بر اساس نظریه نمایندگی، مدیران انگیزه دارند تا از طریق گزارش‌گری مالی، منافع شخصی را به حداکثر برسانند و در نتیجه ممکن است سهامداران را گمراه کنند. رائو<sup>۳</sup> (۲۰۲۴) به مدیریت لحن به عنوان یک تقلب مالی می‌کند. وی اشاره می‌کند با توسعه سریع اقتصاد بازار، افزایش

1. Wu, Yao and Guo  
2. Huo, Huang, Ke & Shen  
3. Rao

شفافیت اطلاعات مالی و تقویت نظارت‌های بازار، تقلبات مالی به شکلی فزاینده پنهان‌تر و پیچیده‌تر شده‌اند. این پدیده نه تنها به حقوق سرمایه‌گذاران آسیب می‌زند بلکه تهدیدی جدی برای سلامت بازار سرمایه محسوب می‌شود.

تتلوک<sup>۱</sup> (۲۰۰۷) نشان داد سهامداران بیشتر معتقدند که اخبار بد قابل اعتمادتر از اخبار خوب هستند و واکنش بازار به افشای اخبار بد قوی‌تر است. بنابراین احتمال زیادی وجود دارد که مدیران برای جذب سهامداران لحن مغرضانه‌ای داشته باشند. همچنین مطالعاتی مانند لوگران و مک دونالد<sup>۲</sup> (۲۰۱۱)، دیویس، جریمی و لیساک<sup>۳</sup> (۲۰۱۲) و هانگ و همکاران (۲۰۱۴)، نشان می‌دهند، مدیران بیشتر از لحن مثبت را برای پوشاندن اخبار بد استفاده می‌کنند. هانگ و همکاران (۲۰۱۴) بیان می‌کنند، لحن افشای اطلاعات مدیران قبل از رویدادهای مهمی مانند انتشار سهام جدید و ادغام و تملک، مثبت‌تر است.

پیامدهای لحن غیرعادی یا به عبارت کلی‌تر، مدیریت لحن در سال‌های اخیر مورد توجه پژوهشگران قرار گرفته است. دیمرس و وگا<sup>۴</sup> (۲۰۱۰) بیان می‌کنند که لحن مثبت اعلام سود، بازده مثبت غیرعادی و رانش بعد از اعلان به دنبال دارد. فلدمن، گویندراج، لیونت و سگال<sup>۵</sup> (۲۰۱۰) لوگران و مک‌دونالد (۲۰۱۱) واکنش‌های کوتاه‌مدت بازار را بررسی و دریافتند هر چه لحن افشاگری‌ها مثبت‌تر باشد، واکنش‌های بازار نیز مثبت‌تر خواهد بود. دوران و همکاران<sup>۶</sup> (۲۰۱۲) و دیویس، جریمی و سدر<sup>۷</sup> (۲۰۱۲) نشان دادند بین لحن کنفرانس‌های مطبوعاتی و بازده غیرعادی سهام، بلافاصله پس از اعلام سود سه ماهه رابطه مثبتی وجود دارد. بوون، داتا، تنگ و ژو<sup>۸</sup> (۲۰۱۸) نیز نمونه‌ای از ۱۷۰۰۰ گزارش خلاصه جلسات خصوصی داخلی بین مدیریت و تحلیلگران و سرمایه‌گذاران را بررسی و دریافتند که لحن گزارش‌های خلاصه جلسات خصوصی با واکنش‌های بازار سهام ارتباط مثبت دارد. این تأثیر فوری و چشمگیر، لحن بر واکنش‌های بازار سهام، خطر دعاوی سهامداران را در ارتباط با بعد کیفی افشای شرکت

1. Tetlock
2. Loughran, McDonald
3. Davis, Jeremy, Lisa
4. Demers and Vega
5. Feldman, Govindaraj, Livnat & Segal
6. Doran, Peterson and Price
7. Davis, Jeremy, and Sedor
8. Bowen, Dutta, Tang and Zhu

ها افزایش می‌دهد. راجرز، ون و زچمن<sup>۱</sup> (۲۰۱۱) دریافتند که شرکت‌هایی با لحن خوشبینانه‌تر بیشتر مورد هدف شاکیان قرار می‌گیرند، در واقع سهامداران ادعا می‌کنند که انتظارات قبلی آنها در مورد ارزش شرکت بسیار زیاد بوده است و این انتظارات بر اساس افشای خوش‌بینانه و غیر واقعی شرکت بوده است.

تنانی (۱۳۹۹) نیز به احساسات، به‌عنوان عاملی اجتناب‌ناپذیر که معاملات سرمایه‌گذاران را تحت تأثیر قرار می‌دهد و سبب قیمت‌گذاری غیر واقعی سهام در بازار می‌شود، اشاره کرده است. مطالعه وی نشان داد مدیریت سود و ارائه گزارش‌های خلاف واقع از سودآوری شرکت، می‌تواند بر احساسات سرمایه‌گذاران تأثیر گذاشته و آن‌ها را به خرید یا فروش سهام تهییج کند. این فرآیند در نهایت می‌تواند موجب ایجاد حباب در قیمت سهام و به تبع آن افزایش ریسک سقوط قیمت در بازار شود. یکی از مصادیق مدیریت سود و ارائه گزارش‌های خلاف واقع، استفاده از لحن مغرضانه در گزارشگری مالی است.

جیانگ و کیم<sup>۲</sup> (۲۰۱۵) بیان می‌دارند، برای شرکت‌ها راحت‌تر و کم‌خطر است که عملکرد ضعیف را با تزئین اطلاعات غیر مالی به جای دستکاری اطلاعات مالی پنهان کنند. از این رو ممکن است مدیران در گزارش‌های توضیحی خود از لحن بیش از حد خوش‌بینانه یا بدبینانه استفاده کنند تا حدی که لحن افشای آن‌ها با عملکرد و وضعیت فعلی شرکت ناسازگاری داشته باشد. این ناسازگاری یا لحن غیر عادی افشای مدیران، می‌تواند پیامدهای مخربی بر بازار سرمایه داشته باشد که در پژوهش حاضر عدم تقارن اطلاعاتی بین سهامداران خرد و عمده مدنظر قرار می‌گیرد. عدم تقارن اطلاعاتی نیز ممکن است منجر به بازده‌های غیر عادی، نوسانات قیمت و سوء قیمت‌گذاری و کاهش محتوای اطلاعاتی، کاهش کارایی بازار سهام و سرانجام بی‌اعتمادی سهامداران به بازار سرمایه می‌شود همانطور که مطالعه جین، یانگ، لئو و لئو<sup>۳</sup> نشان می‌دهد که هزینه سرمایه با لحن غیر عادی مثبت رابطه مستقیمی دارد و در شرکت‌هایی با کیفیت پایین‌تر اطلاعات حسابداری و درجه رقابت صنعتی بالاتر، تأثیر هزینه سرمایه سهام بر میزان دستکاری لحن بارزتر است. این یافته نشان می‌دهد که تأثیر هزینه سرمایه بر افشای لحن مثبت گزارش سالانه، یک اقدام عمدی و دستکاری شده است و افزایش هزینه سرمایه سهام منجر به کاهش

1. Rogers, Van Buskirk and Zechman

2. Jiang, Kim

3. Jian, Yang, Liu & Liu

اعتماد سرمایه‌گذاران و ارزش شرکت می‌شود. این مکانیزمی است که از طریق آن هزینه سرمایه سهام بر دستکاری یادداشت‌های گزارش سالانه تأثیر می‌گذارد. از طرفی مطالعاتی نظیر یان، هانگ، ون و جانگ<sup>۱</sup> (۲۰۲۱)، لی و پارک<sup>۲</sup> (۲۰۱۸) و کاشانی پور و همکاران (۱۳۹۸) نشان داده‌اند این لحن غیرعادی مدیران در راستای علامت‌دهی به بازار باعث کاهش عدم تقارن اطلاعاتی می‌شود. علی<sup>۳</sup> (۲۰۲۴) نشان می‌دهد هم مدیریت سود و هم لحن بیانیه‌های توصیفی تأثیر چشمگیری بر ارزش بازار سهام دارند و شرکت‌ها می‌توانند با به کارگیری لحنی شفاف و برجسته، اطلاعات اضافی مؤثری درباره ارزش بازار سهام خود منتقل کنند. بنابراین در این پژوهش تأثیر لحن غیرعادی افشای مدیران بر حجم معاملات به تفکیک سهامداران خرد و عمده بررسی می‌شود.

### رابطه لحن افشای مدیران با معاملات سهامداران خرد و عمده

گیگزرنزر<sup>۴</sup> (۲۰۰۱) هنری (۲۰۰۸) و هافستد<sup>۵</sup> (۱۹۷۲) شواهدی در خصوص پیچیدگی‌های موجود در درک پیامدهای لحن گزارش‌های کیفی مدیران برای شرکت، مدیران و سهامداران و همچنین تفاوت سطح پیچیدگی سهامداران عمده و خرد ارائه داده‌اند. باربیز و همکاران<sup>۶</sup> (۱۹۸۸)، باتالو و مندنهال (۲۰۰۵)، باتاچاریا<sup>۷</sup> (۲۰۰۱)، لیبی، بلومفیلد و نلسون<sup>۸</sup> (۲۰۰۲) و لی<sup>۹</sup> (۱۹۹۲) نشان می‌دهند، سهامداران عمده (نهادی) و سهامداران خرد، رفتارهای معاملاتی متمایزی دارند. بر اساس این مطالعات سهامداران عمده در مقایسه با سهامداران خرد منطقی‌ترند و سهامداران خرد احتمالاً به شوک‌های سود مبتنی بر مدل فصلی - تصادفی واکنش نشان می‌دهند. باتاچاریا و همکاران (۲۰۰۷) نشان می‌دهند که سهامداران خرد بیشتر احتمال دارد که از طریق پیش‌بینی سود توسط مدیران و سایر افشاهای مدیران معامله کنند. شانتیکومار<sup>۱۰</sup> (۲۰۱۲) نیز نشان می‌دهند سهامداران خرد به یک سری از سودهای مثبت یا منفی بیشتر واکنش نشان

1. Yan, Hwang, Wan and Jung
2. Lee, Park
3. Ali
4. Gigerenzer
5. Hofstedt
6. Barberis, Shleifer & Vishny
7. Bhattacharya
8. Libby, Bloomfield & Nelson
9. Lee
10. Shanthikumar

دهند. میخائی، والتر و ویلیز<sup>۱</sup> (۲۰۰۷) و بلنکسپور، دیهان، ورتز و ژو<sup>۲</sup> (۲۰۱۷) نیز نشان می‌دهند سهامداران خرد، علاقه کمتری به معامله بر اساس پیشنهاد تحلیلگران و تجدید نظر در پیش‌بینی‌ها دارند و بیشتر احتمال دارد که افشاهای مربوط به افزایش ارزش را در تصمیمات معاملاتی خود گنجانده و کاهش قیمت سهام را متوقف کنند. از این رو انتظار می‌رود تناقض لحن افشای مدیران بر سهامداران خرد و عمده تاثیرات متفاوتی داشته باشد.

در همین راستا کارتیک<sup>۳</sup> (۲۰۰۹) نیز به نظریه گفتگوی ارزان<sup>۴</sup> اشاره می‌کند و نشان می‌دهد که در یک مدل ارتباطی، اگر فرستنده آگاه اما مغرض باشد، گیرنده منطقی و آگاه کمتر تحت تاثیر زبان مغرضانه فرستنده قرار می‌گیرد.

### گسترش فرضیه‌ها

بیگنسیکی و همکاران (۲۰۱۸) بیان می‌دارند، پردازش لحن افشای مدیران برای فعالان بازار کاری دشوار است و ممکن است در کوتاه مدت، بازار متوجه مغرضانه بودن لحن افشای مدیران نباشند و معاملات بازار بر اساس این افشاهای مغرضانه به قیمت‌گذاری نادرست منجر شود. به طور نمونه اگر لحن گزارش‌های مدیران، مثبت یا بیش از حد خوش‌بینانه باشد، به صورتی که با عملکرد فعلی شرکت سازگاری نداشته و سهامداران بدون توجه به تناقض گزارش‌های توضیحی مدیران با وضعیت فعلی و گزارش‌های مالی، اقدام به خرید کنند (یا ننگه‌داری کرده و از فروش آن منصرف شوند)، سهام شرکت در کوتاه‌مدت بیش قیمت‌گذاری شده و در بلندمدت با اصلاح قیمت‌گذاری، سهامداران متضرر می‌شوند. در صورتی که اگر سهامداران افزون بر گزارش‌های توضیحی مدیران، وضعیت فعلی شرکت برپایه گزارش‌های مالی و اخبار شرکت را در نظر بگیرند و این ناسازگاری را درک کنند، تصمیم به فروش یا عدم خرید سهام شرکت خواهند داشت. از این رو این ناسازگاری یا تناقض لحن افشا، باعث می‌شود سهام شرکت بیش قیمت‌گذاری شود. هر چند در بلندمدت و با گزارش‌های میان‌دوره‌ای یا دوره بعد این بیش (کم) قیمت‌گذاری اصلاح می‌شود ولی در کوتاه‌مدت باعث گمراهی بازار می‌شود. از این رو تناقض لحن مدیران، عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سهامداران را افزایش داده و

- 
1. Mikhail, Walther & Willis
  2. Blankespoor, deHaan, Wertz & Zhu
  3. Kartik
  4. Cheap talk theory

ممکن است حداقل به طور موقت، نادرست‌گذاری شود و از این رو تحلیل پیامدهای لحن باقیمانده برای ارزش شرکت و ثروت سهامداران، دارای اهمیت است. حتی با افزایش تناقض لحن چه بسا منجر به اختلاف نظر بیشتری بین سرمایه‌گذاران در مورد قیمت می‌شود. مطالعات انگلبرگ (۲۰۰۸)، هوانگ، چوی و جانگ (۲۰۱۹)، هانگ و همکاران (۲۰۱۴) و بیگنسیکی و همکاران (۲۰۱۸) نشان می‌دهند ممکن است بازار در کوتاه مدت متوجه مغرضانه بودن لحن افشای مدیران نباشند، در این صورت احتمالاً معاملات بازار بر اساس این افشاهای مغرضانه، به قیمت‌گذاری نادرست منجر شود.

شواهد تجربی بیان شده، نشان می‌دهد فهم لحن افشای مدیران در گزارش‌های توضیحی دشوارتر از صورت‌های مالی است و اتکا و اعتماد به لحن افشای مدیران، به پیچیدگی سهامداران (شیوه پردازش اطلاعات توسط آن‌ها و دسترسی آن‌ها به منابع اطلاعاتی) بستگی دارد. به گونه‌ای که سهامداران با مهارت کمتر در پردازش اطلاعات و یا ناآگاه (خرد)، به روش‌های اکتشافی اعتماد می‌کنند و این روش‌ها آن‌ها را مستعد پذیرش اثرات خوش‌بینانه<sup>۲</sup> لحن می‌کنند. در مقابل، سهامداران مطلع یا متخصص در پردازش اطلاعات (عمده) کمتر از روش‌های اکتشافی استفاده می‌کنند، آن‌ها همواره بدبین هستند و اعتبار کمتری برای لحن مثبت افشای مدیران قائل‌اند. با توجه به این شواهد، انتظار داریم که سهامداران خرد در پردازش اطلاعات افشا شده و گرفتن تصمیمات سهامداران کمتر به لحن مغرضانه مدیران دقت داشته باشند و احتمالاً رفتار معاملاتی خود را متناسب با گزارش‌های مالی و اخبار فعلی تنظیم کنند. ولی سهامداران عمده به لحاظ توانایی و تخصص در پردازش اطلاعات و دسترسی‌های ویژه به اطلاعات به خاطر نوع ارتباط با شرکت، بهتر اغراض مدیران در گزارش‌های کیفی و توضیحی را درک می‌کنند. آن‌ها با مطالعه این گزارش‌ها دچار سوء پردازش و سوء تصمیم‌گیری نمی‌شوند. از این رو می‌توان انتظار داشت که لحن غیرعادی مدیران باعث گمراهی سهامداران خرد شود ولی بر سهامداران عمده تاثیر چندانی نداشته باشد. به طور خاص، انتظار می‌رود لحن غیرعادی افشای مدیران با معاملات غیرعادی سهامداران خرد ارتباط مثبت داشته باشد ولی بر معاملات غیرعادی سهامداران عمده، تاثیر منفی داشته یا بدون تاثیر باشد. از این رو فرضیه‌های پژوهش به صورت زیر تدوین می‌شود:

- 
1. Hwang, Choi, Jung
  2. positive framing effects

فرضیه ۱) بین لحن غیرعادی و حجم معاملات غیرعادی سهامداران خرد ارتباط مثبت معنی داری وجود دارد.

فرضیه ۲) بین لحن غیرعادی و حجم معاملات غیرعادی سهامداران عمده تاثیر معنی داری وجود ندارد.

### روش‌شناسی پژوهش

پژوهش حاضر بر اساس رویکرد پژوهش، کمی یا اثبات‌گرا؛ از نظر فرآیند اجرا (نوع داده ها)، کمی؛ از نظر نتیجه اجرا، کاربردی؛ از نظر هدف اجرا، پژوهشی - تحلیلی؛ از نظر منطق اجرا، قیاسی - استقرایی و از نظر زمانی، پس‌رویدادی است.

جامعه آماری پژوهش، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه سال‌های ۱۳۹۳ تا ۱۴۰۲ است. نمونه‌گیری به روش حذفی انجام گرفته است و شرکت‌هایی که در دوره پژوهش، فعالیت مستمر داشته و وقفه معاملاتی بیشتر از سه ماه نداشته باشند، در نظر گرفته می‌شوند. همچنین شرکت‌های سرمایه‌گذاری، بیمه، بانک‌ها و موسسات اعتباری، هلدینگ و لیزینگ به سبب ماهیت خاص فعالیت، حذف می‌شوند. در نهایت تعداد ۱۶۲ شرکت، به عنوان نمونه پژوهش در نظر گرفته شده است.

#### جدول ۱. غربالگری شرکت‌های نمونه

تعداد	شرح
۳۷۴	کل شرکت‌های فعال در سال ۱۴۰۲ (غیر از شرکتهای فرابورس)
۳۶-	شرکت‌هایی که بعد از سال ۱۳۹۳ پذیرش شده‌اند
۲۱-	وقفه معاملاتی بیشتر از ۳ ماه
۹-	تغییر سال مالی
۲۴-	لغو پذیرش
۱۱۷-	سرمایه‌گذاری، واسطه‌گرهای مالی، هلدینگ، بانک، بیمه و لیزینگ
۵-	عدم دسترسی به اطلاعات مورد نیاز
۱۶۲	تعداد شرکتهای باقیمانده

در بررسی حاضر لحن افشای مدیر در گزارش‌های سالانه فعالیت‌های هیئت مدیره به مجمع عادی سهامداران اندازه‌گیری شده است. لحن افشای مدیران، با استفاده از نرم افزار مکس کیودا

نسخه ۱۱ اندازه گیری شده است. با استفاده از این نرم افزار تعداد و درصد کلمات مثبت و منفی در گزارش ها محاسبه شد. سایر داده ها به روش سندکاوی و از طریق سایت کدال جمع آوری شده است. برای تحلیل داده ها و آزمون فرضیه ها، از نرم افزار ایویوز و روش رگرسیون خطی چندگانه با اثرات ثابت سال و صنعت استفاده شده است.

### مدل ها و متغیرها

برای آزمون فرضیه های پژوهش از مدل زیر به شرح زیر استفاده می شود:

$$\begin{aligned} NetBuy_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 Ab - Tone_{i,t} + \beta_2 N - Tone_{i,t} + \beta_3 Esurp_{i,t} \\ & + \beta_4 Mcap_{i,t} + \beta_5 ABScar3_{i,t} + Year Dummy \\ & + Industry Dummy + e_{i,t} \end{aligned}$$

که در آن NetBuy، حجم معاملات غیرعادی (به تفکیک سهامداران خرد و عمده در دو مدل جداگانه)؛ Ab-Tone، لحن غیرعادی؛ N-Tone لحن عادی؛ Esurp، شوک پیش بینی مدیر؛ Mcap، ارزش بازار ابتدای دوره؛ ABScar3 بازده دوره رویداد است.

### الف) متغیر وابسته - حجم معاملات غیرعادی

برای اندازه گیری حجم معاملات غیرعادی، ابتدا یک دوره رویداد در نظر گرفته می شود. به این صورت که روز انتشار گزارش های سالانه، روز قبل و روز بعد از آن (-۱، ۰ و +۱) به عنوان دوره رویداد در نظر گرفته شده است. سپس حجم غیرعادی خرید خالص سهامداران محاسبه می شود. به این صورت که ابتدا در طول دوره ۳ روزه رویداد، فروش سهام از خرید سهام کسر شده تا خرید خالص سهام به دست آید. سپس میانگین خرید خالص سه روز رویداد محاسبه شده است. به همین روش میانگین خرید خالص طی ۳۰ روز معاملاتی قبل از انتشار گزارش ها (۲- تا ۳۱-) محاسبه شده است. سپس با کسر میانگین خرید خالص ۳۰ روز معاملاتی گذشته از میانگین خرید خالص ۳ روز رویداد، حجم غیرعادی خرید خالص محاسبه شده است.

### ب) متغیر مستقل - لحن غیرعادی

در پژوهش حاضر به پیروی از هنری و لیوان<sup>۱</sup> (۲۰۱۶) و نصیرزاده و پوریوسف (۱۴۰۲)، لحن ساده افشا بر اساس فهرست واژگان تخصصی، به این صورت اندازه گیری می شود.

1. Henry, Leone

$$\text{Tone} = \frac{pw-nw}{pw+nw} \quad \text{رابطه (۱)}$$

که در آن Tone، لحن افشای ساده؛ pw، تعداد کلمات مثبت و nw، تعداد کلمات منفی در متن گزارش است. اگر Tone مثبت باشد، لحن افشا مثبت (خوش بینانه) و اگر Tone منفی باشد، لحن افشا منفی (بدبینانه) است.

در پژوهش حاضر لغتنامه تخصصی واژگان (پله و همکاران، ۱۴۰۰) که توسط نصیرزاده و پوریوسف (۱۴۰۲) با استفاده از ترکیبات کلمات کامل شده، به کار گرفته شده است. نصیرزاده و پوریوسف (۱۴۰۲) اشاره کرده‌اند که محدودیت لغت‌نامه‌های رایج، تأثیر ترکیب کلمات بر میزان لحن است که در لغت‌نامه‌های مبتنی بر واژه‌ها در نظر گرفته نمی‌شود و موجب خطاهای بالقوه اندازه‌گیری می‌شود. به عنوان مثال، «رشد» لحن مثبت و «ضرر» لحن منفی دارد. «ضرر رو به رشد» با روش موجود (مبتنی بر واژه) خنثی اندازه‌گیری می‌شود در حالی که «ضرر در حال رشد» نشان دهنده لحن بسیار منفی است. برای کاهش اثرات این محدودیت، بر بررسی نمونه‌ایی از گزارش سالانه مدیر به مجمع عمومی صاحبان سهام، ترکیب‌های رایج شناسایی و به لیست واژگان تخصصی پله و همکاران (۱۴۰۰) اضافه شده است.

بعد از محاسبه لحن مدیران، به پیروی از هانگ و همکاران (۲۰۱۴) برای شناسایی لحن غیرعادی، لحن افشا را بر اساس مجموعه متغیرهایی که ریسک و بازده مورد انتظار شرکت را پوشش می‌دهند، برازش شده است. لحن غیرعادی یا باقیمانده، خطای رابطه زیر است:

$$\text{Tone}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{EARN}_{it} + \beta_2 \text{SIZE}_{it} + \beta_3 \text{BTM}_{it} + \beta_4 \text{RET}_{it} + \beta_4 \text{STD\_EARN}_{it} + \beta_4 \text{STD\_RET}_{it} + \beta_4 \text{LOSS}_{it} + \beta_4 \text{AGE}_{it} + \beta_4 \Delta \text{EARN}_{it} + \varepsilon_{it}$$

*EARN*، سود تقسیم بر مجموع دارایی‌ها؛

*SIZE*، لگاریتم ارزش بازار مجموع دارایی‌های شرکت؛

*BTM*، ارزش دفتری تقسیم بر ارزش بازار حقوق صاحبان سهام؛

*RET*، میانگین بازده‌های ماهانه دوره جاری؛

*STD\\_EARN*، انحراف استاندارد سود دوره جاری نسبت به دوره قبل؛

*STD\\_RET*، انحراف استاندارد بازده سالانه سهام دوره جاری نسبت به دوره قبل؛

*LOSS*، اگر شرکت در دوره جاری سود داشته، عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر؛

*AGE*، لگاریتم طبیعی سالهای عمر شرکت؛

$\Delta EARN$ ، تغییرات سود دوره جاری نسبت به دوره قبل.

### ج) متغیرهای کنترلی

متغیرهای کنترلی بر اساس مطالعه بیگنسیکی و همکاران (۲۰۱۸) به شرح جدول ۲، انتخاب شده‌اند.

جدول ۲. متغیرهای کنترلی و شیوه اندازه‌گیری آن

متغیر	شرح	اندازه‌گیری
N_Tone	لحن عادی	لحن افشا طبق رابطه ۱ منهای لحن باقیمانده
Eurp	شوگ پیش‌بینی مدیر	تفاوت بین سود واقعی هر سهم از میانگین سود پیش‌بینی شده هر سهم دوره گزارش‌دهی
ABScar3	قدر مطلق بازده دوره رویداد	بازده خرید و نگهداری دوره ۳ روزه رویداد که بر اساس اندازه و ارزش دفتری به بازار تعدیل شده است
Mcap	ارزش شرکت	لگاریتم طبیعی ارزش بازار شرکت در ابتدای دوره

برای آزمون فرضیه‌های پژوهش، مدل پژوهش به صورت جداگانه برای معاملات غیرعادی سهامداران خرد و معاملات غیرعادی سهامداران عمده برآورد می‌شود. روش‌های مختلفی برای تفکیک سهامداران خرد و عمده در متون تجربی و نظری قابل ردیابی است. در مطالعاتی مانند بیگنسیکی و همکاران (۲۰۱۸)، باتاچاریا (۲۰۰۱)، باتاچاریا و همکاران (۲۰۰۷)، بارسلی و وارنر<sup>۱</sup> (۱۹۹۳)، کورنل و سیری<sup>۲</sup> (۱۹۹۳) و میولبروک<sup>۳</sup> (۱۹۹۲) فرض شده است که معاملات کمتر از ۵۰۰۰ دلار توسط سهامداران خرد و معاملات معادل ۵۰،۰۰۰ دلار یا بیشتر با بزرگتر توسط سهامداران عمده انجام می‌شود. این تفکیک برپایه این استدلال است که سهامداران عمده (پیچیده) بعید است در معاملات کوچک شرکت کنند. در این مطالعات، معاملات متوسط (بین ۵۰۰۰ تا ۵۰۰۰۰ دلار) نادیده گرفته شده‌اند زیرا خرد یا عمده بودن سهامداران این معاملات نامشخص هستند.

1. Barclay & Warner
2. Cornell & Sirri
3. Meulbroek

ولی در مطالعاتی نظیر چان و لاکونیشوک<sup>۱</sup> (۱۹۹۳)، ایزلی و اوهارا<sup>۲</sup> (۱۹۸۷)، هاسبروک<sup>۳</sup> (۱۹۸۸ و ۱۹۹۱)، کومار<sup>۴</sup> (۲۰۰۹)، لی و راداکریشنا<sup>۵</sup> (۲۰۰۰)، ایده کلی این است که به طور متوسط، سهامداران حرفه ای (مانند موسسات) که ثروتمندتر و پیشرفته تر هستند، شاید معاملات بزرگتری انجام خواهند داد در حالی که سرمایه گذاران فردی که ثروت کمتری دارند و از پیچیدگی کمتری برخوردار هستند، چه بسا معاملات کوچکتری را انجام می دهند. پژوهش حاضر با در نظر گرفتن محدودیت‌های مربوط به دسترسی به اطلاعات معاملات بورس اوراق بهادار ایران و عدم دسترسی به حجم سهام معامله شده سهامداران حقیقی و حقوقی، سهامداران حقیقی به عنوان سهامداران خرد و سهامداران حقوقی به عنوان سهامداران عمده در نظر گرفته می شود.

## یافته‌های پژوهش

### آمار توصیفی

آمار توصیفی مربوط به متغیرهای پژوهش در جدول ۳ ارائه شده است.

جدول ۳. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	کمترین مقدار	بیشترین مقدار	میانگین	انحراف معیار	ضریب چولگی
حجم غیرعادی خرید خالص سهامداران خرد	-۲۵	۷۸	۲۸	۱/۹۴	۸/۴۵
حجم غیرعادی خرید خالص سهامداران عمده	-۰/۱۲	۳۴	۱۳	۰/۹۷	۲/۳۴
لحن غیرعادی	۰/۰۰۰	۰/۸۷۹	۰/۰۸۳	۰/۰۷۵	۲/۲۲
شوکی پیش بینی مدیر	-۲۳/۵۷	۲۴/۶۲	۰/۰۹۳	۱/۷۵	-۱/۱۴
قدر مطلق بازده دوره رویداد	۰/۰۰۰	۲/۱۷	۰/۰۴۶	۰/۱۲	۶/۷۴
ارزش شرکت	۱۰/۴۰	۲۲/۵۹	۱۴/۶۴	۱/۸۴	۰/۸۴

1. Chan & Lakonishok
2. Easley & O'Hara
3. Hasbrouck
4. Kumar
5. Lee & Radhakrishna

خرید خالص غیرعادی سهامداران خرد در متغیرهای ارائه شده در جدول بالا بالاترین میزان دامنه تغییرات و ضریب چولگی را داشته‌اند. به طور کلی آماره‌های توصیفی نشان می‌دهند داده‌ها از توزیع مناسبی برخوردارند.

### بررسی فرضیه‌های پژوهش

آزمون‌های مربوط به فرضیه‌های رگرسیون در خصوص مدل‌های پژوهش بررسی شده و نتایج نشان‌دهنده نرمال بودن متغیر وابسته، نرمال بودن خطای مدل رگرسیونی، عدم خود همبستگی خطای مدل رگرسیونی، عدم ترکیب خطی متغیرهای پیش بین و ناهمسانی واریانس است. مدل پژوهش بر اساس تحلیل رگرسیون تعمیم یافته با کنترل اثرات ثابت سال و صنعت برآورد شد و خلاصه نتایج برآورد مدل پژوهش برای سهامداران خرد در جدول ۴ و برای سهامداران عمده در جدول ۵، ارائه شده است.

آماره فیشر و سطح معناداری مدل‌های رگرسیونی نشان می‌دهد، مدل‌های برازش شده معنادار است. ضریب تعیین تعدیل شده نشان می‌دهد که بیش از ۲۵ درصد تغییرات خالص خرید غیرعادی سهامداران خرد و بیش از ۲۷ درصد تغییرات خالص خرید غیرعادی سهامداران عمده، بر اثر تغییرات متغیر لحن غیرعادی به همراه تغییرات در متغیرهای کنترلی است.

بر اساس نتایج ارائه شده در جدول ۴، ضریب رگرسیونی متناظر با متغیر لحن غیرعادی در برازش مدل برای سهامداران خرد، ۰/۲۴ است که با توجه به خطای استاندارد و سطح معنی‌داری و آماره  $t$ ، از لحاظ آماری معنی‌دار است. به عبارت دیگر لحن غیرعادی مدیران بر خالص خرید غیرعادی سهامداران خرد رابطه مثبت و معناداری دارد. بنابراین فرضیه اول با اطمینان ۰/۹۵ تأیید می‌شود. از بین متغیرهای کنترل نیز، لحن عادی با حجم غیرعادی خرید خالص ارتباط منفی و معناداری دارد و بازده دوره رویداد و شوک پیش‌بینی مدیر با حجم غیرعادی خرید خالص ارتباط مثبت و معنی‌داری دارد ولی ارزش شرکت در ابتدای دوره با حجم غیرعادی خرید خالص سهامداران خرد ارتباط معنی‌داری ندارد.

جدول ۴. نتایج تخمین مدل پژوهش برای سهامداران خرد

VIF	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	سطح معنی داری
	ضریب ثابت	۳/۳	۰/۰۱	۰/۰۳۳
۱/۷۷	لحن غیرعادی	۰/۰۷	۳/۴۲	۰/۰۰۰
۲/۲۳	لحن عادی	۰/۰۰۸	-۲/۲۳	۰/۰۰۱
۱/۸۶	شوگ پیش بینی مدیر	۰/۰۳۷	۳/۴۵	۰/۰۲۴
۱/۶۹	بازده دوره رویداد	۰/۰۱۶	۲/۹۷	۰/۰۱۶
۲/۰۵	ارزش بازار در ابتدای دوره	۰/۲	۰/۸۹	۰/۸۹
۰/۲۵۵	اثرات ثابت سال	کنترل شد	ضریب تعیین تعدیل شده	
۸/۲۳	اثرات ثابت صنعت	کنترل شد	آماره فیشتر	
۲/۰۴	مشاهدات	۱۵۹۸	اماره دوربین واتسون	

بر اساس نتایج ارائه شده در جدول ۵، ضریب رگرسیونی متناظر با متغیر لحن غیرعادی در برازش مدل برای سهامداران عمده با توجه به خطای استاندارد و سطح معنی داری و آماره t، از لحاظ آماری معنی دار نیست. به عبارت دیگر لحن غیرعادی مدیران بر خالص خرید غیرعادی سهامداران عمده رابطه معناداری ندارد. بنابراین فرضیه دوم با اطمینان ۰/۹۵ تأیید می شود. از بین متغیرهای کنترل نیز، لحن عادی با حجم غیرعادی خرید خالص ارتباط منفی و معناداری دارد و بازده دوره رویداد و شوگ پیش بینی مدیر با حجم غیرعادی خرید خالص ارتباط مثبت و معنی داری دارد ولی ارزش شرکت در ابتدای دوره با حجم غیرعادی خرید خالص سهامداران خرد ارتباط معنی داری ندارد.

جدول ۵. نتایج تخمین مدل پژوهش برای سهامداران عمده

VIF	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	سطح معنی داری
	ضریب ثابت	۰/۰۹۸	۰/۷۸	۰/۰۳۳
۲/۰۷	لحن غیرعادی	۰/۰۵	۱/۸	۰/۰۸۷
۲/۰۹	لحن عادی	۰/۰۱۵	-۸/۰۹	۰/۰۲۳
۲/۸۱	شوگ پیش بینی مدیر	۰/۰۳۵	۲/۸۵	۰/۰۰۴
۱/۹۸	بازده دوره رویداد	۰/۰۳۹	۲/۰۵	۰/۰۰۶
۲/۶۲	ارزش بازار در ابتدای دوره	۰/۵۶	۰/۰۳۳	۰/۰۶۵
۰/۲۷۸۶	اثرات ثابت سال	کنترل شد	ضریب تعیین تعدیل شده	
۱۰/۶۵	اثرات ثابت صنعت	کنترل شد	آماره فیشتر	
۲/۸۱	مشاهدات	۱۵۹۸	اماره دوربین واتسون	

این بخش شامل ارائه یافته‌ها، مقایسه آن با یافته‌های پژوهش‌های یادشده در پیشینه و تفسیر انطباق یا ناسازگاری یافته‌ها با پژوهش‌ها و نظریه‌ها است در این بخش ابتدا فرضیه‌ها (یا در پژوهش کیفی اهداف)، بعد از آن نوع آزمون آماری و جدول سپس تحلیل جدول در زیر هر جدول ارائه شود.

### بحث و نتیجه‌گیری

پردازش لحن نوشتاری افشاهای مدیران ذاتاً دشوار است. بر اساس مطالعات انگلبرگ (۲۰۰۸)، هوانگ و همکاران (۲۰۱۹)، هانگ و همکاران (۲۰۱۴) و بیگنسیکی و همکاران (۲۰۱۸) این امر چه بسا اختلاف نظر بین سهامداران ایجاد کند و پیامدهای بر قیمت سهام دارد. از پژوهش‌های باتاچاریا و همکاران (۲۰۰۷) شانتیکومار (۲۰۱۲) میخائیل و همکاران (۲۰۰۷) و بلنکسپور و همکاران (۲۰۱۷) می‌توان استدلال کرد اختلاف سهامداران در پردازش اطلاعات نوشتاری، این امکان را فراهم می‌کند که سهامداران خرد (حقیقی) به دلیل عدم تخصص نسبی در پردازش اطلاعات، معاملات ناکارآمد و کاهش ثروت را تجربه کنند. ولی غیر از بیگنسیکی و همکاران (۲۰۱۸) مطالعه کاملی در خصوص تاثیر لحن مغرضانه مدیران بر معاملات سهامداران خرد و عمده انجام نگرفته است و این مطالعه ادبیات نظری و تجربی در خصوص تاثیر لحن مغرضانه مدیران بر معاملات سهامداران را توسعه می‌دهد. در پژوهش حاضر با استفاده از زبان‌شناسی مالی و داده‌های آرشیوی، آن بخش از لحن افشای مدیریتی را که با اخبار اقتصادی و اصول بنیادین مرتبط است از لحن باقیمانده (مغرضانه) که ناشی از نویز یا سوگیری است، جدا شده است و ارتباط آن با معاملات سهامداران بررسی شده است. اختلاف سهامداران در پردازش افشاهای مدیران از طریق حجم غیرعادی خرید سهام سنجیده شده است. یافته‌ها نشان می‌دهد که بین لحن غیرعادی افشای مدیران با خرید خالص غیرعادی سهامداران خرد ارتباط مثبت و معنی‌داری وجود دارد ولی بین لحن غیرعادی افشای مدیران با خرید خالص غیرعادی سهامداران عمده ارتباط معنی‌داری وجود ندارد.

نتایج مبتنی بر رابطه مثبت بین لحن غیرعادی افشای مدیر و حجم غیرعادی خرید سهام توسط سهامداران خرد و عدم رابطه معنادار بین لحن غیرعادی افشای مدیر و حجم غیرعادی خرید سهام توسط سهامداران عمده تایید کننده مطالعات کارتیک (۲۰۰۹) گیگرنزر (۲۰۰۱) هنری (۲۰۰۸) وهافستد (۱۹۷۲) باربیز و همکاران (۱۹۸۸)، باتالو و مندنهال (۲۰۰۵)، باتاچاریا

(۲۰۰۱)، لیبی و همکاران (۲۰۰۲)، لی (۱۹۹۲)، باتاچاریا و همکاران (۲۰۰۷)، شانتیگومار (۲۰۱۲)، میخائیل و همکاران (۲۰۰۷)، بلنکسپور و همکاران (۲۰۱۷) و آئو (۲۰۱۹) است. ولی بررسی‌های فلدمن و همکاران (۲۰۱۰) و لی و پارک (۲۰۱۹) نشان می‌دهند اطلاعات ارائه شده در افشاهای مدیر، اطلاعات بیشتری در مورد وضعیت شرکت منتقل می‌کند و به کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیریت و سهامداران کمک می‌کند و محیط افشای اطلاعات را بهبود می‌بخشد.

یافته‌ها نشان می‌دهد که اختلاف پردازش سهامداران خرد و عمده در لحن افشای بیش از حد مثبت، افزایش می‌یابد. یافته‌ها مطابق با این انتظار است که زبان بدبینانه ذاتاً معتبرتر است و بنابراین منجر به تفسیری همگن‌تر از سوی سهامداران می‌شود. می‌توان نتیجه گرفت که سهامداران خرد (حقیقی)، تخصص و امکان کمتری در پردازش افشاهای نوشتاری مدیر دارند و ممکن است از لحن مغرضانه مدیران در افشا، سوء تعبیر کنند و از این رو لحن غیرعادی افشای مدیر منجر به انتقال ثروت واقعی از سهامداران خرد (حقیقی) به سهامداران عمده (حقوقی) می‌شود.

با توجه به یافته‌های پژوهش و سایر شواهد نظری و تجربی که در مقاله حاضر مورد اشاره قرار گرفت، می‌توان انتظار داشت برای شرکت‌ها راحت‌تر و کم‌خطر است که عملکرد ضعیف را با تزئین اطلاعات غیرمالی به جای دستکاری اطلاعات مالی پنهان کنند. از این رو ممکن است مدیران در گزارش‌های توضیحی خود از لحن مغرضانه‌ای استفاده کنند، تا حدی که لحن افشای آن‌ها با عملکرد و وضعیت فعلی شرکت ناسازگاری داشته باشد. این ناسازگاری یا تناقض لحن افشای مدیران، می‌تواند پیامدهای مخربی بر بازار سرمایه داشته باشد. برپایه یافته‌های پژوهش حاضر، لحن غیرعادی افشای مدیران، عدم تقارن اطلاعاتی بین سهامداران خرد و عمده را به دنبال دارد. عدم تقارن اطلاعاتی منجر به بازده‌های غیرعادی، نوسانات قیمت و سوء قیمت گذاری و کاهش محتوای اطلاعاتی، کاهش کارایی بازار سهام و سرانجام بی‌اعتمادی سهامداران به بازار سرمایه می‌شود.

نتایج این پژوهش می‌تواند دانش افزایشی و سودمندی علمی به شرح زیر داشته باشد. اول، ادبیات رفتاری مالی را توسعه می‌دهد زیرا بررسی این موضوع به درک بهتر تأثیر روانشناسی و رفتارهای غیرکلامی (مانند لحن گفتار) بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران کمک می‌کند و از گسترش پژوهش‌ها در حوزه اقتصاد رفتاری و مالی عصبی با تمرکز بر ارتباط بین احساسات

منتقل شده توسط مدیران و واکنش‌های بازار حمایت می‌کند. دوم مکانیسم‌های تأثیرگذاری بر بازار را شناسایی می‌کند. تحلیل اینکه آیا لحن غیرعادی مدیران (همانند: اضطراب، اطمینان بیش‌ازحد یا ابهام) منجر به واکنش‌های احساسی در سهامداران خرد می‌شود و تأثیر این پدیده بر حجم معاملات غیرعادی و نوسان‌پذیری قیمت‌ها را مطالعه می‌کند. سوم، مدل‌های پیش‌بینی بازار را توسعه می‌دهد و امکان استفاده از پردازش زبان طبیعی و هوش مصنوعی برای تحلیل لحن مدیران و پیش‌بینی رفتار سهامداران خرد فراهم کرده و به مدل‌های پیش‌بینی تقلب مالی یا تحریف اطلاعات توسط شرکت‌ها کمک می‌کند.

همچنین نتایج پژوهش می‌تواند سودمندی‌های کاربردی برای بازار سرمایه داشته باشد:

۱. بهبود شفافیت اطلاعاتی: آگاهی از تأثیر لحن مدیران بر تصمیم‌گیری سهامداران، لزوم تنظیم مقررات بهتر برای افشای اطلاعات را پررنگ می‌کند و ممکن است منجر به الزامات جدیدی در گزارش‌دهی شود.
۲. کمک به سرمایه‌گذاران خرد: آموزش سهامداران خرد برای تشخیص لحن مغرضانه یا گمراه‌کننده در اظهارات مدیران و جلوگیری از تصمیمات احساسی و توسعه ابزارهای تحلیلی (مانند نرم‌افزارهای تشخیص احساسات) برای کمک به سرمایه‌گذاران در ارزیابی بهتر اخبار و گزارش‌های شرکت‌ها؛
۳. کاهش نوسانات غیرضروری بازار: درک بهتر این پدیده می‌تواند به کاهش معاملات هیجانی و ایجاد ثبات بیشتر در بازار کمک کند. نهادهای ناظر (مانند سازمان بورس) می‌توانند با نظارت بر ارتباطات مدیران، از انتشار اطلاعات گمراه‌کننده جلوگیری کنند.
۴. کاربرد در مدیریت روابط سرمایه‌گذاران: شرکت‌ها می‌توانند آموزش‌های ویژه‌ای برای مدیران خود در زمینه ارتباط مؤثر و شفاف با بازار طراحی کنند تا از سوءبرداشت جلوگیری شود. مشاوران سرمایه‌گذاری نیز می‌توانند از این یافته‌ها برای بهبود راهبردهای مشتری‌محور استفاده کنند.

## ملاحظات اخلاقی

### پیروی از اصول اخلاق پژوهش

اصول اخلاقی در انجام و انتشار این پژوهش علمی رعایت شده و این موضوع مورد تأیید نویسندگان است.

**مشارکت نویسندگان**

همه نویسندگان در نگارش مقاله مشارکت داشته‌اند.

**تعارض منافع**

بنابر اظهار نویسندگان این مقاله تعارض منافع ندارد.

**حامی مالی**

این مقاله حامی مالی نداشته است.

**سپاسگزاری**

نویسندگان از تمام کسانی که در این پژوهش همکاری داشته‌اند، تشکر و قدردانی می‌کنند.



## References

- Ali, A. R. (2024). The Combined Impact of Narrative Disclosure Tone and Earnings Management on the Market Value of Stocks: An Empirical Study on Companies Listed on the Egyptian stock Exchange. [https://mbs.journals.ekb.eg/article\\_419146\\_02f06683a0f77c8461fa7642203288dd.pdf](https://mbs.journals.ekb.eg/article_419146_02f06683a0f77c8461fa7642203288dd.pdf)
- Ao, X. (2019). Research on the disclosure of listed companies and investors' interpretation in text information based on crawler and text mining technology. *Printed in Chinese*) DOI, 10.
- Arslan-Ayaydin, O; Boudt, K; & Thewissen, J. (2016). Managers set the tone: Equity incentives and the tone of earnings press releases. *Journal of Banking & Finance*, 72, 132–147. <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0378426615002939>
- Atiase, R; & Bamber, L. (1994). Trading volume reactions to annual accounting earnings announcements: The incremental role of predislosure information asymmetry. *Journal of Accounting and Economics*, 17(May), 309–329. <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/0165410194900310?via%3Dihub>
- Baginski, S. P; Demers, E; Kausar, A; & Yu, Y. J. (2018). Linguistic tone and the small trader. *Accounting, Organizations and Society*, 68, 21-37. <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0361368218300849>
- Bamber, L. S. (1987). Unexpected earnings, firm size, and trading volume around quarterly earnings announcements. *Accounting review*, 510-532. <https://www.jstor.org/stable/247574>
- Bamber, L. S; & Cheon, Y. S. (1995). Differential price and volume reactions to accounting earnings announcements. *Accounting Review*, 417-441. <https://www.jstor.org/stable/248532>
- Bamber, L. S; Barron, O. E; & Stober, T. L. (1997). Trading volume and different aspects of disagreement coincident with earnings announcements. *Accounting Review*, 575-597. <https://www.jstor.org/stable/248176>
- Barber, B. M; Lee, Y; Liu, Y; & Odean, T. (2009a). How much do individual investors lose by trading? *Review of Financial Studies*, 22(2), 609–632. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhn046>
- Barber, B. M; Odean, T; & Zhu, N. (2009b). Do retail trades move markets? *Review of Financial Studies*, 22, 151–186. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhn035>
- Barberis, N; Shleifer, A; & Vishny, R. (1998). A model of investor sentiment. *Journal of Financial Economics*, 49(3), 307–343. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(98\)00027-0](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(98)00027-0)
- Barclay, M. J; & Warner, J. B. (1993). Stealth trading and volatility: Which trades move prices? *Journal of Financial Economics*, 34(3), 281–305. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(93\)90029-B](https://doi.org/10.1016/0304-405X(93)90029-B)
- Battalio, R; & Mendenhall, R. (2005). Earnings expectations, investor trade size, and anomalous returns around earnings announcements. *Journal of Financial Economics*, 77, 289–319. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2004.08.002>

- Bhattacharya, N. (2001). Investors' trade size and trading responses around earnings announcements: An empirical investigation. *The Accounting Review*, 76, 221–244. <https://doi.org/10.2308/accr.2001.76.2.221>
- Bhattacharya, N; Black, E; Christensen, T; & Mergenthaler, R. (2007). Who trades on pro forma earnings information? *The Accounting Review*, 82, 581–619. <https://doi.org/10.2308/accr.2007.82.3.581>
- Bicudo de Castro, V; F. Gul, M. Muttakin, and D. Mihret. (2019). Optimistic tone and audit fees: Some Australian evidence. *International Journal of Auditing*, 23 (2), 352–364. <https://doi.org/10.1111/ijau.12165>
- Blankespoor, E; Dehaan, E. D; Wertz, J; & Zhu, C. (2019). Why do individual investors disregard accounting information? The roles of information awareness and acquisition costs. *Journal of Accounting Research*, 57(1), 53–84. <https://doi.org/10.1111/1475-679X.12248>
- Bowen, R.M; S. Dutta, S. Tang, and P. Zhu. (2018). Inside the “black box” of private in-house meetings. *Review of Accounting Studies*, 23 (2), 487–527. <https://link.springer.com/article/10.1007/s11142-017-9433-z>
- Brahmasrene, T; & Jiranyakul, K. (2007). Cointegration and causality between stock index and macroeconomic variables in an emerging market. *Academy of accounting and financial studies Journal*, 11(3), 17–30. <https://www.abacademies.org/journals/academy-of-accounting-and-financial-studies-journal-home.html>
- Brown, William O. Dayong Huang, and Fang Wang. (2015). Inflation Illusion and Stock Returns. *Journal of Empirical Finance*. <https://doi.org/10.1016/j.jempfin.2015.11.001>
- Chai, K. C; Zhang, J. H; Wang, Z. L; Qiu, Y. T; Lai, Y. C; Chang, K. C; & Yang, Y. (2024). Using threshold regression to analyze the impact of external earnings pressure on stock price crash risk based on management tone in China. *Applied Economics*, 56(51), 6273–6287. <https://doi.org/10.1080/00036846.2023.2273233>
- Chan, L; & Lakonishok, J. (1993). Institutional trades and intraday stock price behavior. *Journal of Financial Economics*, 33, 173–189. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(93\)90003-T](https://doi.org/10.1016/0304-405X(93)90003-T)
- Cho, M; & Kwon, S. (2014). Trading volume and investor disagreement around management forecast disclosures. *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 29, 3–30. <https://doi.org/10.1177/0148558X13516977>
- Cornell, B; & Sirri, E. R. (1992). The reaction of investors and stock prices to insider trading. *The Journal of Finance*, 47(3), 1031–1059. <https://doi.org/10.1177/0148558X13516977>
- Costa, G. A, Lúcia, C. O, Lúcia, L. R. and Russell, C. (2013). Factors associated with the publication of a CEO letter. *Corporate Communications: An International Journal*, 18, 432–450. <https://doi.org/10.1108/CCIJ-07-2012-0045>

- Cready, W; & Hurtt, D. (2002). Assessing investor response to information events using return and volume metrics. *The Accounting Review*, 77(4), 891–909. <https://doi.org/10.2308/accr.2002.77.4.891>
- Davis, A. K; Piger, J. M; & Sedor, L. M. (2008). Beyond the numbers: Managers' use of optimistic and pessimistic tone in earnings press releases. Working paper. University of Oregon. <https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.2011.01130.x>
- Davis, A. K; & Tama-Sweet, I. (2011). Managers' Use of Language Across Alternative Disclosure Outlets: Earnings Press Releases versus MD&A. *Contemporary Accounting Research*, 29, 804-837. <https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.2011.01125.x>
- Davis, A. K; Piger, J. M; & Sedor, L. M. (2012). Beyond the Numbers: Measuring the Information Content of Earnings Press Release Language. *Contemporary Accounting Research*, 29, 845-868. <https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.2011.01130.x>
- Davis, A. K; Ge, W; Matsumoto, D; & Zhang, J. L. (2015). The effect of manager-specific optimism on the tone of earnings conference calls. *Review of Accounting Studies*, 20, 639-673. <https://doi.org/10.1007/s11142-014-9309-4>
- Demers, E; and C. Vega. (2010). Soft information in earnings announcements: News or noise? Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System. <https://www.federalreserve.gov/econres/ifdp/soft-information-in-earnings-announcements-news-or-noise.htm>
- Doran, J.S; D.R. Peterson, and S.M. Price. (2012). Earnings conference call content and stock price: The case of REITs. *The Journal of Real Estate Finance and Economics*, 45 (2), 402–434. <https://link.springer.com/article/10.1007/s11146-010-9266-z>
- Engelberg, J. (2008). Costly information processing: Evidence from earnings announcements. In AFA 2009 San Francisco meetings paper. <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1107998>
- Etemadi, H; Adibi, A; & Sepasi, S. (2024). Explaining the Model of Investors' Judgment and Decision Making Based on Accounting Information. *Journal of Securities Exchange*, 17(65), 29-68. <https://www.doi.org/10.22034/jse.2022.11999.1996>, (In Persian).
- Feldman, R; Govindaraj, S; Livnat, J; & Segal, B. (2008). The incremental information content of tone change in management discussion and analysis. Working paper. <http://hdl.handle.net/2451/27580>
- 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. <https://link.springer.com/article/10.1007/s11142-009-9111-x>
- Garfinkle, J. (2009). Measuring investors' opinion divergence. *Journal of Accounting Research*, 47(5), 1317–1348. <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2009.00344.x>
- Gigerenzer, G; & Selten, R. (Eds.). (2002). Bounded rationality: The adaptive toolbox. MIT press. <https://books.google.com/books?hl=en&lr=&id=dVMq5UoYS3YC&oi>
- Hales, J; Xi (Jason) K; & Venkataraman, S. (2011). Who believes the hype? An experimental examination of how language affects investor judgments. *Journal of Accounting Research*, 49(1), 223-255. <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2010.00394.x>

- Hasbrouck, J. (1988). Trades, quotes, inventories and information. *Journal of Financial Economics*, 22, 229–252. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(88\)90070-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(88)90070-0)
- Hasbrouck, J. (1991). Measuring the information content of stock trades. *The Journal of Finance*, 46, 179–207. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1991.tb03749.x>
- 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; and A.J. Leone. (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>
- Hofstede, T. (1972). Some behavioral parameters of financial analysis. *The Accounting Review*, 47(4), 679–692. <https://www.jstor.org/stable/245331>
- Huang, X; S. H. Teoh, and Y. Zhang. (2014). Tone Management. *The Accounting Review*, 89(3), 1083–1113. <https://doi.org/10.2308/accr-50684>
- Huo, D; Huang, W; Huang, Y; Ke, Y; & Shen, Z. (2024). Stock exchange comment letters and MD&A tone management. *Research in International Business and Finance*, 70, 102407. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2024.102407>
- Hwang, I; Choi, S; Jung, T. (2019). Managerial ability and stock price crash risk. *Korean Accounting Review*, 44(1), 111-154. <https://doi.org/10.24056/KAR.2019.02.001>
- Iatridis, G. E. (2016). Financial reporting language in financial statements: Does pessimism restrict the potential for managerial opportunism? *International Review of Financial Analysis*, 45, 1-17. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2016.02.004>
- Jabbarzadeh Kangarlou, S; Rady, Y; Bahri Sales, J; & Ashtab, A. (2023). Explaining the Effectiveness of Non-Financial Information Disclosure in Accounting Reports with an Integrated Reporting Approach. *Journal of Securities Exchange*, 16(64), 1-44. <https://www.doi.org/10.22034/jse.2023.12071.2053>, (In Persian).
- Jegadeesh, N. and Di Wu. (2013). Word power: A new approach for content analysis. *Journal of Financial Economics*, 110, 712-729. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2013.08.018>
- Jian, J; Yang, F; Liu, M; & Liu, Y. (2024). Cost of equity capital and annual report tone manipulation. *Emerging Markets Finance and Trade*, 60(3), 519-540. <https://doi.org/10.1080/1540496X.2023.2226320>
- Jiang, F; Kim, K. A. (2015). Corporate governance in China: a modern perspective. *Journal of Corporate Finance*, 32, 190-216. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2014.10.010>
- Kartik, N. (2009). Strategic communication with lying costs. *The Review of Economic Studies*, 76, 1359–1395. <https://doi.org/10.1111/j.1467-937X.2009.00559.x>

- Kashanipoor, M; Aghaei, M. A; & Mohseni Namaghi, D. (2019). Disclosure Tone and Future Performance. *Accounting and Auditing Reviews*, 26(4), 570-594. <https://doi.org/10.22059/acctgrev.2020.278084.1008146>, (In Persian).
- Kiattikulwattana, P. (2019). Do letters to shareholders have information content? *Asian Review of Accounting*, 27 (1), 137-159. <https://doi.org/10.1108/ARA-01-2018-0002>
- Kim, O; & Verrecchia, R. (1991). Trading volume and price reactions to public announcements. *Journal of Accounting Research*, 29(Autumn), 302-321. <https://www.jstor.org/stable/2491051>
- Kim, O; & Verrecchia, R. (1994). Market liquidity and volume around earnings announcements. *Journal of Accounting and Economics*, 17, 41-67. [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(94\)90004-3](https://doi.org/10.1016/0165-4101(94)90004-3)
- Kim, O; & Verrecchia, R. (1997). Pre-announcement and event-period private information. *Journal of Accounting and Economics*, 24, 395-419. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(98\)00013-5](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(98)00013-5)
- Kothari, S. P; Xu Li, and James E. Short. (2009). The Effect of Disclosures by Management, Analysts, and Business Press on Cost of Capital, Return Volatility, and Analyst Forecasts: A Study Using Content Analysis. *The Accounting Review*, 84, 1639-1670. <https://doi.org/10.2308/accr.2009.84.5.1639>
- Kumar, A. (2009). Who gambles in the stock market? *The Journal of Finance*, 64, 1889-1933. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2009.01483.x>
- Law, K. K; & Mills, L. F. (2015). Taxes and financial constraints: Evidence from linguistic cues. *Journal of Accounting Research*, 53(4), 777-819. <https://doi.org/10.1111/1475-679X.12081>
- Lee, C. (1992). Earnings news and small traders: An intra-day analysis. *Journal of Accounting and Economics*, 15, 265-302. [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(92\)90021-S](https://doi.org/10.1016/0165-4101(92)90021-S)
- Lee, C; & Radhakrishna, B. (2000). Inferring investor behavior: Evidence from TORQ data. *Journal of Financial Markets*, 3, 83-111. [https://doi.org/10.1016/S1386-4181\(00\)00002-1](https://doi.org/10.1016/S1386-4181(00)00002-1)
- Lee, J; & Park, J. (2019). The impact of audit committee financial expertise on management discussion and analysis (MD&A) tone. *European Accounting Review*, 28(1), 129-150. <https://doi.org/10.1080/09638180.2018.1447387>
- Li, F. (2010a). The information content of forward-looking statements in corporate filings- A naïve Bayesian machine learning approach. *Journal of Accounting Research*, 48 (5), 1049-1102. <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2010.00382.x>
- Li, F. (2010b). Survey of the literature. *Journal of Accounting Literature*, 29, 143-165. <https://www.emeraldgroupublishing.com/journal/jal>
- Libby, R; Bloomfield, R; & Nelson, M. (2002). Experimental research in financial accounting. *Accounting, Organizations and Society*, 27, 775-810. [https://doi.org/10.1016/S0361-3682\(01\)00011-3](https://doi.org/10.1016/S0361-3682(01)00011-3)

- Liu, M. H; & Shrestha, K. M. (2008). Analysis of the long-term relationship between macro-economic variables and the Chinese stock market using heteroscedastic cointegration. *Managerial Finance*, 34(11), 744-755. <https://doi.org/10.1108/03074350810900479>
- Liu, P; & Nguyen, H. T. (2020). CEO characteristics and tone at the top inconsistency. *Journal of Economics and Business*, 108, 105887. <https://doi.org/10.1016/j.jeconbus.2019.105887>
- Loughran, T; and B. McDonald. (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; and Yun, H. (2009). A Wolf in Sheep's Clothing: The Use of Ethics-Related Terms in 10-K Reports. *Journal of Business Ethics*, 89, 39-49. <https://link.springer.com/article/10.1007/s10551-008-9910-1>
- Loughran, T; and B. McDonald. (2014). Measuring Readability in Financial Disclosures. *The Journal of Finance*, 69, 1643-1671. <https://link.springer.com/article/10.1007/s10551-008-9910-1>
- Luo, Y; and L. Zhou. (2017). Managerial ability, tone of earnings announcements, and market reaction. *Asian Review of Accounting*, 25 (4), 454–471. <https://doi.org/10.1108/ARA-07-2016-0078>
- Meulbroek, L. K. (1992). An empirical analysis of illegal insider trading. *The Journal of Finance*, 47(5), 1661–1699. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1992.tb04679.x>
- Mikhail, M. B; Walther, B. R; & Willis, R. H. (2007). When security analysts talk, who listens? *The Accounting Review*, 82(5), 1227–1253. <https://doi.org/10.2308/accr.2007.82.5.1227>
- MoneyShow. (2016). The value of retail investors in today's volatile market. <https://www.irmagazine.com/whitepapers/178/>.
- Nasirzadeh, F; & Puryousef, A. (2023). Earnings Management and Contradiction in Managers' Disclosure Tone: The Moderating Role of CEO Myopia. *Accounting Knowledge*, 14(1), 93-108. <https://www.doi.org/10.22103/jak.2023.21069.3854>, (In Persian).
- Pelle, M; Izadinia, N; & Amiri, H. (2021). Content Analysis of the Sentiment in Board of Directors' Activity Reports Using the Word List Method. *Financial Accounting Knowledge*, 8(1), 1-28. <https://doi.org/10.30479/jfak.2019.10395.2454>, (In Persian).
- Pourkarim, M; Jabbarzadeh Kangarlou, S; Bahri Sales, J; & Ghalavandi, H. (2019). The Impact of Corporate Governance on the Tone of Financial Reporting. *Value & Behavioral Accounting*, 4(8), 33-62. <http://dx.doi.org/10.29252/aapc.4.8.33>, (In Persian).
- Pouryousof, A; Nassirzadeh, F; Hesarzadeh, R; & Askarany, D. (2022). The Relationship between Managers' Disclosure Tone and the Trading Volume of Investors. *Journal of Risk and Financial Management*, 15, 618. <https://doi.org/10.3390/jrfm15120618>

- Pradhan, R. P; Mak, B. A; & Ghoshray, A. (2015). The dynamics of economic growth, oil prices, stock market depth, and other macroeconomic variables: Evidence from the G-20 countries. *International Review of Financial Analysis*, 39, 84-95. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2015.03.006>
- Rajaei Senooshek, S. (2022). The Impact of Managers' Myopia on Abnormal Stock Returns with an Emphasis on Institutional Investors. *Accounting and Management Perspective*, 5(61), 91-102. [https://www.jamv.ir/article\\_151023.html](https://www.jamv.ir/article_151023.html), (In Persian).
- Rao, S. (2024). Identification and Prevention of Financial Fraud in Listed Companies. *Accounting, Auditing and Finance*, 5(2), 137-147. DOI: 10.23977/accaf.2024.050218
- Riley, T. J. (2011). An investigation into manager's language use in earnings press releases. Accounting Ph.D. Dissertation, University of Massachusetts Amherst, Isenberg school of Management. <http://dx.doi.org/10.7275/1925045>
- Rogers, J.L; A. Van Buskirk, and S.L. Zechman. (2011). Disclosure tone and shareholder litigation. *The Accounting Review*, 86 (6), 2155–2183. <https://doi.org/10.2308/accr-10137>
- Shanthikumar, D. (2012). Consecutive earnings surprises: Small and large trader reactions. *The Accounting Review*, 87(5), 1709–1736. <https://doi.org/10.2308/accr-50188>
- Tanani, M. (2020). Stock Price Crash Risk: Investor Sentiment and the Moderating Role of Earnings Management. *Accounting and Auditing Research*, 12(47), 115-132. <https://doi.org/10.22034/iaar.2020.11962>. (In Persian).
- Tetlock, P. C. (2007). Giving content to investor sentiment: The role of media in the stock market. *The Journal of Finance*, 62(3), 1139–1168. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2007.01232.x>
- Tripathi, V; & Seth, R. (2014). Stock Market Performance and Macroeconomic Factors: The study of Indian Equity Market. *Global Business Review*, 15(2), 291-316. <https://doi.org/10.1177/0972150914523599>
- Wong, Wing-Keung and Khan, Habibullah and Du, Jun. (2005), Money, Interest Rate, and Stock Prices: New Evidence from Singapore and the United States (July 1, 2005). U21Global Working Paper No. 007/2005, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1607605> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1607605>
- Wu, X. D. Guo, J.L. (2021). Is Textual Tone Informative or Inflated for Firm's Future Value? Evidence from Chinese Listed Firms. *Economic Modelling*, 94, 513-525. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2020.02.027>
- Yan, S; Hwang, I; & Jung, H. R. (2022). Why do managers manage the tone? Evidence from China. In *Why do Managers Manage the Tone? Evidence from China: Yan, Sabei | uHwang, Iny | uJung, Hyung Rok. [SI]: SSRN.* <https://www.econbiz.de/Record/why-do-managers-manage-the-tone-evidence-from-china-yan-sabei/10013308833>,