

تأثیر سرمایه گذاران نهادی بر افشای پایداری: بررسی نقش تعدیل کننده عملکرد مالی

سارا قوامی لاهیجی

دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری، موسسه آموزش عالی رسام، کرج، ایران.
S.gh.lahiji71@gmail.com

دکتر علیرضا اسکندری

استادیار گروه حسابداری، موسسه آموزش عالی رسام، کرج، ایران. (نویسنده مسئول).
a.eskandari@rasam.ac.ir

چکیده

این پژوهش با هدف بررسی رابطه بین سرمایه‌گذاران نهادی و افشای پایداری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران انجام شده است. همچنین نقش تعدیل کننده عملکرد مالی در این رابطه مورد تحلیل قرار گرفت تا روشن شود آیا شرکت‌های با عملکرد مالی بهتر، در تقویت این رابطه نقش موثرتری ایفا می‌کنند یا خیر؟ این پژوهش از نوع همبستگی، پس‌رویدادی و کاربردی است. جامعه آماری این پژوهش کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۴۰۲-۱۳۹۳ بود که پس از اعمال روش حذف سیستماتیک ۵۸ شرکت (۵۸۰ مشاهده سال-شرکت) به عنوان نمونه انتخاب شدند. همچنین تجزیه و تحلیل داده‌ها با استفاده از نرم افزار Eviews 10 انجام شد. نتایج تحقیق نشان داد که سرمایه‌گذاران نهادی تأثیر مثبت و معناداری بر افشای پایداری شرکت‌ها دارند. همچنین عملکرد مالی به عنوان یک متغیر تعدیلگر، شدت این رابطه را به صورت مثبت و معناداری تقویت می‌کند. به بیان دیگر، شرکت‌هایی که از عملکرد مالی مطلوب‌تری برخوردارند، تمایل بیشتری به افشای اطلاعات مرتبط با پایداری نشان می‌دهند.

واژگان کلیدی: عملکرد مالی، سرمایه‌گذاران نهادی، افشای پایداری، حاکمیت شرکتی.

مقدمه

با توجه به این که امروزه گزارش‌های پایداری به استانداردهای مهمی تبدیل شده اند که برای ارزیابی عملکرد یک کسب و کار استفاده می‌شوند، بر اساس نظریه ذینفعان، شرکت‌ها همچنان تحت فشار ذینفعان مختلف برای افشای اطلاعات درباره فعالیت‌های زیست‌محیطی، مسئولیت اجتماعی و ساختار حاکمیتی خود قرار دارند (رایمو و همکاران، ۲۰۲۰). به طوری که نهادهای نظارتی دستورالعمل‌هایی را برای ترویج نیازهای ذینفعان و افزایش سطح حفاظت از آن‌ها تدوین کرده اند. یکی از ابزارهای مؤثر برای دستیابی به این هدف، حضور سرمایه‌گذاران نهادی در شرکت است (دخلی، ۲۰۲۱). سرمایه‌گذاران نهادی نمایندگان ذی‌نفعی هستند که با داشتن قدرت رأی و تعداد زیادی سهام، می‌توانند بر استراتژی‌ها و سیاست‌های شرکت تأثیر بگذارند (طریقی و همکاران، ۲۰۲۲). سرمایه‌گذاران نهادی از تکنیک‌هایی برای حفاظت از سرمایه‌گذاری خود استفاده می‌کنند؛ آنها مدیران واجد شرایطی را برای نظارت بر تصمیمات استراتژیک شرکت، به ویژه آن‌هایی که به استراتژی‌های پایداری مربوط می‌شوند، استخدام می‌کنند (چوئو همکاران، ۲۰۲۰). همچنین، آنها انگیزه دارند تا ارزش سهام را افزایش دهند، بنابراین علاقه‌مند به مشارکت در مدیریت و تأثیرگذاری بر عملکرد شرکت هستند.

(نتیم و سوباروین، ۲۰۱۳). به طور خاص، آنها این تأثیر را از طریق کانال‌های مختلف، از جمله مشارکت مستقیم در هیئت مدیره شرکت‌ها و تصمیمات سرمایه‌گذاری غیرمستقیم بر اساس سیاست‌های شرکت، اعمال می‌کنند. سرمایه‌گذاران نهادی به عنوان ابزارهای نظارتی عمل می‌کنند تا از اقدامات منفی مدیران، به ویژه آن‌هایی که مربوط به فعالیت‌های غیرمالی هستند، جلوگیری کنند (الکردی، ۲۰۲۲). عملکرد مالی به میزان استفاده یک سازمان از دارایی‌های خود برای ایجاد درآمد اشاره دارد. این عملکرد یکی از مهمترین شاخص‌ها برای ارزیابی موفقیت یک شرکت در دستیابی به اهداف مالی خود است. بنابراین، ارتقاء و بهبود عملکرد مالی شرکت همواره به عنوان یک موضوع چالش برانگیز برای شرکت‌ها و مدیران مطرح بوده است. در حالی که مطالعات قبلی بر بررسی رابطه مستقیم بین سرمایه‌گذاران نهادی و افشای پایداری تمرکز داشته اند، توجه کمتری به اثر تعدیل‌کننده سایر عوامل اساسی و ساختاری مانند عملکرد مالی که بر تصمیم‌گیری‌های مالی تأثیر می‌گذارد، شده است. بنابراین، این مطالعه هدف دارد یک چارچوب مفهومی ایجاد کند که روابط بین متغیرها را در این زمینه بررسی کند. به طور خاص، این مطالعه تحلیل خواهد کرد که چگونه سرمایه‌گذاران نهادی از قابلیت‌های نظارتی و ترجیحات سرمایه‌گذاری خود برای افزایش سطح افشای پایداری استفاده می‌کنند. علاوه بر این، این مطالعه نگرش‌های سرمایه‌گذاران نهادی نسبت به افشای پایداری را در رابطه با عملکرد مالی شرکت‌ها بررسی خواهد کرد. با توجه به ماهیت بحث برانگیز روابط بین سرمایه‌گذاران نهادی، افشای پایداری و عملکرد مالی و در پرتو نظریه‌های نمایندگی و ذینفعان، این مطالعه تلاش می‌کند به سوالات زیر پاسخ دهد:

آیا سرمایه‌گذاران نهادی بر افشای پایداری اثر دارند؟

آیا عملکرد مالی رابطه بین سرمایه‌گذاران نهادی و افشای پایداری را تعدیل می‌کند؟

تعریف مفهومی متغیرها

افشای پایداری: افشای پایداری به معنای گزارش‌دهی و شفاف‌سازی فعالیت‌ها و تأثیرات یک سازمان در زمینه‌های زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیت شرکتی است. این گزارش‌ها به سرمایه‌گذاران و سایر ذینفعان کمک می‌کنند تا عملکرد و ریسک‌های مرتبط با پایداری شرکت را ارزیابی کنند و تصمیمات آگاهانه‌تری بگیرند.

سرمایه‌گذاران نهادی: سرمایه‌گذاران نهادی نمایندگان ذی‌نفعی هستند که با داشتن قدرت رأی و تعداد زیادی سهام، می‌توانند بر استراتژی‌ها و سیاست‌های شرکت تأثیر بگذارند (الکردی و همکاران، ۲۰۲۴).

عملکرد مالی: عملکرد مالی به میزان استفاده یک سازمان از دارایی‌های خود برای ایجاد درآمد اشاره دارد. این عملکرد یکی از مهمترین شاخص‌ها برای ارزیابی موفقیت یک شرکت در دستیابی به اهداف مالی خود است (کاظم پور و همکاران، ۱۴۰۳).

پیشینه پژوهش

پناهی درچه و همکاران (۱۴۰۴) در پژوهشی خود به بررسی ارتباط افشای اطلاعات با اهمیت پایداری و عملکرد شرکت با توجه به تعدیلگری استراتژی تجاری پرداختند جامعه آماری این پژوهش شامل، ۱۰۲ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، طی سالهای ۱۳۹۷ تا ۱۴۰۱ بود. نتایج پژوهش نشان داد که بین افشای اطلاعات با اهمیت پایداری و عملکرد شرکت، رابطه مثبت معناداری وجود دارد. همچنین، استراتژی تجاری، در رابطه بین افشای اطلاعات با اهمیت پایداری و عملکرد شرکت، نقش تعدیل‌کننده دارد و باعث تقویت این رابطه مثبت می‌شود اصلی‌ترین محدودیت این پژوهش، عدم افشای پایداری برخی شرکت‌ها بود که باعث کاهش تعداد شرکت‌های نمونه شد.

حکمت و همکاران (۱۴۰۴) در مطالعه خود به بررسی تأثیر افشای گزارشگری پایداری و مقایسه پذیری اطلاعات حسابداری بر تداوم سود پرداختند جامعه آماری پژوهش کلیه شرکتهای بورسی و فرابورسی پذیرفته شده در بازار سرمایه ایران است که پس از اعمال فیلترهای مطرح شده، اطلاعات ۹۶ شرکت بورسی و فرابورسی در ۱۲ صنعت مختلف به صورت فصلی گردآوری شد. برای محاسبه متغیرهای پژوهش، داده های مالی شرکت های نمونه، به صورت فصلی و برای دوره چهارساله، طی سالهای ۱۳۹۸ تا ۱۴۰۱ جمع آوری شدند که در مجموع ۱۵۳۶ فصل - شرکت بود. نمونه آماری انتخابی، تقریباً ۴۰ درصد ارزش کل بازار سرمایه را پوشش داد. در نهایت فرضیه های پژوهش با استفاده از روش حداقل مربعات تعمیم یافته آزمون شدند یافته های پژوهش نشان داد که بین افشای گزارشگری پایداری و تداوم سود، رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. در واقع فرضیه اول پژوهش تأیید شد؛ این در حالی است که بین مقایسه پذیری اطلاعات حسابداری و تداوم سود رابطه معناداری وجود ندارد و فرضیه دوم تأیید نشد.

یحیی (۲۰۲۵) به بررسی نقش سرمایه گذاران نهادی در ارتباط بین افشای پایداری و عملکرد شرکت پرداخت این پژوهش از داده های پانلی شامل ۱۵۲ شرکت عمومی پذیرفته شده در طول ده سال استفاده کرد و مدل های رگرسیون با اثرات ثابت (FEM) و اثرات تصادفی (REM) را به کار گرفت تا تأثیرات مستقیم و غیرمستقیم افشای پایداری بر عملکرد مالی را ارزیابی کند یافته ها نشان داد که در حالی که افشای پایداری با تسهیل ایجاد ارزش بلندمدت و کاهش ریسک ها تأثیر مثبتی بر عملکرد شرکت دارد، مالکیت سرمایه گذاران نهادی به طور قابل توجهی این اثر را تقویت می کند. از جمله مواردی که برای بهبود در تحقیقات آینده پیشنهاد شد تحلیل عمیق تر ثبات مالی و ریسک بود چرا که با توجه به تنوع قابل توجه در عملکرد مالی و اهرم شرکت ها، مطالعات آینده باید عواملی را که به ثبات مالی و تفاوت های ریسکی در میان شرکت ها منجر می شوند، بررسی کنند. همچنین این مطالعه روابط همبستگی را اثبات می کند اما روابط علی را تأیید نمی کند. تحقیقات آینده باید آزمایش های علی مانند آزمایش های علیت گرنجر برای تعیین اینکه آیا افشای پایداری شرکتی (CSD) و مالکیت نهادی (IO) عملکرد مالی را تقویت می کنند، اتخاذ کنند.

الکردی و همکاران (۲۰۲۴) در تحقیقی نشان دادند که سرمایه گذاران نهادی نگرش های متفاوتی نسبت به افشای پایداری دارند. سرمایه گذاران نهادی تأثیر مثبت و قابل توجهی بر افشای پایداری شرکت ها دارند. علاوه بر این، رابطه بین سرمایه گذاران نهادی و افشای پایداری به طور قابل توجهی تحت تأثیر عملکرد مالی قرار دارد. جامعه آماری این پژوهش از یک مجموعه داده پانلی شامل ۵۱ شرکت از بخش صنعتی که در بورس اوراق بهادار عمان قرار داشته اند، با مجموع ۴۵۹ مشاهده در طی سال های ۲۰۱۳ تا ۲۰۲۱ بود و از مدل های رگرسیون چندگانه برای آزمون روابط مستقیم و تعدیل کننده استفاده شد. در حالی که این مطالعه بینش هایی ارائه داده است، محدودیت هایی نیز دارد که می توان در تحقیقات آینده به آنها پرداخت. نخست، مطالعه حاضر فقط بر بازار اردن متمرکز است و مطالعات آینده می توانند در گسترده ای از کشورهای توسعه یافته و در حال توسعه انجام شوند. دوم، این مطالعه فقط یک دسته از مالکیت نهادی را در نظر گرفته است و تحقیقات آینده می توانند این دسته را گسترش دهند و شامل سایر دسته ها مانند سرمایه گذاران نهادی خارجی، دولت، موسسات مالی و صندوق های بازنشستگی شوند. این امر به بررسی اثر احتمالی دسته های مختلف سرمایه گذاران نهادی بر گزارش های پایداری کمک خواهد کرد. سوم، این مطالعه بر بخش صنعتی متمرکز بوده است، بنابراین تحقیقات آینده می توانند به بخش های مالی و غیرمالی گسترش یابند تا امکان تقویت یافته های مطالعه فراهم شود. در نهایت، با توجه به افزایش تأثیر فناوری بر موفقیت شرکت ها، تحقیقات آینده می توانند تأثیر حاکمیت شرکتی بر روش های پایداری را در پرتو هوش مصنوعی بررسی کنند.

روش‌شناسی پژوهش

رویکرد پژوهش حاضر، از نظر ماهیت و محتوای علمی، در زمره مطالعات همبستگی قرار می‌گیرد؛ به این معنا که هدف آن بررسی روابط میان متغیرهای پژوهش در قالب تحلیل همبستگی است. همچنین، این تحقیق از نوع پس‌رویدادی (آرشیوی) محسوب می‌شود، چرا که داده‌های مورد استفاده مبتنی بر اطلاعات تاریخی و مربوط به دوره‌های گذشته است. از نظر روش گردآوری اطلاعات، پژوهش حاضر بر پایه مطالعات کتابخانه‌ای و تحلیل داده‌های ترکیبی شکل گرفته است. بر اساس هدف، تحقیق کاربردی بوده و از منظر روش اجرا، در دسته تحقیقات توصیفی طبقه‌بندی می‌شود.

مبانی نظری فرضیه‌ها

مبانی نظری فرضیه اول

سرمایه‌گذاران نهادی نمایندگان ذی‌نفوذی هستند که با داشتن قدرت رأی و تعداد زیادی سهام، می‌توانند بر استراتژی‌ها و سیاست‌های شرکت تأثیر بگذارند (طریقی و همکاران، ۲۰۲۲). نظریه نمایندگی بیان می‌کند که سرمایه‌گذاران نهادی سرمایه‌گذارانی منطقی هستند که به دنبال سرمایه‌گذاری‌های سودآور هستند و هر سرمایه‌گذاری را از نظر ریسک و بازده به دقت ارزیابی می‌کنند. در نتیجه، سرمایه‌گذاران نهادی شرکت‌ها را تشویق می‌کنند تا اطلاعات پایداری را افشا کنند تا به سطح بالایی از عملکرد دست یابند، شفافیت بین سهامداران و مدیریت را افزایش دهند و ارزش و قیمت سهام شرکت را بالا ببرند (حق و تتم، ۲۰۱۸). با این حال، علاقه سرمایه‌گذاران نهادی به افشای پایداری بسته به ارتباط آن‌ها با شرکت‌هایی که در آن‌ها سرمایه‌گذاری می‌کنند و افق سرمایه‌گذاری آن‌ها متفاوت است. بنابراین، رفتار آن‌ها در رابطه با پذیرش سیاست‌های پایداری و شفافیت شرکت‌ها نیز متفاوت خواهد بود (دخلی، ۲۰۲۱). واکنش سرمایه‌گذاران نهادی کوتاه مدت و بلندمدت به افشای پایداری بستگی به اندازه پرتفوی آن‌ها و تحمل ریسک آن‌ها دارد (دخلی، ۲۰۲۱). به گفته گارسیا-سانچز و همکاران (۲۰۲۰)، سرمایه‌گذاران نهادی کوتاه مدت ممکن است به افشای پایداری بر اساس اینکه آیا آن‌ها برای عملکرد کوتاه مدت سهام شرکت مثبت یا منفی می‌بینند، واکنش نشان دهند. در مقابل، سرمایه‌گذاران نهادی افشای پایداری را برای کاهش ریسک‌های بلندمدت مانند آسیب‌های اعتباری و مسئولیت‌های زیست‌محیطی حیاتی می‌دانند. آن‌ها معتقدند که شیوه‌های پایدار به ثبات مالی بلندمدت و کاهش ریسک در مواجهه با مقررات زیست‌محیطی و کمبود منابع کمک می‌کند (فاطمی و همکاران، ۲۰۱۸). در واقع، ادبیات تجربی گسترده‌ای وجود دارد که تأکید کرده است سرمایه‌گذاران نهادی تأثیر قابل توجهی بر تصمیمات شرکت‌ها در مورد اطلاعات پایداری دارند و رابطه مثبتی بین سرمایه‌گذاران نهادی و افشای پایداری یافته است (وانگ و چن، ۲۰۱۷). بر اساس نظریه ذینفعان، ولبک (۲۰۱۷) استدلال کرد که سرمایه‌گذاران نهادی تلاش می‌کنند تا رابطه بین فعالیت‌های شرکت و ارزش‌های جامعه را بهبود بخشند تا نتایج مثبتی برای همه ذینفعان درگیر ترویج دهند. علاوه بر این، آن‌ها استدلال کردند که سرمایه‌گذاران نهادی می‌توانند با مشارکت در به روزرسانی قوانین پایداری که به طور مثبت بر ارزش و شهرت شرکت‌ها تأثیر می‌گذارد، مزایای بلندمدتی را برای شرکت‌ها فراهم کنند. در مقابل، کسانی که افق سرمایه‌گذاری کوتاه مدت دارند، افشای پایداری را پرخطر می‌بینند و کمتر احتمال دارد که آن‌ها را ترویج دهند. با این حال، برخی مطالعات (مانند آرورا و دهروادکار، ۲۰۱۱) گزارش می‌دهند که سرمایه‌گذاران نهادی تأثیر منفی بر افشای پایداری دارند. این مطالعات نشان می‌دهند که شرکت‌هایی با تعداد زیادی سرمایه‌گذار نهادی تمایل به افشای پایداری کمتری دارند چون در ریسک‌پذیری، افق‌های زمانی و فعالیت‌های نظارتی مدیریتی تفاوت دارند. علاوه بر این، این مطالعات گزارش دادند که شرکت‌هایی با افشای ناکافی اطلاعات پایداری کمتر احتمال دارد که به مقررات و قوانین افشای پایداری پایبند باشند. برخلاف مطالعاتی که رابطه مثبت و منفی بین متغیرهای مرتبط یافتند، تعداد کمی از مطالعات هیچ رابطه معناداری بین سرمایه‌گذاران نهادی و

افشای پایداری پیدا نکردند (چوی و همکاران، ۲۰۲۰) و توضیح دادند که سرمایه‌گذاران نهادی لزوماً از مالکیت خود برای ترویج تعهد شرکت‌ها به افشای پایداری استفاده نمی‌کنند. بنابراین، بسته به دیدگاه سرمایه‌گذار نهادی و با توجه به بخش بزرگی از مطالعات قبلی که رابطه بین سرمایه‌گذاران نهادی و افشای پایداری را یافتند، این مطالعه به بررسی این فرضیه می‌پردازد:

فرضیه اول: بین سرمایه‌گذاران نهادی و افشای پایداری رابطه معناداری وجود دارد.

مبانی نظری فرضیه دوم

علاقه سرمایه‌گذاران نهادی به فعالیت‌های پایداری تحت تأثیر عملکرد مالی شرکت قرار می‌گیرد (دخلی، ۲۰۲۱). این نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران نهادی موفقیت مالی را هنگام ارزیابی افشای پایداری در نظر می‌گیرند. سرمایه‌گذاران نهادی معتقدند که شرکت‌هایی که عملکرد مالی بهتری دارند، توانایی بیشتری دارند زیرا می‌توانند افشای پایداری را به طور مؤثرتری اجرا کنند (ماهونی و رابرتز، ۲۰۰۷). سرمایه‌گذاران نهادی ممکن است تحت تأثیر افشای پایداری در شرکت‌هایی که عملکرد مالی ضعیفی دارند، قرار نگیرند، به ویژه اگر معتقد باشند که شرکت باید به جای سرمایه‌گذاری در افشای پایداری، بر بهبود نتایج مالی تمرکز کند. علاوه بر این، سرمایه‌گذاران نهادی کوتاه مدت ممکن است از افشای پایداری حمایت کنند اگر شرکت‌ها همچنان به انتظارات عملکرد مالی دست یابند. گارسیا-سانچز و همکاران (۲۰۲۰). سرمایه‌گذاران نهادی اطلاعات را به دقت تحلیل می‌کنند قبل از اینکه تصمیمات سرمایه‌گذاری بگیرند. اگر شرکت‌ها از نظر مالی عملکرد خوبی داشته باشند، سرمایه‌گذاران نهادی انگیزه دارند تا اقدامات مدیریت را به دقت نظارت کنند و اطمینان حاصل کنند که ابتکارات پایداری به درستی افشا می‌شوند. در این زمینه، وانگ و چن (۲۰۱۷) استدلال کردند که قدرت سرمایه‌گذاران نهادی از سهام مالکیت آن‌ها ناشی می‌شود که در تمایل آن‌ها به یافتن یک استراتژی پایداری است که می‌تواند تحت تأثیر عملکرد مالی شرکت قرار گیرد. علاوه بر این، نظریه ذینفعان بیان می‌کند که شرکت‌های موفق از نظر مالی در موقعیت بهتری برای تعامل با ذینفعان مختلف، از جمله سرمایه‌گذاران نهادی، با ارائه افشای پایداری جامع قرار دارند. این بدان معناست که شرکت‌هایی با عملکرد مالی قوی منابع بیشتری برای سرمایه‌گذاری در ابتکارات گزارش‌های پایداری دارند و بنابراین می‌توانند نیازهای سرمایه‌گذاران نهادی که فعالیت‌های پایداری را اولویت می‌دهند، برآورده کنند (حق و نتم، ۲۰۱۸). برخی مطالعات استدلال کرده‌اند که عملکرد مالی بر فعالیت‌های پایداری تأثیر می‌گذارد (خان و همکاران، ۲۰۱۶) آن‌ها تأکید کردند که شرکت‌هایی که سطح خوبی از عملکرد مالی را حفظ می‌کنند، ممکن است از مزایای رقابتی قوی‌تر، بهبود شهرت شرکت و افزایش وفاداری ذینفعان بهره‌مند شوند که می‌تواند به طور مثبت بر افشای پایداری شرکت منعکس شود. این نتیجه مشکلات نمایندگی بین شرکت‌ها و گروه‌های مختلف ذینفعان را کاهش می‌دهد و سپس ارزش آن را در بازار افزایش می‌دهد. در نتیجه، عملکرد مالی و افشای پایداری بهتر نقش‌های مهمی در ساخت روابط بلندمدت با سرمایه‌گذاران نهادی ایفا می‌کنند. بنابراین، مطالعات قبلی نشان می‌دهند که ارزش شرکت زمانی افزایش می‌یابد که سرمایه‌گذاران نهادی به سطوح بالاتر پاسخ بهتری بدهند (لی و همکاران، ۲۰۱۸). علاوه بر این، بهبود عملکرد مالی شرکت‌ها امکان افزایش شفافیت در افشای پایداری را فراهم می‌کند که به نوبه خود در جذب سرمایه‌گذاران نهادی منعکس می‌شود (کائو و همکاران، ۲۰۱۹). در این زمینه، رابطه متقابل سودمند بین سرمایه‌گذاران نهادی و شرکت‌ها از طریق عملکرد مالی قوی تقویت می‌شود (سینگ و دیوس، ۲۰۱۷). علاوه بر این، بهبود عملکرد مالی باعث جذب و حفظ سرمایه‌گذاران نهادی خواهد شد. سپس، افشای پایداری در بلندمدت از طریق نظارت بر شیوه‌های مدیریتی بهبود خواهد یافت (جاوید و همکاران، ۲۰۲۰). براساس مبانی نظری و پیشینه موجود، این پژوهش به بررسی این فرضیه می‌پردازد:

فرضیه دوم: عملکرد مالی رابطه بین سرمایه‌گذاران نهادی و افشای پایداری را تعدیل می‌کند

نمونه آماری و روش نمونه‌گیری

نمونه آماری، زیرمجموعه‌ای محدود از اعضای جامعه آماری است که نمایانگر ویژگی‌های اصلی آن بوده و با نماد n نشان داده می‌شود. این نمونه به‌گونه‌ای انتخاب می‌شود که بتوان نتایج حاصل از بررسی آن را به کل جامعه آماری تعمیم داد. در این پژوهش، برای انتخاب نمونه‌ها از روش حذف سیستماتیک بهره گرفته شد. بر اساس این روش، شرکت‌های مورد بررسی از میان جامعه آماری با در نظر گرفتن شرایط و محدودیت‌های مشخصی گزینش شدند. این محدودیت‌ها شامل معیارهایی بودند که به منظور افزایش دقت و اعتبار نتایج تحقیق، شرکت‌هایی که فاقد آن شرایط بودند از نمونه حذف گردیدند

۱. شرکت‌هایی که قبل از سال ۱۳۹۳ در بورس اوراق بهادار پذیرفته شده و تا پایان سال ۱۴۰۲ نیز در لیست بورس باشند (۱۰ سال تمام و حداکثر ۳ ماه توقف نماد داشته باشند).
۲. شرکت‌هایی که سال مالی آنها منتهی به پایان اسفند ماه باشد.
۳. شرکت‌هایی که در طی دوره مورد بررسی (۱۳۹۳-۱۴۰۲) تغییر سال مالی نداشته باشند.
۴. شرکت‌هایی که داده‌های آنها برای انجام این پژوهش مورد نیاز است، در دسترس باشد.
۵. به دلیل تفاوت در ماهیت فعالیت شرکت‌های سرمایه‌گذاری، بیمه، لیزینگ و بانک‌ها، هلدینگ از جامعه حذف می‌شود.

با مشخصات مذکور، ۱۸۵ شرکت، جهت بررسی به عنوان نمونه انتخاب شد. اطلاعات شرکت‌ها از سازمان بورس جمع‌آوری شد و جهت بهره‌برداری و آزمون فرضیه‌ها مورد استفاده قرار گرفت.

جدول (۱): انتخاب نمونه

ردیف	محدودیت‌ها	تعداد
۱	تعداد شرکت‌های که از سال ۹۳ تا ۱۴۰۲ مداوم عضو بورس هستند.	۳۴۷
۲	تعداد شرکت‌هایی که جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری، بانک و بیمه و هلدینگ هستند.	۸۷
۳	تعداد شرکت‌هایی که سال مالی منتهی به ۲۹ اسفند ندارند.	۷۵
۴	تعداد شرکت‌هایی که سرمایه‌گذار نهادی نداشتند	۱۲۷
۵	نمونه غربالگری شده	۵۸

روش گردآوری اطلاعات

برای گردآوری داده‌های مورد نیاز، به اسناد و مدارک مالی شرکت‌ها مراجعه شد و اطلاعات مربوط از صورت‌های مالی، گزارش‌های هیأت‌مدیره و داده‌های منتشرشده توسط سازمان بورس اوراق بهادار تهران استخراج گردید. این اطلاعات از طریق نرم‌افزار ره‌آورد نوین و وبسایت رسمی کدال به نشانی www.codal.ir جمع‌آوری شد. پس از مرحله گردآوری، داده‌ها با استفاده از نرم‌افزار Excel طبقه‌بندی و سازمان‌دهی شدند. در مرحله تحلیل آماری، از نرم‌افزار EViews نسخه ۱۰ بهره گرفته شد تا روابط میان متغیرها بررسی و نتایج پژوهش استخراج گردد.

تعریف عملیاتی متغیرهای پژوهش متغیر وابسته

افشای پایداری (SD): برای اندازه‌گیری افشای پایداری، از گزارش‌های سالانه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران استفاده می‌شود. افشای پایداری به سه دسته امتیاز محیطی (ENVD)، اجتماعی (SOCD) و حاکمیت شرکتی (GOVD) تقسیم می‌شود که شامل ۳۰ شاخص مختلف است. این مطالعه بر تحلیل محتوا و کدگذاری برای تعیین درجه افشای پایداری متمرکز است. هر آیتم از ۰ تا ۱ امتیازدهی می‌شود و امتیاز بالاتر نشان‌دهنده افشای بیشتر است. آیتم‌های گزارش‌های سالانه به صورت دودویی (۱ برای افشا و ۰ برای عدم افشا) کدگذاری می‌شوند. امتیاز درصدی شرکت با جمع کل آیتم‌های افشا شده و تقسیم آن بر تعداد کل شاخص‌ها به دست می‌آید (العالمش و همکاران، ۲۰۲۲).

Di: به هر آیتم در گزارش‌های سالانه، در صورت افشا، امتیاز ۱ و در

غیر این صورت امتیاز ۰ داده می‌شود

$$\text{افشای پایداری} = \sum_{i=1}^n \frac{D_i}{N_j}$$

Nj: تعداد کل آیتم‌های شاخص

جدول (۱): جدول متغیرهای مربوط به افشای پایداری العامش و همکاران (۲۰۲۲)

متغیرها	زیر مجموعه متغیرها
افشای محیطی	مصرف انرژی شرکت‌ها (شامل فرآیندهای مستقیم و غیرمستقیم)
	درصد شدت انرژی
	منابع اصلی انرژی مورد استفاده توسط شرکت‌ها
	شیوه‌های مدیریت آب شرکت‌ها (شامل استفاده از آب بازیافتی و آب شیرین)
	شیوه‌های مدیریت پسماند شرکت‌ها (شامل پسماند تولید شده و بازیافتی)
	نسبت مواد بازیافتی استفاده شده در کل منابع ورودی
	تأثیرات زیست محیطی
	سیاست‌ها و ابتکارات زیست محیطی
	تحقیق و توسعه زیست محیطی
	نسبت پرداخت به مدیرعامل
افشای اجتماعی	نسبت پرداخت جنسیتی و تلاش‌های برابری
	نرخ ترک کار و تلاش‌های حفظ کارکنان
	تنوع جنسیتی
	سیاست‌ها و شیوه‌های عدم تبعیض
	نرخ آسیب در محل کار و اقدامات ایمنی
	سیاست‌های کار کودکان
	سیاست‌ها و شیوه‌های حقوق بشر
	تنوع و نمایندگی در هیئت مدیره
	کمک‌های مالی
	صلاحیت‌های کارکنان و فرصت‌های توسعه حرفه‌ای
افشای حاکمیتی	مشارکت و تلاش‌های ارتباطی با جامعه
	ابتکارات بهداشت و سلامتی کارکنان
	تفکیک قدرت‌ها در هیئت مدیره و شیوه‌های حاکمیتی
	روش‌های رأی‌گیری محرمانه
	ساختارهای پرداخت تشویقی و سیاست‌های جبران خدمت
	شیوه‌های کار عادلانه
	کد رفتاری تأمین‌کنندگان و دستورالعمل‌های اخلاقی برای آنها
	کد اخلاقی (EC) رفتاری
	سیاست‌ها و اقدامات ضد رشوه و فساد
	شفافیت مالیاتی و رعایت قوانین و مقررات مالیاتی

متغیر مستقل

سرمایه گذاران نهادی (INSTE): برای اندازه گیری این متغیر نسبت سهام نگهداری شده توسط سرمایه گذاران نهادی به کل تعداد سهام منتشر شده ارزیابی می شود (الکردی و همکاران، ۲۰۲۴).

متغیر تعدیل کننده

عملکرد مالی (FP): برای اندازه گیری عملکرد مالی شرکت، از بازده دارایی ها (ROA) به عنوان یکی از شاخص های عملکرد مبتنی بر حسابداری استفاده خواهد شد. برای اندازه گیری بازده دارایی از تقسیم سودخالص به کل دارایی استفاده می شود. این شاخص شناخته شده ای است که برای اندازه گیری عملکرد مالی شرکت براساس پتانسیل رشد به کار می رود (الکردی و همکاران، ۲۰۲۴).

متغیرهای کنترلی

اندازه شرکت (FSIZE): اندازه شرکت با استفاده از لگاریتم طبیعی کل دارایی های شرکت اندازه گیری می شود. اهرم مالی (LEV): این متغیر با تقسیم کل بدهی ها بر کل دارایی ها اندازه گیری می شود. ۱-۹-۶- نقدینگی (LIQU): این متغیر با تقسیم کل دارایی های جاری بر کل بدهی های جاری اندازه گیری می شود (الکردی و همکاران، ۲۰۲۴).

آمار توصیفی

آمار توصیفی به آن دسته از روش های آماری گفته می شود که به پژوهشگر در طبقه بندی، خلاصه کردن، تصویب و تفسیر و برقراری ارتباط از طریق اطلاعات جمع آوری شده کمک می کند. در واقع این نوع تحلیل، داده ها و اطلاعات پژوهش را توصیف می کند و طرح یا الگوی کلی از داده ها را برای استفاده سریع و بهتر از آن ها به دست می دهد.

جدول (۲): آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	نماد	میانگین	میانه	بیشترین مقدار	کمترین مقدار	انحراف استاندارد	چولگی	کشیدگی
عملکرد مالی	FP	۰.۱۷	۰.۱۴	۰.۷۱	-۰.۷۰	۰.۱۷	۰.۱۰	۴.۹۵
اندازه شرکت	FSIZE	۱۴.۷۲	۱۴.۵۹	۱۷.۱۴	۱۲.۷۹	۰.۷۹	۰.۴۹	۲.۹۷
سرمایه گذاران نهادی	INSTE	۵۲.۸۲	۵۶.۰۲	۹۸.۱۵	۲.۵۰	۲۵.۷۸	-۰.۲۶	۱.۹۵
اهرم مالی	LEV	۰.۵۱	۰.۵۰	۳.۹۴	۰.۰۳	۰.۳۰	۳.۹۸	۴۱.۳۶
نقدینگی	LIQU	۲.۳۱	۱.۴۵	۲۹.۴۰	۰.۱۸	۲.۹۲	۴.۵۵	۲۸.۹۷
افشای پایداری	SD	۱.۶۷	۱.۶۷	۴.۳۳	۰.۰۰	۰.۸۳	۰.۱۴	۲.۵۷

جدول (۲) آمار توصیفی متغیرهای پژوهش را نشان می دهد. این اطلاعات ابتدایی به درک بهتر مدل کمک می کنند و برای شناسایی الگوهای اولیه در داده ها ضروری اند (صمدی و صالحی، ۱۴۰۰). مهم ترین شاخص مرکزی، میانگین است که نشان دهنده نقطه تعادل و مرکز ثقل توزیع و نیز شاخص مناسبی برای نشان دادن مرکزیت داده ها است. یکی دیگر از پارامترهای توصیفی، انحراف معیار است که نشان دهنده پراکندگی داده ها است. همچنین پارامترهای حداقل و حداکثر در جدول فوق، دامنه تغییرات داده ها را نشان می دهند.

همان گونه که ملاحظه می شود در جدول فوق به ترتیب میانگین، میانه، بیشترین مقدار، کمترین مقدار و انحراف معیار به ازای هر یک از متغیرهای تحقیق درج شده است. انحراف معیار عبارت است از متوسط مجذور فاصله هر یک از داده ها از میانگین و شاخصی برای نمایش پراکندگی می باشد. در جدول بالا انحراف معیار که یکی از شاخص های پراکندگی است نشان می دهد به طور میانگین، داده ها چه مقدار از مقدار متوسط فاصله دارند. (با توجه به ماهیت متغیر مستقل، تنها شرکت هایی انتخاب شدند که در کل دوره ده ساله، ساختار مالکیتی آن ها حاوی حضور مستمر سرمایه گذاران نهادی بوده

است. این شرط به منظور افزایش دقت تحلیل و کنترل اثرات ناپایدار مالکیت نهادی در دوره های متناوب اعمال شده است. در نتیجه از میان ۴۰۸ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران نمونه نهایی به دلیل لازم بودن وجود متغیر مستقل شامل ۵۸ شرکت بود (یعنی معادل ۱۴ درصد جامعه آماری).

بررسی همبستگی متغیرهای توضیحی

یکی از فروض رگرسیون عدم وجود هم خطی بین متغیرهای توضیحی در مدل است، لذا لازم است قبل از برآورد مدل، این مسأله با محاسبه ماتریس همبستگی ضرایب کنترل گردد. منظور از همبستگی وجود یک ارتباط خطی بین متغیرهای مستقل است که بسته به شدت همبستگی بین متغیرهای مستقل، نوع و میزان هم خطی متفاوت است. برای بررسی هم خطی بین متغیرهای توضیحی مدل، ضریب همبستگی پیرسون و میزان معنی داری آن محاسبه می شود. اگر ضریب پیرسون بین دو متغیر توضیحی بیشتر از ۰/۸ یا کمتر از ۰/۸- باشد نشان دهنده هم خطی شدید است. ماتریس ضرایب همبستگی به قرار زیر است:

جدول (۳): نتایج آزمون همبستگی

همبستگی	عملکرد مالی (FP)	اندازه شرکت (FSIZE)	سرمایه گذاران نهادی (INSTE)	اهرم مالی (LEV)	نقدینگی (LIQU)
عملکرد مالی (FP)	۱				
اندازه شرکت (FSIZE)	۰.۳۹۶	۱			
سرمایه گذاران نهادی (INSTE)	-۰.۶۶۶	۰.۰۰۰	۱		
اهرم مالی (LEV)	-۰.۶۱۲	-۰.۲۰۰	۰.۲۲۹	۱	
نقدینگی (LIQU)	۰.۲۹۴	-۰.۰۷۹	-۰.۲۵۲	-۰.۴۸۶	۱

در جدول فوق مقادیر همبستگی دو به دو تمام متغیرها، غیر از متغیر وابسته، آمده است. ضریب همبستگی بین متغیرهای توضیحی کمتر از ۰/۸ و بیشتر از ۰/۸- گزارش شده که نشان می دهد مشکل جدی هم خطی وجود ندارد و این یافته ها با استانداردهای توصیه شده در مطالعات اقتصادسنجی هم راستا است.

مانایی متغیرها

باید قبل از به کارگیری متغیرهای اقتصادی در مدل، بررسی لازم در خصوص مانایی آن ها صورت گیرد و نسبت به مانا یا نامانا بودن متغیرهای تلفیقی اطمینان حاصل شود. جدول زیر نتایج آزمون لوین لین را نشان می دهد:

جدول (۴): نتایج آزمون مانایی

متغیر	نماد	آماره آزمون	مقدار احتمال	نتیجه
عملکرد مالی	FP	-۶.۴۴	۰.۰۰۰	مانا
اندازه شرکت	FSIZE	-۶۶۹۰	۰.۰۰۰	مانا
سرمایه گذاران نهادی	INSTE	-۷۱.۰۲۰	۰.۰۰۰	مانا
اهرم مالی	LEV	-۸.۰۵۰	۰.۰۰۰	مانا
نقدینگی	LIQU	-۷.۱۸۰	۰.۰۰۰	مانا
افشای پایداری	SD	-۱۰.۱۴۰	۰.۰۰۰	مانا

با توجه به مقدار احتمال آزمون مانایی لوین لین که کم‌تر از سطح اطمینان ۹۵ درصد است فرض صفر آزمون رد می‌شود و تمام متغیرها مانا هستند.

آزمون اف لیمر

در آزمون F لیمر، فرضیه صفر (H_0) بیانگر یکسان بودن عرض از مبدأها در میان واحدهای مقطعی است، در حالی که فرضیه مقابل (H_1) نشان‌دهنده تفاوت در عرض از مبدأها بین این واحدهاست. اگر نتایج آزمون منجر به پذیرش (H_0) شود، به این معناست که داده‌ها قابلیت ترکیب دارند و استفاده از مدل تلفیقی (تجمیعی) از نظر آماری قابل قبول خواهد بود؛ در این حالت، فرضیه‌های پژوهش با روش داده‌های تلفیقی مورد بررسی قرار می‌گیرند. اما اگر (H_0) رد شود، به معنای وجود تفاوت معنادار در عرض از مبدأهاست و در نتیجه، مدل پانل مناسب‌تر خواهد بود؛ در این صورت، آزمون فرضیه‌ها با استفاده از روش داده‌های پانل انجام می‌شود. این آزمون که در واقع همسانی یا ناهمسانی عرض از مبدأها را بررسی می‌کند، پس از اجرا در نرم‌افزار EViews خروجی مشخصی ارائه می‌دهد که مبنای تصمیم‌گیری در انتخاب نوع مدل خواهد بود.

جدول (۵): نتایج حاصل از آزمون چاو (اف لیمر)

نوع آزمون	اف لیمر	مقدار احتمال	نتیجه
مدل اول	۱۰/۴۳	۰.۰۰	مدل پانل (دارای اثرات ثابت یا تصادفی) است
مدل دوم	۳۵.۵۵	۰.۰۰	مدل پانل (دارای اثرات ثابت یا تصادفی) است

از آنجایی که مقدار احتمال آزمون اف لیمر (چاو) کوچک‌تر از ۰/۰۵ می‌باشد، لذا فرض صفر مبنی بر وجود رگرسیون تجمیعی (رگرسیون بدون وجود اثرات ثابت یا تصادفی) رد شده و بنابراین الگوی مناسب برای برآورد مدل‌های مورد بررسی، دارای اثرات ثابت یا اثرات تصادفی بوده و به صورت تجمیعی یا پولد نیست.

آزمون هاسمن

در صورتی که بر اساس نتایج آزمون F لیمر، استفاده از مدل پانل برای تحلیل فرضیه‌ها تأیید شود، لازم است برای تعیین نوع مناسب مدل پانل یعنی انتخاب بین اثرات ثابت یا اثرات تصادفی از آزمون هاسمن بهره گرفته شود. این آزمون به بررسی وجود یا عدم وجود همبستگی میان اثرات فردی واحدهای مقطعی و متغیرهای توضیحی مدل می‌پردازد. اگر فرضیه صفر (H_0) تأیید شود، به معنای مناسب بودن مدل با اثرات تصادفی است؛ زیرا در این حالت، اثرات فردی با متغیرهای توضیحی همبستگی ندارند. در مقابل، رد H_0 و پذیرش فرضیه مقابل (H_1) نشان‌دهنده برتری مدل با اثرات ثابت است؛ چرا که وجود همبستگی میان اثرات فردی و متغیرهای توضیحی تأیید می‌شود. اکنون که مشخص شده مدل از نوع پانل با اثرات مقطعی است، اجرای آزمون هاسمن ضروری خواهد بود. پس از اجرای این آزمون در نرم‌افزار EViews، خروجی‌هایی ارائه می‌شود که مبنای انتخاب مدل نهایی قرار می‌گیرند.

جدول (۶): نتایج حاصل از آزمون هاسمن

نوع آزمون	هاسمن	مقدار احتمال	نتیجه
مدل اول	۷۹.۸۳	۰.۰۰	مدل پانل دارای اثرات ثابت است
مدل دوم	۱۰۸.۷	۰.۰۰	مدل پانل دارای اثرات ثابت است

با توجه به اینکه مقدار احتمال (p-value) حاصل از آزمون هاسمن کمتر از سطح معنی داری ۰۰۰۵ است، فرضیه صفر (H_0) مبنی بر مناسب بودن مدل با اثرات تصادفی رد می‌شود. این نتیجه نشان می‌دهد که بین اثرات فردی واحدهای مقطعی و متغیرهای توضیحی مدل، همبستگی وجود دارد؛ بنابراین، استفاده از مدل با اثرات ثابت منطقی‌تر و دقیق‌تر خواهد بود. در نتیجه، مدل نهایی با در نظر گرفتن اثرات ثابت برآورد شده و تحلیل‌های رگرسیونی بر اساس این تنظیمات انجام می‌گیرد.

هم‌سانی متغیرهای مستقل (معیار عامل تورم واریانس - VIF) هم خطی در اثر ارتباط خطی یا فنی متغیرهای مستقل مدل به وجود می‌آید. معیار تشخیص هم خطی (که به تورم واریانس معروف است) مبتنی بر تغییر ضریب تعیین و واریانس رگرسیون در نتیجه ورود متغیرهای هم خط به مدل است. نتایج عامل تورم واریانس برای هر دو مدل در جدول زیر آورده شده است:

جدول (۷): نتایج آزمون هم‌خطی (آزمون نیکویی برازش)

متغیر	نماد	عامل تورم واریانس مدل اول	عامل تورم واریانس مدل دوم
سرمایه‌گذاران نهادی	INSTE	۱.۰۸	۲.۰۵
اندازه شرکت	FSIZE	۱.۰۸	۱.۲۵
اهرم مالی	LEV	۱.۴۳	۲.۱۴
نقدینگی	LIQU	۱.۴۰	۱.۴۷
سرمایه‌گذاران نهادی در عملکرد مالی	INSTE*FP	-	۶.۹۶

با توجه به مقادیر عامل تورم واریانس برای متغیرها که همگی کمتر از ۱۰ می‌باشند، مشکلی از بابت هم‌خطی وجود ندارد.

برآورد مدل رگرسیونی و آزمون فرضیه‌های پژوهش

با توجه به توضیحات قبل، مدل اول برآورد شده و ضرایب آن قرار زیر است:

جدول (۸): نتایج برآورد مدل اول پژوهش

متغیر	نماد	ضریب رگرسیونی	انحراف استاندارد	آماره آزمون	مقدار احتمال
سرمایه‌گذاران نهادی	INSTE	۰.۰۰۴	۰.۰۰	۱۰.۴۸	۰.۰۰
اندازه شرکت	FSIZE	۰.۰۱	۰.۰۲	۰.۹۱	۰.۳۶
اهرم مالی	LEV	۰.۱۶	۰.۰۲	۶.۴۰	۰.۰۰
نقدینگی	LIQU	۰.۰۴	۰.۰۱	۷.۵۴	۰.۰۰
وقفه باقی مانده	RESID01(-1)	۰.۹۵	۰.۰۱	۶۶.۴۳	۰.۰۰
ضریب تعیین		۰.۹۱	آماره دوربین واتسون		
ضریب تعیین تعدیل شده		۰.۹۰	آماره مدل		
			احتمال		

مقدار آماره و مقدار احتمال برای مدل کلی به ترتیب برابر $۴۰۳/۵۰$ و $۰/۰۰$ می‌باشد، که این نشان دهنده معنادار بودن مدل در حالت کلی است (زیرا مقدار احتمال این آماره کمتر از $۰/۰۵$ می‌باشد). معروف‌ترین آماره نیکویی برازش، ضریب تعیین است که مقدار آن بین صفر و یک قرار دارد. اگر ضریب تعیین بزرگ و نزدیک به یک باشد، مدل، داده‌ها را به خوبی برازش کرده است در حالی که اگر R^2 پایین یعنی نزدیک به صفر باشد، مدل برازش خوبی از داده‌ها ارائه نداده است. در جدول فوق مقدار ضریب تعیین برابر $۰/۹۱$ است که نشان می‌دهد مدل برازش قابل قبولی ارائه داده است. ضمناً مقدار ضریب تعیین تعدیل شده (Adjusted R-squared) برابر $۰/۹۰$ می‌باشد، که براساس آن می‌توان گفت این مدل بیش از ۹۰ درصد تغییرات در متغیر وابسته را تبیین نموده است. آماره دوربین واتسون که خود همبستگی بین باقیمانده‌های مدل را نشان می‌دهد در محدوده مجاز $۱/۵$ تا $۲/۵$ قرار دارد.

فرضیه اول: بین سرمایه‌گذاران نهادی و افشای پایداری رابطه معناداری وجود دارد. در این پژوهش، مدل رگرسیونی به‌منظور بررسی اثر سرمایه‌گذاران نهادی بر میزان افشای پایداری شرکت‌ها طراحی و اجرا شده است. نتایج حاصل از تحلیل نشان می‌دهد که مقدار احتمال (p-value) مربوط به متغیر سرمایه‌گذاران نهادی برابر با ۰.۰۰۰ بوده که کمتر از سطح معنی‌داری ۰.۰۵ است؛ بنابراین، می‌توان نتیجه گرفت که رابطه‌ای معنادار میان این متغیر و افشای پایداری شرکت‌ها وجود دارد.

علامت ضریب این متغیر مثبت است، که بیانگر تأثیر مثبت و معنادار سرمایه‌گذاران نهادی بر افشای اطلاعات پایداری شرکت‌ها در بازه زمانی ۱۳۹۳ تا ۱۴۰۲ است. این یافته نشان می‌دهد که حضور فعال سرمایه‌گذاران نهادی می‌تواند نقش مؤثری در ارتقای شفافیت و مسئولیت‌پذیری شرکت‌ها ایفا کند.

جدول (۹): نتایج برآورد مدل دوم پژوهش

متغیر	نماد	ضریب رگرسیونی	انحراف استاندارد	آماره آزمون	مقدار احتمال
سرمایه‌گذاران نهادی	INSTE	۰.۰۰۱	۰.۰۰	۱.۸۴	۰.۰۷
عملکرد مالی	FP	۰.۲۶	۰.۱۷	۱.۵۳	۰.۱۳
حاصل ضرب	INSTE*FP	۰.۰۱	۰.۰۰	۴.۷۷	۰.۰۰
اندازه شرکت	FSIZE	-۰.۰۵	۰.۰۲	-۲.۶۶	۰.۰۱
اهرم مالی	LEV	۰.۵۳	۰.۰۷	۷.۵۹	۰.۰۰
نقدینگی	LIQU	۰.۰۴	۰.۰۱	۵.۰۸	۰.۰۰
وقفه باقی مانده	RESID02(-1)	۰.۹۳	۰.۰۲	۴۶.۴۹	۰.۰۰
ضریب تعیین		۰.۸۸	آماره دوربین واتسون		۲.۱۷
ضریب تعیین تعدیل شده		۰.۸۸	آماره مدل		۲۴۷.۳۳
			احتمال		۰.۰۰

مقدار آماره و مقدار احتمال برای مدل کلی به ترتیب برابر $۲۴۷/۳۳$ و $۰/۰۰$ می‌باشد، که این نشان دهنده معنادار بودن مدل در حالت کلی است (زیرا مقدار احتمال این آماره کمتر از $۰/۰۵$ می‌باشد). معروف‌ترین آماره نیکویی برازش، ضریب تعیین است که مقدار آن بین صفر و یک قرار دارد. اگر ضریب تعیین بزرگ و نزدیک به یک باشد، مدل، داده‌ها را به خوبی برازش کرده است در حالی که اگر R^2 پایین یعنی نزدیک به صفر باشد، مدل برازش خوبی از داده‌ها ارائه نداده است. در جدول فوق مقدار ضریب تعیین برابر $۰/۸۸$ است که نشان می‌دهد مدل برازش قابل قبولی ارائه داده است. ضمناً مقدار ضریب تعیین تعدیل شده (Adjusted R-squared) برابر $۰/۸۸$ می‌باشد، که براساس آن می‌توان

گفت این مدل بیش از ۸۸ درصد تغییرات در متغیر وابسته را تبیین نموده است. آماره دوربین واتسون که خود همبستگی بین باقیمانده‌های مدل را نشان می‌دهد در محدوده مجاز ۱/۵ تا ۲/۵ قرار دارد.

فرضیه دوم: عملکرد مالی رابطه بین سرمایه گذاران نهادی و افشای پایداری را تعدیل می‌کند. آزمایش مدل رگرسیون در این مطالعه شامل تأثیر عملکرد مالی بر رابطه سرمایه‌گذاران نهادی و افشای پایداری شرکت‌ها است. نتایج نشان می‌دهد که احتمال نرخ خطا کم‌تر از سطح معنی‌داری مورد انتظار است. نتایج مدل احتمال عدد ۰/۰۰ را برای متغیر سرمایه‌گذاران نهادی در عملکرد مالی به دست آورده است که این احتمال از ۰/۰۵ کم‌تر بوده و ارتباط معناداری بین سرمایه‌گذاران نهادی در عملکرد مالی بر افشای پایداری شرکت‌ها در سطح ۰/۰۵ می‌توان نتیجه گرفت. به طوری که عملکرد مالی رابطه بین سرمایه گذاران نهادی و افشای پایداری در طی سال‌های ۱۳۹۳-۱۴۰۲ را تعدیل می‌کند. علامت ضریب متغیر مثبت است که نشان دهنده این است که متغیر اثر مثبت معنی‌داری بر افشای پایداری شرکت‌ها دارد.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های پژوهش

جدول (۱۰): نتایج پژوهش

فرضیه	شرح فرضیه	نتیجه
اول	بین سرمایه‌گذاران نهادی و افشای پایداری رابطه معناداری وجود دارد.	رابطه مثبت و معناداری بین سرمایه گذاران نهادی و افشای پایداری وجود دارد
دوم	عملکرد مالی رابطه بین سرمایه گذاران نهادی و افشای پایداری را تعدیل می‌کند	عملکرد مالی شدت رابطه بین سرمایه گذاران نهادی و افشای پایداری را به صورت مثبت و معناداری تقویت می‌کند

نتیجه گیری و بحث

یافته‌های این مطالعه دارای پیامدهای نظری و عملی مهمی برای ادبیات توسعه پایدار در زمینه اقتصادهای نوظهور است. اولاً، شرکت‌ها می‌توانند با بهبود فرآیند افشای فعالیت‌های پایداری، تعهد خود به قوانین و مقررات را نشان دهند که این امر باعث بهبود شهرت شرکت در بازار، جذب ذینفعان و بهبود عملکرد مالی آن‌ها می‌شود. بنابراین، تشویق شرکت‌ها به افشای سطح مناسبی از توسعه پایدار برای دستیابی به نتایج مالی بهتر ضروری است. از این رو، شرکت‌ها باید منابعی را به ابتکارات پایداری اختصاص دهند تا در دوره‌های عملکرد مالی قوی، جذابیت خود برای سرمایه‌گذاران نهادی را افزایش دهند. علاوه بر این، سیاست‌گذاران می‌توانند مقررات و دستورالعمل‌هایی را ایجاد کنند که توسعه پایدار به طور مثبت بر نیازهای ذینفعان تأثیر بگذارد.

بر اساس نتایج این مطالعه، شرکت‌ها باید ساختار مالکیت خود را در نظر بگیرند زیرا سرمایه‌گذاران ترجیح می‌دهند در شرکت‌هایی که در قبال جامعه مسئولیت اجتماعی بیشتری می‌پذیرند سرمایه‌گذاری کنند. علاوه بر این، سرمایه‌گذاران نهادی ابزار مهمی هستند که می‌توانند سطح توسعه پایدار را افزایش دهند. همچنین سیاستگذاران باید بیش از پیش به مالکیت صندوق‌های بازنشستگی و سرمایه‌گذاران نهادی خارجی توجه کنند. سوم، یافته‌های این مطالعه سیاستگذاران را تشویق می‌کند تا آگاهی شرکت‌ها را در مورد توسعه پایدار با متعادل کردن ارکان اقتصادی، اجتماعی و زیست‌محیطی افزایش دهد که این امر باعث صرفه‌جویی در منابع طبیعی، حفاظت از محیط زیست و ترویج عدالت اجتماعی خواهد شد.

در نهایت، تمرکز این مطالعه بر شیوه الگوهای رفتاری در میان سرمایه‌گذاران نهادی از دسته‌های مختلف می‌تواند به کسب و کارها در تدوین استراتژی‌هایی برای تعامل با چنین سرمایه‌گذارانی کمک کند. در نتیجه، شرکت‌ها باید ترجیحات متنوع سرمایه‌گذاران نهادی را در مورد پایداری شرکت‌ها در تصمیم‌گیری‌های خود در مورد سیاست‌های افشای داوطلبانه ابتکارات پایداری در نظر بگیرند. با انجام این کار، آنها قادر خواهند بود افشاگری‌های خود را بر اساس منافع سرمایه‌گذاران نهادی که می‌خواهند بیشتر جذب کنند، سفارشی کنند.

❖ نتیجه آزمون فرضیه اول حاکی از آن است که حضور و مشارکت سرمایه‌گذاران نهادی می‌تواند نقش مؤثری در ارتقای سطح افشای اطلاعات مرتبط با پایداری ایفا کند. سرمایه‌گذاران نهادی، به‌عنوان بازیگران کلیدی در بازارهای مالی، معمولاً دارای دیدگاه بلندمدت‌تری نسبت به سرمایه‌گذاری هستند و به همین دلیل، توجه بیشتری به مسائل زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی (ESG) دارند. این رابطه معنادار نشان می‌دهد که شرکت‌هایی که از حمایت سرمایه‌گذاران نهادی برخوردارند، تمایل بیشتری به شفاف‌سازی عملکرد پایداری خود دارند تا اعتماد این گروه از سرمایه‌گذاران را حفظ کرده و سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت آنان را جذب کنند. همچنین، این یافته با مطالعات پیشین هم‌راستا است که تأکید دارند سرمایه‌گذاران نهادی به‌عنوان محرک‌هایی برای بهبود افشای اطلاعات غیرمالی عمل می‌کنند.

❖ نتیجه آزمون فرضیه دوم حاکی از آن است که شرکت‌هایی با وضعیت مالی مناسب، نه تنها توانایی بیشتری برای اجرای سیاست‌های پایداری دارند، بلکه انگیزه بیشتری نیز برای افشای این اقدامات به‌منظور جلب اعتماد سرمایه‌گذاران نهادی از خود نشان می‌دهند. این یافته نشان می‌دهد که عملکرد مالی مطلوب می‌تواند به‌عنوان یک عامل انگیزشی برای شرکت‌ها عمل کند تا در راستای شفاف‌سازی و پاسخ‌گویی به ذی‌نفعان، به‌ویژه سرمایه‌گذاران نهادی، گام بردارند. همچنین، این نتیجه با دیدگاه‌های نظری در حوزه افشای داوطلبانه و مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت‌ها هم‌راستا است؛ چرا که شرکت‌های موفق از نظر مالی، بیشتر در معرض توجه بازار قرار دارند. این نتیجه با دیدگاه‌های نظری در حوزه افشای داوطلبانه و مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت‌ها هم‌راستا است؛ چرا که شرکت‌های موفق از نظر مالی، بیشتر در معرض توجه بازار قرار دارند و تمایل دارند تصویر مثبتی از خود ارائه دهند.

پیشنهاد های تحقیق

پیشنهاد های جامع مبتنی بر نتایج تحقیق

❖ براساس نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های پژوهش به صورت کلی پیشنهادات زیر ارائه می‌گردد:

۱- پیشنهاد به مدیران شرکت‌ها

سرمایه‌گذاران نهادی به دنبال شرکت‌هایی هستند که شفافیت اطلاعاتی بالاتری علی‌الخصوص در حوزه‌های محیط زیستی، اجتماعی و حاکمیتی دارند بنابراین، مدیران شرکت‌ها می‌توانند با انتشار گزارش‌های پایداری (مثل گزارش‌های CSR یا ESG)، نه تنها رضایت این سرمایه‌گذاران را جلب کنند، بلکه به جذب سرمایه‌های بلند مدت و کاهش هزینه سرمایه هم کمک کنند. همچنین توصیه می‌شود افشای غیر مالی در برنامه ریزی استراتژیک شرکت گنجانده شود و حتی به عنوان شاخص کلیدی عملکرد (KPI) برای مدیران در نظر گرفته شود.

۲- پیشنهاد به سیاست گذاران و نهاد های ناظر

نهاد هایی مانند سازمان بورس اوراق بهادار یا سازمان حسابرسی، می توانند نقش کلیدی در تشویق شرکت ها به سمت افشای پایداری بازی کنند. به عنوان مثال با تدوین یک چارچوب استاندارد افشای ESG (مشابه GRI یا SASB)، شفافیت گزارش دهی را افزایش دهند. همچنین، سیاست گذاران می توانند افزایش سطح افشا در شرکت های با عملکرد مالی قوی تر را در رتبه بندی اعتباری لحاظ کنند، تا انگیزه بیشتری برای شفاف سازی ایجاد شود.

۳- پیشنهاد به سرمایه گذاران نهادی

سرمایه گذاران نهادی باید فراتر از شاخص های سنتی مالی، شاخص های پایداری (مثل مصرف انرژی، تنوع نیروی کار، مسئولیت اجتماعی و ...) را نیز در تحلیل های سرمایه گذاری خود لحاظ کنند. توصیه می شود این گروه ها سیاست های مالکانه فعال تری اتخاذ کنند- مانند رای دادن در مجامع با تمرکز بر پایداری یا گفت و گو با مدیریت شرکت ها در رابطه با بهبود گزارش دهی پایداری- این نوع رفتار می تواند اثر مثبتی بر شهرت سرمایه گذار و همچنین کاهش ریسک های بلند مدت داشته باشد.

پیشنهاد های کاربردی به تفکیک فرضیه های تحقیق

❖ براساس یافته های حاصل از نتایج فرضیه اول پیشنهاد می گردد:

۱. تدوین چارچوب های تشویقی برای نهادهای سرمایه گذار

سازمان بورس و نهاد های ناظر می توانند برنامه هایی طراحی کنند که به سرمایه گذاران با سبد های حاوی شرکت های پایدار، مشوق های مالیاتی یا تسهیلاتی ارائه دهد. این سیاست می تواند جریان سرمایه را به سمت شرکت هایی سوق دهد که عملکرد پایداری بهتری دارند.

۲. ادغام شاخص های پایداری در فرایند های تصمیم گیری سرمایه گذاران نهادی

توصیه می شود نهاد های سرمایه گذاری مدل های ارزیابی ریسک و بازدهی خود را به گونه ای بازنگری کنند که شاخص های ESG (محیط زیست، مسئولیت اجتماعی و حاکمیت شرکتی) به صورت سیستمی در آن لحاظ شوند. این امر موجب هم راستایی منافع مالی با ارزش های اجتماعی خواهد شد.

۳. ایجاد بستر های شفاف و گفت و گوی فعال بین شرکت ها و سرمایه گذاران نهادی

برگزاری نشست ها، انتشار گزارش های تعاملی و به کارگیری پلتفرم های دیجیتال جهت افزایش شفافیت شرکت ها درباره اقدامات پایداری شان، می تواند اعتماد و مشارکت موثر سرمایه گذاران نهادی را تقویت کند.

۴. آموزش و فرهنگ سازی در حوزه سرمایه گذاری مسئولانه

برگزاری دوره های آموزشی و سمینارها برای مدیران سرمایه گذاری و اعضای هیئت مدیره شرکت ها با محوریت پایداری و مسئولیت اجتماعی، میتواند به نهادینه سازی این ارزش ها کمک کند.

❖ براساس یافته های حاصل از نتایج فرضیه دوم پیشنهاد می گردد:

۱. ایجاد سازوکار های رتبه بندی پایداری متناسب با عملکرد مالی شرکت ها

پیشنهاد می شود نهادهای ارزیاب، شاخص هایی طراحی کنند که شرکت ها را نه تنها براساس میزان افشای پایداری بلکه با در نظر گرفتن سطح عملکرد مالی، طبقه بندی کنند. این کار می تواند انگیزه شرکت های سود ده را برای سرمایه گذاری بیشتر در پایداری افزایش دهد.

۲. تسهیل تعامل موثرتر سرمایه گذاران نهادی با شرکت های دارای عملکرد مالی قوی

ایجاد بستر هایی برای گفتگو و شفافیت بین این دو گروه می تواند به هم افزایی دیدگاه ها و هدایت سرمایه به سمت پروژه های پایداری بلند مدت منجر شود.

۳. تشویق سرمایه گذاران نهادی به تعیین معیارهای پایداری در کنار بازده مالی نهاد های بزرگ سرمایه گذار می توانند در استراتژی های سرمایه گذاری خود، عملکرد مالی و عملکرد پایداری را به طور همزمان بسنجند و بر شرکت هایی تمرکز کنند که در هر دو زمینه سرآمد هستند. این رویکرد باعث توزیع بهینه سرمایه و ارتقای سطح کلی پایداری در بازار می شود

پیشنهاد برای پژوهش های آینده

- ❖ پیشنهاد می گردد در پژوهش های آتی موارد زیر مورد بررسی بیشتری قرار گیرد
- ۱- بررسی اینکه کدام نوع از سرمایه گذاران نهادی (مثلاً بیمه ها، بانک ها، صندوق های بازنشستگی) تاثیر قوی تری بر افشای پایداری دارند.
- ۲- تحلیل تفاوت صنایع: آیا در صنایع آلاینده مثل پتروشیمی، افشای پایداری تحت تاثیر قویتری قرار می گیرد یا خیر؟
- ۳- بررسی اثر ریسک ادراک شده یا بحران های مالی در تعدیل این رابطه ها.

محدودیت های پژوهش

- از جمله محدودیت های این پژوهش می توان به موارد زیر اشاره کرد:
- ۱- محدودیت در داده های افشای پایداری: از آن جایی که افشای اطلاعات پایداری هنوز در بسیاری از شرکت های ایرانی اختیاری است و چارچوب استاندارد مشخصی ندارد، ممکن است داده های مربوط به افشا ناقص یا ناهماهنگ باشند و این امر بر دقت تحلیل تاثیر گذاشته باشد.
 - ۲- تمرکز بر دوره زمانی خاص: تحلیل این پژوهش صرفاً براساس اطلاعات یک یا چند سال محدود انجام شده است، در نتیجه ممکن است نتایج به دلیل تغییرات ساختاری بازار یا سیاست های اقتصادی در سال های دیگر قابل تعمیم نباشد.
 - ۳- عدم تفکیک نوع سرمایه گذاران نهادی: در این پژوهش، سرمایه گذاران نهادی به صورت کلی بررسی شده اند، در حالی که ممکن است نوع نهاد (مانند بانک، صندوق بازنشستگی یا شرکت سرمایه گذاری) اثرات متفاوتی بر افشای پایداری داشته باشند که مورد بررسی قرار نگرفته است.
 - ۴- محدودیت در دامنه ی صنایع یا شرکت ها: چون نمونه پژوهش فقط شامل شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است تعمیم نتایج به شرکت های غیر بورسی باید با احتیاط صورت گیرد.
 - ۵- متغیرهای بیرونی کنترل نشده: عوامل بیرونی مانند تغییرات قانونی، فشارهای بین المللی یا مسائل سیاسی و اقتصادی ممکن است بر افشای پایداری یا عملکرد مالی شرکت ها تاثیر گذار باشند که در این پژوهش به طور مستقیم کنترل نشده اند.

منابع

- ✓ پناهی درچه، مهرداد، دیدار، حمزه، منصورفر، غلامرضا، حیدری، مهدی، آشتاب، علی، (۱۴۰۴)، افشای اطلاعات بااهمیت پایداری و عملکرد شرکت: تعدیلگری استراتژی تجاری، بررسی های حسابداری و حسابرسی، دوره ۳۲، شماره ۱، صص ۶۳-۹۴.
- ✓ حکمت، هانیه، رحمانی، علی، موفق، سمیرا، (۱۴۰۴)، تأثیر افشای گزارشگری پایداری و مقایسه‌پذیری اطلاعات حسابداری بر تداوم سود، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۳۲، شماره ۱، صص ۹۵-۱۱۶.
- ✓ کاظم پور همراه لو، ندا، صمدی، فاطمه، جعفری، معصومه، (۱۴۰۳)، ارزیابی تاثیر تضاد نمایندگی بر ارتباط بین کیفیت راهبری شرکتی و عملکرد مالی شرکت، قضاوت و تصمیم‌گیری در حسابداری، دوره ۱۰، شماره ۳، صص ۱۱۱-۱۲۱.
- ✓ Alkurdi, A., Almarayeh, T., Bataineh, H., Al Amosh, H. and Khatib, S.F.A. (2023), "Corporate profitability and effective tax rate: the moderating role of board gender diversity", *Journal of Islamic Accounting and Business Research*, Vol. 15 No. 1, pp. 153-171.
- ✓ Alkurdi, A. (2022), "The moderating effect of entrepreneurship orientation on the relationship between ownership structure and corporate performance: Jordanian evidence", *International Journal of Sustainable Economy*, Vol. 14 No. 2, pp. 132-150.
- ✓ Alkurdi, A., Bataineh, H., Al Tarawneh, E. M., & Khatib, S. F. (2024). "Institutional investors' impact on sustainability disclosure: exploring the moderating role of financial performance". *Journal of Financial Reporting and Accounting*.
- ✓ Chen, H.; & Wang, X; 2011;"corporate social responsibility and corporate financial performance in china: an empirical research from Chinese firms";*Corporate Governance*, 11(4), 361-370
- ✓ Choi, D., Choi, P.M.S., Choi, J.H. and Chung, C.Y. (2020), "Corporate governance and corporate social responsibility: evidence from the role of the largest institutional blockholders in the Korean market", *Sustainability*, Vol. 12 No. 4, p. 1680
- ✓ Dakhli, A. (2021), "The impact of ownership structure on corporate social responsibility: the moderating role of financial performance", *Society and Business Review*, Vol. 16 No. 4, pp. 562-591.
- ✓ Fatemi, A., Glaum, M. and Kaiser, S. (2018), "ESG performance and firm value: the moderating role of disclosure", *Global Finance Journal*, Vol. 38, pp. 45-64.
- ✓ García-Sánchez, I.M., Rodríguez-Ariza, L., Aibar-Guzmán, B. and Aibar-Guzmán, C. (2020), "Do institutional investors drive corporate transparency regarding business contribution to the Sustainable development goals? " , *Business Strategy and the Environment*, Vol. 29 No. 5, pp. 2019-2036
- ✓ Javed, M., Rashid, M.A., Hussain, G. and Ali, H.Y. (2020), "The effects of corporate social responsibility on corporate reputation and firm financial performance: moderating role of responsible leadership", *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, Vol. 27 No. 3, pp. 1395-1409
- ✓ Tarighi, H., Appolloni, A., Shirzad, A. and Azad, A. (2022), "Corporate social responsibility disclosure (CSR) and financial distressed risk (FDR): does institutional ownership matter?" , *Sustainability*, Vol. 14 No. 2, p. 742.