



Paper type: Research Article

The Relationship between Earnings Management Approaches, Information Asymmetry, Company Size and Life Cycle on the Readability of Financial Statements

Ali Sardar Antique Chi¹, Alireza Mehrazeen^{*2}, Amir Shams³, Zahra Noori⁴

Received: 2025/06/09

Accepted: 2025/10/18

Abstract

Purpose: The purpose of this study was to investigate the relationship between earnings management approaches, information asymmetry, company size and life cycle on the readability of financial statements in companies listed on the Tehran Stock Exchange.

Method: In this study, to test the research hypotheses, financial statements were extracted from the Tehran Stock Exchange website and other related databases, as well as from the modern Rahavard software and the comprehensive stock exchange database. The time period of the companies was considered from 2015 to 2022. EvIEWS software was used to examine the relationship between the variables.

Findings: The results of this study indicate that, based on the results obtained, opportunistic earnings management has a negative and significant relationship with the readability of financial statements with a coefficient of -5.301 and at a confidence level of 95 percent; this means that an increase in this type of earnings management leads to a decrease in readability, and the first hypothesis was confirmed. Informative earnings management with a coefficient of 1.73 did not have a significant effect on the readability of financial statements, and the second hypothesis was rejected. Also, information asymmetry with a coefficient of -0.079 did not have a significant relationship with readability, which rejected the third hypothesis. The company's life cycle with a coefficient of -0.6 had a negative and significant effect on readability, and contrary to expectations, the fourth hypothesis was rejected. The company's size also had a negative and significant effect on readability with a coefficient of -0.283, and the fifth hypothesis was confirmed. Finally, the readability of the auditor's report with a coefficient of 0.302 had a positive and significant effect on the readability of financial statements, which confirmed the sixth hypothesis.

Conclusions: Managers who engage in opportunistic earnings management tend to conceal methods of generating unrealistic or manipulated profits. This reduces the readability of financial statements and makes it more difficult for users of financial information to detect earnings manipulation. Overall, these approaches reflect the influence of variables such as earnings management, information asymmetry, company size, and the stage of the life cycle on the readability of financial reports.

Keywords: Earnings Management, Information Asymmetry, Size, Company Growth, Readability of Financial Statements.



How to cite this article: Sardar Antique Chi, A., Mehrazeen, A., Shams, A., & Noori, Z. (2025). The Relationship between Earnings Management Approaches, Information Asymmetry, Company Size and Life Cycle on the Readability of Financial Statements. *Accounting and Corporate Governance Researches*, 4(13), 1-21. (In Persian).

¹. PhD student, Department of Accounting, Neyshabur Branch, Islamic Azad University, Neyshabur, Iran.

². Assistant Professor, Department of Accounting, Neyshabur Branch, Islamic Azad University, Neyshabur, Iran.

***Corresponding Author:** Alireza.mehrazeen@iau.ac.ir

³. Assistant Professor, Department of Accounting, Neyshabur Branch, Islamic Azad University, Neyshabur, Iran.

⁴. Assistant Professor, Department of Accounting, Neyshabur Branch, Islamic Azad University, Neyshabur, Iran.



نوع مقاله: علمی پژوهشی

رابطه بین رویکردهای مدیریت سود، عدم تقارن اطلاعاتی، اندازه و چرخه عمر شرکت بر خوانایی صورت‌های مالی

علی سردار انطیقه چی^۱، علیرضا مهرآذین^{۲*}، امیر شمس^۳، زهرا نوری^۴

تاریخ دریافت: ۱۴۰۴/۰۳/۱۹ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۴/۰۷/۲۶

چکیده

هدف: هدف از این پژوهش بررسی رابطه بین رویکردهای مدیریت سود، عدم تقارن اطلاعاتی، اندازه و چرخه عمر شرکت بر خوانایی صورت‌های مالی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران بود.

روش: در این پژوهش برای آزمون فرضیه‌ها از طریق مراجعه به صورت‌های مالی، پایگاه اینترنتی بورس اوراق بهادار و دیگر پایگاه‌های مرتبط و نیز از نرم‌افزار ره‌آورد نوین و بانک جامع اطلاعات بورس استخراج شد. بازه زمانی شرکتها از سال ۱۳۹۴ تا ۱۴۰۱ در نظر گرفته شد. به منظور بررسی رابطه‌ی بین متغیرها از نرم افزار ایویوز استفاده شده است.

یافته‌ها: نتایج حاصل از این پژوهش بیانگر این موضوع است بر اساس نتایج به‌دست‌آمده، مدیریت سود فرصت‌طلبانه با ضریب ۵۳۰۱- و در سطح اطمینان ۹۵ درصد، رابطه منفی و معناداری با خوانایی صورت‌های مالی دارد؛ بدین معنا که افزایش این نوع مدیریت سود منجر به کاهش خوانایی می‌شود و فرضیه اول تأیید گردید. مدیریت سود اطلاع‌بخشانه با ضریب ۱۰۷۳- تأثیر معناداری بر خوانایی صورت‌های مالی نداشت و فرضیه دوم رد شد. همچنین، عدم تقارن اطلاعاتی با ضریب ۰۰۷۹- رابطه معناداری با خوانایی نداشت که فرضیه سوم را رد می‌کند. چرخه عمر شرکت با ضریب ۰۰۶- تأثیر منفی و معناداری بر خوانایی داشت و برخلاف انتظار، فرضیه چهارم رد شد. اندازه شرکت نیز با ضریب ۰۰۲۸۳- تأثیر منفی و معناداری بر خوانایی داشت و فرضیه پنجم تأیید شد. در نهایت، خوانایی گزارش حسابرس با ضریب ۰۰۳۰۲- تأثیر مثبت و معناداری بر خوانایی صورت‌های مالی داشت که فرضیه ششم را تأیید می‌کند.

نتیجه‌گیری: مدیرانی که اقدام به مدیریت سود فرصت‌طلبانه می‌کنند، تمایل دارند روش‌های کسب سود غیرواقعی یا دستکاری شده را پنهان کنند. این امر باعث می‌شود تا خوانایی صورت‌های مالی کاهش یافته و تشخیص دستکاری سود برای کاربران اطلاعات مالی دشوارتر گردد. به طور کلی، این رویکردها نشان‌دهنده اثرگذاری متغیرهایی چون مدیریت سود، عدم تقارن اطلاعاتی، اندازه شرکت و مرحله چرخه عمر بر خوانایی گزارش‌های مالی هستند.

واژه‌های کلیدی: مدیریت سود، عدم تقارن اطلاعاتی، اندازه، رشد شرکت، خوانایی صورت‌های مالی.



استناد: سردار انطیقه چی، علی؛ مهرآذین، علیرضا؛ شمس، امیر؛ نوری، زهرا (۱۴۰۴). رابطه بین رویکردهای مدیریت سود، عدم تقارن اطلاعاتی، اندازه و چرخه عمر شرکت بر خوانایی صورت‌های مالی. پژوهش‌های حسابداری و راهبری شرکتی، ۴(۱۳)، ۱-۲۱.

۱. دانشجوی دکتری گروه حسابداری، واحد نیشابور، دانشگاه آزاد اسلامی، نیشابور، ایران.

۲. استادیار گروه حسابداری، واحد نیشابور، دانشگاه آزاد اسلامی، نیشابور، ایران. *نویسنده مسئول: Alireza.mehrazeen@iau.ac.ir

۳. استادیار گروه حسابداری، واحد نیشابور، دانشگاه آزاد اسلامی، نیشابور، ایران.

۴. استادیار گروه حسابداری، واحد نیشابور، دانشگاه آزاد اسلامی، نیشابور، ایران.

مقدمه

مطالعات انجام شده در مورد بررسی رابطه بین مشکلات گزارش‌های مالی سالانه و نسبت‌های مالی شرکت‌ها را می‌توان در دو گروه طبقه‌بندی کرد. گروه اول پیشنهاد می‌کند که خوانایی گزارش‌های مالی یک عامل کمک‌کننده به عملکرد مالی آتی شرکت و رفتار قیمت سهام است. در این رابطه لی^۱ (۲۰۰۸) اعلام کرد که بازده و سود سهام آتی را می‌توان از طریق کلماتی که توسط مدیران در توصیف عملیات شرکت استفاده می‌شود پیش‌بینی کرد. گروه دوم به جنبه‌های دیگر خوانایی توجه دارند. برای این منظور، برخی از محققان تأثیر پیچیدگی افشای اطلاعات و نقدینگی سهام (میلر^۲، ۲۰۱۰؛ لارنس^۳، ۲۰۱۳)، نوسانات بازده (لوگران و مک دونالد^۴، ۲۰۱۴)، سقوط‌های مکرر قیمت سهام (کیم و همکاران^۵، ۲۰۱۶)، عدم تقارن اطلاعاتی شدید (آیمن و همکاران^۶، ۲۰۱۸؛ لو و همکاران^۷، ۲۰۱۸)، ساعات و هزینه‌های حسابرسی بیشتر (چو و همکاران^۸، ۲۰۲۲؛ آبرناتی و همکاران^۹، ۲۰۱۹)، تأخیر گزارش حسابرس (آبرناتی و همکاران، ۲۰۱۹)، احتمال دریافت نظر تداوم فعالیت (GCO) (آبرناتی و همکاران، ۲۰۱۹)، در مقایسه با سایر شرکت‌ها را گزارش کردند. از این رو، این پژوهش در صدد بررسی رابطه بین مدیریت سود، عدم تقارن اطلاعاتی، چرخه عمر شرکت، اندازه شرکت و خوانایی گزارش حسابرسی با خوانایی گزارشگری مالی است که در ادامه این مفاهیم تبیین می‌شود.

شرکت‌هایی که احتمالاً درگیر مدیریت سود بوده‌اند، به دنبال برآورده کردن درآمدهای سال قبل یا عبور از آن هستند تا به‌طور فعال، درک اطلاعات را دشوارتر کنند (لو و همکاران^{۱۰}، ۲۰۱۷). در چارچوب اختیارات حسابداری موجود، مدیریت برای افزایش سود، انتخاب‌های مغرضانه‌ای انجام می‌دهد. مدیریت باید سعی کند فریب را پنهان کند تا کشف نشود؛ به عنوان مثال، مدیریت سود نمی‌تواند شفاف باشد تا مدیریت باور کند که اثر مورد نظر را خواهد داشت (لو و همکاران، ۲۰۱۷). افزون بر این، مطالعات قبلی نشان می‌دهد که مدیران ممکن است با کاهش عمدی خوانایی افشاهای مالی به دنبال مخفی کردن یا پنهان کردن اطلاعات نامطلوب باشند (آبراهامسون و پارک^{۱۱}، ۱۹۹۴؛ حصارزاده و رجبعلی‌زاده، ۲۰۱۹). شرکت‌هایی که در مراحل پیشرفته‌تر بلوغ سازمانی قرار دارند، معمولاً دارای ساختارهای سازمان‌یافته‌تر، سیستم‌های کنترل داخلی قوی‌تر و نیروی انسانی متخصص‌تر هستند (کریشنان و همکاران^{۱۲}، ۲۰۲۰). این عوامل به‌طور کلی فرآیند تهیه صورت‌های مالی قابل اتکا و مقایسه‌پذیر را تسهیل می‌نمایند. علاوه بر این، ثبات در جریان‌های نقدی و سطح سودآوری که در شرکت‌های بالغ مشاهده می‌شود (دیکینسون^{۱۳}، ۲۰۱۱)، به مدیران این امکان را می‌دهد تا پیش‌بینی‌های دقیق‌تری از درآمدها و هزینه‌های آینده ارائه دهند. در نتیجه، این امر به افزایش قابلیت مقایسه بین شرکت‌های فعال در یک صنعت مشخص کمک می‌کند. از این رو، با توجه به اینکه با بهبود چرخه عمر در مرحله بلوغ، قابلیت مقایسه صورت‌های مالی بهبود پیدا می‌کند، انتظار می‌رود خوانایی گزارشگری مالی نیز بهبود پیدا کند. رویستون و هاریماون^{۱۴} (۲۰۲۰) نیز به بررسی اندازه شرکت و خوانایی گزارش سالانه استفاده پرداخته و نشان دادند که هرچه اندازه شرکت بزرگ‌تر باشد، افشای پیچیده‌تری ارائه خواهد کرد، زیرا فرآیند پیچیده‌تری دارد. درنهایت، خوانایی گزارش حسابرسی به میزان قابل توجهی به خوانایی صورت‌های مالی ارائه شده توسط مدیریت کمک می‌کند. مدیران از افشای اختیاری به عنوان ابزاری برای کاهش اثرات منفی نمایندگی و به عنوان مکانیزمی برای سیگنال دادن به بازار سرمایه برای بهبود تصمیم‌گیری

¹. Li

². Miller

³. Lawrence

⁴. Loughran & McDonald

⁵. Kim et al

⁶. Aymen et al

⁷. Luo et al

⁸. Cho et al

⁹. Abernathy et al

¹⁰. Lo et al

¹¹. Abrahamson & Park

¹². Hesarzadeh & Rajabalizadeh

¹³. Krishnan et al

¹⁴. Dickinson

¹⁵. Roiston & Harymawan

استفاده می کنند است (محمدزاده مقدم و همکاران^۱، ۲۰۲۴). بنابراین، با توجه به این مطلب، این پژوهش برای اولین بار به بررسی همزمان رویکردهای مدیریت سود، عدم تقارن اطلاعاتی، اندازه و چرخه عمر شرکت بر خوانایی صورت های مالی می پردازد.

مبانی نظری و پیشینه پژوهش

مدیریت سود و خوانایی صورت های مالی

شرکت هایی که احتمالاً درگیر مدیریت سود بوده اند، به دنبال برآورده کردن درآمدهای سال قبل یا عبور از آن هستند تا به طور فعال، درک اطلاعات را دشوارتر کنند (لو و همکاران، ۲۰۱۷). در چارچوب اختیارات حسابداری موجود، مدیریت برای افزایش سود انتخاب های مغرضانه ای انجام می دهد. مدیریت باید سعی کند فریب را پنهان کند تا کشف نشود؛ به عنوان مثال، مدیریت سود نمی تواند شفاف باشد تا مدیریت باور کند که اثر مورد نظر را خواهد داشت (لو و همکاران، ۲۰۰۸). از آنجایی که تجزیه و تحلیل اطلاعات مالی، اعم از عددی یا کیفی، پرهزینه است، از سرمایه گذاران انتظار می رود که اطلاعات را تنها تا جایی تجزیه و تحلیل کنند که هزینه های نهایی با منافع نهایی تحلیل بیشتر برابری کند (بلومفیلد^۲، ۲۰۰۸). بنابراین، افشای پیچیده تر، هزینه تحلیل برای سرمایه گذاران را افزایش می دهد، عمق تحلیل را کاهش می دهد و احتمال شناسایی مدیریت سود را کاهش می دهد. ما این را اثر مستقیم مبهم سازی بر خوانایی می دانیم. افزون بر این، علاوه بر تأثیر مستقیم بر خوانایی، تأثیر غیرمستقیمی است که به طور ناخودآگاه از طریق مدیریت سود ایجاد می شود. مدیریت سود شامل درجاتی از نادرستی است. ارتباطات فریبده از نظر زبانی پیچیده تر و همچنین از نظر شناختی بیشتر خواستار است. این افزایش پیچیدگی افشا نتیجه ناخودآگاه ناهماهنگی شناختی بین عملکرد زیربنایی و گزارش شده است (لی، ۲۰۰۸). مدیران شرکت ها، در حالی که صورت های مالی را مطابق با الزامات قانونی ارائه می دهند، گاهی اوقات با استفاده از افشاهای پیچیده و طولانی، اطلاعات خاصی را از دید سرمایه گذاران و سایر ذی نفعان پنهان می کنند تا اخبار منفی یا عملکرد ضعیف خود را کمتر نمایان سازند (لی، ۲۰۰۸). تحقیقات نشان داده اند که در مواردی که مدیران اقدام به مدیریت سود می کنند و تمایل به گزارش سود بالاتر از واقعیت دارند، غالباً از شیوه های افشای مبهم بهره می برند. با وجود اینکه در این شرایط ممکن است اخبار مثبتی منتشر شود، انگیزه اصلی مدیران پنهان کردن ابزارهایی است که به این اخبار دسترسی می یابند. در نتیجه، هنگامی که مدیران سود را مدیریت می کنند، تلاش می کنند گزارش های مالی خود را به گونه ای تنظیم کنند که خوانایی آن ها کاهش یابد و از طریق پیچیدگی و طولانی بودن متن، اقداماتشان در سایه پنهان بماند (لی، ۲۰۰۸).

از منظر دیگر، مدیریت سود فرصت طلبانه زمانی رخ می دهد که مدیران از اختیارات خود برای افزایش منافع شخصی و انتشار اطلاعات محرمانه در مورد سودآوری شرکت استفاده می کنند. به عبارت ساده تر، مدیریت سود فرصت طلبانه به تغییر عمدی گزارش های مالی توسط مدیران اطلاق می شود که هدف آن گمراه کردن کاربران در مورد عملکرد اقتصادی شرکت به منظور حداکثرسازی منافع شخصی است. از منظر تجربی، رابطه معکوس و معنادار (یا عدم وجود رابطه معنادار) بین اقلام تعهدی اختیاری و سودآوری آتی، نشان دهنده فرصت طلبانه بودن مدیریت سود است. مطالعات متعددی این دیدگاه را تأیید کرده اند؛ به عنوان مثال، گاور و همکاران^۳ (۱۹۹۶) دریافتند که دستکاری اقلام تعهدی با پاداش های مرتبط با سود ارتباط دارد. در مقابل، اگر مدیران از اختیارات خود برای انتشار اطلاعات محرمانه مربوط به سودآوری شرکت، که هنوز منعکس کننده سود مبتنی بر بهای تمام شده تاریخی است، استفاده کنند و این امر منجر به افزایش ارزش شرکت شود، مدیریت سود از نوع اطلاع بخشانه خواهد بود. این نوع مدیریت سود به معنای ارتقاء محتوای اطلاعاتی سود از طریق انتقال اطلاعات محرمانه است. به بیان دیگر، هدف از آن بهبود کیفیت اطلاعات برای کمک به کاربران در درک بهتر پتانسیل سودآوری و وضعیت مالی شرکت

¹. Mohammadzadeh Moghadam et al

². Bloomfield

³. Gower et al

است. مطالعات گول و همکاران^۱ (۲۰۰۸)، کریشنان^۲ (۲۰۰۳) و کوتاری و همکاران^۳ (۲۰۰۵) نشان می‌دهند که رفتار اقلام تعهدی اختیاری با دیدگاه بازار کارا سازگار است، زیرا رابطه مثبت و معنی‌داری با سودآوری آینده دارد. بطور کلی انتظار بر این است که مدیریت سود فرصت‌طلبانه خوانایی صورت‌های مالی را کاهش و مدیریت سود اطلاع‌بخشانه خوانایی را افزایش دهد. با توجه به این مطالب، فرضیه‌های زیر تبیین می‌شود:

فرضیه اول: بین مدیریت سود از نوع فرصت‌طلبانه و خوانایی صورت‌های مالی رابطه منفی و معناداری وجود دارد.

فرضیه دوم: بین مدیریت سود از نوع اطلاع‌بخشانه و خوانایی صورت‌های مالی رابطه معناداری وجود دارد.

عدم تقارن اطلاعاتی و خوانایی صورت‌های مالی

پدیده عدم تقارن اطلاعات زمانی اتفاق می‌افتد که مدیریت یک شرکت عمداً اطلاعات خاصی را از سرمایه‌گذاران و سایر طرف‌های مرتبط پنهان می‌کند. این رفتار با انگیزه‌های مختلفی از جمله اجتناب از مالیات‌های شرکتی بالاتر (کیم و همکاران، ۲۰۱۶)، حفظ مشتریان اصلی شرکت و به دست آوردن شرایط قرارداد مطلوب (روستون و هاریماون، ۲۰۲۰)، ساختن موقعیت‌ها و حفظ شغل برتر (کویک و همکاران^۴، ۲۰۲۱)، و دستیابی به بازده بیشتر (بهاتاچاریا و همکاران^۵، ۲۰۱۳) انجام می‌شود. علاوه بر این، مفهوم عدم تقارن اطلاعاتی نشان می‌دهد که کمیت و کیفیت اطلاعات قابل دسترسی برای یک طرف خاص در مورد یک موضوع خاص ممکن است با اطلاعات موجود برای طرف دیگر متفاوت باشد (چانگ و همکاران^۶، ۲۰۰۶). عدم تقارن در کمیت و کیفیت اطلاعات در دسترس مدیریت شرکت و افراد داخلی در مقایسه با سرمایه‌گذاران و سایر ذینفعان خارجی، شرایطی را ایجاد می‌کند که مدیریت انگیزه ارائه صورت‌های مالی مطلوب برای تحقق انگیزه‌های ذکر شده قبلی را دارد. در صورت وجود پیامدهای نامطلوب سازمانی، مانند عملکرد ضعیف، مطالعات قبلی نشان می‌دهد که مدیران ممکن است با کاهش عمدی خوانایی افشاهای مالی به دنبال مخفی کردن یا پنهان کردن اطلاعات نامطلوب باشند (آبراهامسون و پارک، ۱۹۹۴؛ حصارزاده و رجبعلی زاده، ۲۰۱۹). با توجه به این مطالب، فرضیه‌های زیر تبیین می‌شود:

فرضیه سوم: بین عدم تقارن اطلاعاتی و خوانایی صورت‌های مالی رابطه منفی و معناداری وجود دارد.

چرخه عمر و خوانایی صورت‌های مالی

چرخه حیات یک شرکت معمولاً شامل پنج مرحله است: معرفی، رشد، بلوغ، مرحله گذار یا تکان خوردن، و در نهایت افول (دیکینسون، ۲۰۱۱). در حالی که دیدگاه سنتی در مورد چرخه عمر سازمان‌ها بر یکنواختی آن‌ها از ابتدا تا انتها تأکید دارد، رویکردهای معاصرتر معتقدند که تکامل شرکت‌ها در طول این چرخه، روندی غیرخطی را طی می‌کند (حبیب و حسن^۷، ۲۰۱۹). پژوهش‌های پیشین نشان داده‌اند که جنبه‌های مختلفی از عملکرد شرکت‌ها، از جمله واکنش قیمت سهام به سود، دقت قیمت‌گذاری اقلام تعهدی، ارتباط ارزش معیارهای حسابداری با ارزش بازار، سیاست‌های مربوط به تقسیم سود، کیفیت گزارشگری اقلام تعهدی، هزینه سرمایه سهام عادی، توانایی پیش‌بینی سودآوری و رشد آتی، سیاست‌های کلی شرکت، و همچنین ابتکارات افشاگری مانند مسئولیت اجتماعی شرکت (CSR)، در مراحل مختلف چرخه عمر شرکت‌ها متفاوت عمل می‌کنند (کولتون و رادوک^۸، ۲۰۱۱؛ فاف و همکاران^۹، ۲۰۱۶). هر مرحله از چرخه عمر با ویژگی‌های منحصر به فردی همراه است که شامل استراتژی‌های خاص، منابع در دسترس و محیط رقابتی متفاوت می‌شود. این عوامل به نوبه خود، ساختارهای سازمانی، سیستم‌ها و چالش‌های نمایندگی متفاوتی را ایجاد کرده و در نهایت بر فرایندهای گزارشگری مالی تأثیر می‌گذارند (حسن و حبیب، ۲۰۱۷). این پویایی‌ها، مقایسه بین شرکت‌هایی که در مراحل مختلف چرخه عمر قرار دارند را پیچیده می‌سازد، زیرا

¹. Gole et al

². Krishnan

³. Kothari et al

⁴. Kubick et al

⁵. Bhattacharya et al

⁶. Chang et al

⁷. Habib & Hasan

⁸. Coulton & Ruddock

⁹. Faff et al

رابطه بین رویکردهای مدیریت سود، عدم تقارن اطلاعاتی، ...

انتظارات از آن‌ها در هر مرحله متفاوت است. شرکت‌های در مرحله بلوغ، معمولاً دارای ساختارهای سازمانی منسجم‌تر، کنترل‌های داخلی قوی‌تر و نیروی انسانی متخصص‌تر هستند (کریشنان و همکاران، ۲۰۰۸). این ویژگی‌ها به طور کلی تهیه صورت‌های مالی قابل مقایسه را آسان‌تر می‌کنند. علاوه بر این، ثبات در جریان‌های نقدی و سطح سودآوری که در شرکت‌های بالغ مشاهده می‌شود (دیکینسون، ۲۰۱۱؛ حبیب و حسن، ۲۰۱۹)، به مدیران کمک می‌کند تا برآوردهای دقیق‌تری از درآمدها و هزینه‌های آینده ارائه دهند، که این امر قابلیت مقایسه میان شرکت‌های هم‌صنعت را افزایش می‌دهد. از این رو، با توجه به اینکه با بهبود چرخه عمر در مرحله بلوغ، قابلیت مقایسه صورت‌های مالی بهبود پیدا می‌کند، انتظار می‌رود خوانایی گزارشگری مالی نیز بهبود پیدا کند. با توجه به این مطالب، فرضیه‌های زیر تبیین می‌شود:

فرضیه چهارم: بین چرخه عمر شرکت و خوانایی صورت‌های مالی رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.

اندازه شرکت و خوانایی صورت‌های مالی

بسیاری از مطالعات در حسابداری از اندازه شرکت برای تأثیرگذاری بر عملکرد شرکت استفاده می‌کنند (هاریماون و نولد، ۲۰۱۶). در صورتی که رویستون و هاریماون (۲۰۲۰)، به بررسی اندازه شرکت و خوانایی گزارش سالانه استفاده پرداخته و نشان دادند که هرچه اندازه شرکت بزرگ‌تر باشد، افشای پیچیده‌تری ارائه خواهد کرد، زیرا فرآیند پیچیده‌تری دارد. به عبارتی، یک شرکت بزرگ‌تر عملیات پیچیده‌تری خواهد داشت و کلمات دشوارتری را در گزارش‌های سالانه ارائه می‌کند (لی، ۲۰۰۸؛ آجینا و همکاران، ۲۰۱۶؛ لو و همکاران، ۲۰۱۷). به طور خلاصه، وقتی اندازه شرکت بزرگ باشد، مدیریت در انتقال فرآیند تجاری خود با مشکل مواجه می‌شود، بنابراین درک گزارش سالانه دشوار می‌شود. با توجه به این مطالب، فرضیه‌های زیر تبیین می‌شود:

فرضیه پنجم: بین اندازه شرکت و خوانایی صورت‌های مالی رابطه منفی و معناداری وجود دارد.

خوانایی گزارش حسابرسی و خوانایی صورت‌های مالی

محتوای گزارش حسابرسی به دلیل عواقب آن برای استفاده کنندگان مهم و استفاده از کلمات قابل فهم و استفاده نکردن از عبارات پیچیده و دشوار بسیار موثر است (محمدزاده مقدم و همکاران، ۲۰۲۴). فخفخ^۱ (۲۰۱۶) به انتقاداتی در مورد قابل فهم بودن گزارش‌های حسابرسی اشاره می‌کند و مشکلات زبانی گزارش‌های حسابرسی را در صورت‌های مالی ترکیبی ارائه شده بر اساس استانداردهای حسابرسی بین‌المللی شماره ۷۰۰ تحلیل می‌کند. وی دریافت که الزامات استاندارد در تضاد با اصول زبانی است. حساب‌رسان باید سعی کنند خوانایی گزارش‌های خود را بهینه کرده و استانداردهای مذکور را تا حد ممکن حفظ کنند. علاوه بر این، فخفخ (۲۰۱۶) نشان می‌دهد که مشکل خوانایی که ذکر شد پس از چندین دهه حل نشد. او همچنین معتقد است که گزارش‌های حسابرسی برای اکثر استفاده کنندگان قابل درک نیست. خوانایی گزارش حسابرسی به میزان قابل توجهی به خوانایی صورت‌های مالی ارائه شده توسط مدیریت کمک می‌کند. مدیران از افشای اختیاری به عنوان ابزاری برای کاهش اثرات منفی نمایندگی و به عنوان مکانیزمی برای سیگنال دادن به بازار سرمایه برای بهبود تصمیم‌گیری استفاده می‌کنند (محمدزاده مقدم و همکاران، ۲۰۲۴). بنابراین، شفافیت و طولانی‌بودن درک بخش قابل توجهی از اطلاعات برای درک و تفسیر اطلاعات ارائه شده در متن صورتهای مالی حیاتی است (لوو و همکاران، ۲۰۱۸). با توجه به این مطالب، فرضیه‌های زیر تبیین می‌شود:

فرضیه پنجم: بین خوانایی گزارش حسابرسی و خوانایی صورت‌های مالی رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.

¹. Harymawan & Nowland

². Ajina et al

³. Fakhfakh

پیشینه پژوهش

مدیریت سود فرصت‌طلبانه و خوانایی صورت‌های مالی

پژوهش‌های لو و همکاران (۲۰۰۸؛ ۲۰۱۷) نشان داده‌اند که شرکت‌هایی که درگیر مدیریت سود به‌ویژه از نوع فرصت‌طلبانه هستند، اغلب با هدف پنهان‌سازی اقدامات خود، افشاهایی پیچیده و غیرشفاف ارائه می‌دهند. آن‌ها بیان می‌کنند که مدیریت سود نمی‌تواند با افشای شفاف همراه باشد، چرا که در این صورت هدف مورد نظر تحقق نمی‌یابد. همچنین بلومفیلد (۲۰۰۸) مطرح می‌کند که افشاهای پیچیده، هزینه تحلیل برای سرمایه‌گذاران را افزایش داده و احتمال شناسایی مدیریت سود را کاهش می‌دهد. به همین ترتیب، لی (۲۰۰۸) نیز نشان داده است که افشاهای فریبنده و پر جزئیات، از نظر زبانی و شناختی پیچیده‌تر بوده و به طور ناخودآگاه موجب کاهش خوانایی صورت‌های مالی می‌شوند. در مجموع، این مطالعات تأکید دارند که مدیریت سود فرصت‌طلبانه، با افزایش ابهام و پیچیدگی در افشاها، باعث کاهش معنادار خوانایی صورت‌های مالی می‌شود. صفری گرایلی و همکاران (۱۳۹۶) بیان کردند که بین مدیریت سود با خوانایی گزارشگری مالی شرکت‌های بورسی رابطه منفی وجود دارد. داداشی و نوروزی (۱۳۹۹) بیان کردند که براساس رویکرد مدیریت سود فرصت‌طلبانه، شرکت‌های دارای مدیریت سود، اقدام به انتشار گزارش‌های مالی پیچیده‌تر با خوانایی کمتر می‌کنند تا از این طریق، رفتار فرصت‌طلبانه مدیران را پنهان کنند و امکان شناسایی آن توسط سرمایه‌گذاران، تحلیل‌گران مالی و سایر نهادهای قانونی را کاهش دهند. از سوی دیگر، خوانایی کمتر گزارش‌های مالی و افشای پیچیده‌تر شرکت‌ها، سبب افزایش عدم‌تقارن اطلاعاتی و نقصان آگاهی سرمایه‌گذاران در مورد عملکرد آینده شرکت می‌گردد و موجب بازماندن توانایی سرمایه‌گذاران از تفسیر گزارش‌های مالی سالانه است. لذا، شرکت‌های با گزارش سالانه مبهم‌تر، نیازمند برآورد ریسک بالاتر بوده، که در نهایت منجر به افزایش هزینه‌های سرمایه آنها می‌شود.

مدیریت سود اطلاع‌بخشانه و خوانایی صورت‌های مالی

در مقابل دیدگاه فرصت‌طلبانه، گول و همکاران (۲۰۰۸)، کریشنان (۲۰۰۳) و کوتاری و همکاران (۲۰۰۵) به بررسی نوع دیگری از مدیریت سود پرداختند که به‌جای فریب‌کاری، با هدف انتقال اطلاعات محرمانه و واقعی انجام می‌شود. این نوع مدیریت سود که اصطلاحاً "اطلاع‌بخشانه" نامیده می‌شود، تلاش دارد با افزایش محتوای اطلاعاتی سود، به درک بهتر کاربران از وضعیت واقعی شرکت کمک کند. نتایج این پژوهش‌ها نشان داد که این نوع مدیریت سود رابطه مثبتی با سودآوری آتی دارد و در بسیاری از موارد با شفاف‌سازی اطلاعات مالی همراه است. در نتیجه، می‌توان انتظار داشت که مدیریت سود اطلاع‌بخشانه نه تنها باعث کاهش خوانایی نمی‌شود، بلکه ممکن است منجر به افزایش شفافیت و وضوح در صورت‌های مالی شود.

عدم تقارن اطلاعاتی و خوانایی صورت‌های مالی

مطالعات متعددی نظیر کیم و همکاران (۲۰۱۶)، رویستون و هاریماون (۲۰۲۰) و کوپیک و همکاران (۲۰۲۱) نشان داده‌اند که مدیران در شرایط وجود عدم تقارن اطلاعاتی، ممکن است با هدف حفظ منافع خود، اطلاعات خاصی را پنهان کرده یا به صورت ناقص افشا نمایند. این پنهان‌کاری می‌تواند به انگیزه‌هایی چون فرار مالیاتی، حفظ مشتریان یا دستیابی به شرایط قراردادی مطلوب مرتبط باشد. آبراهامسون و پارک (۱۹۹۴) و همچنین حصارزاده و رجبعلی‌زاده (۲۰۱۹) نشان داده‌اند که در چنین شرایطی، مدیران معمولاً افشاهایی پیچیده و غیرقابل فهم ارائه می‌دهند تا اطلاعات نامطلوب را مخفی کنند. بنابراین، افزایش عدم تقارن اطلاعاتی، احتمالاً با کاهش خوانایی افشاهای مالی همراه است. عیدی پور و همکاران (۱۴۰۳) نشان دادند که لحن پیچیده گزارش‌های سالانه بر سیاست تقسیم سود تأثیر می‌گذارد. عدم تقارن اطلاعاتی بر رابطه بین پیچیدگی گزارش‌های سالانه و سیاست تقسیم سود تأثیر گذار است.

چرخه عمر شرکت و خوانایی صورت‌های مالی

مطالعه دیکینسون (۲۰۱۱) و حبیب و حسن (۲۰۱۹) نشان داد که مراحل مختلف چرخه عمر شرکت، تأثیرات متفاوتی بر ساختارها و کیفیت گزارشگری مالی دارند. شرکت‌های در مرحله رشد، به دلیل نوسانات شدید در درآمدها، هزینه‌ها و مدل‌های کسب‌وکار ناپایدار، معمولاً افشاهایی پیچیده‌تر و کم‌خوان‌تر دارند. در مقابل، شرکت‌های بالغ به دلیل ثبات مالی، ساختارهای منسجم‌تر و تیم‌های مدیریتی قوی‌تر، قادر به ارائه صورت‌های مالی قابل فهم‌تر و شفاف‌تری هستند (کریشنان و همکاران،

رابطه بین رویکردهای مدیریت سود، عدم تقارن اطلاعاتی، ...

۲۰۲۰). همچنین، وجود جریان نقدی پایدار و کنترل‌های داخلی مؤثر در این شرکت‌ها، امکان گزارش‌دهی منسجم‌تر و دقیق‌تری را فراهم می‌کند. به همین دلیل انتظار می‌رود که چرخه عمر شرکت به‌ویژه در مراحل بلوغ، تأثیر مثبتی بر خوانایی گزارش‌های مالی داشته باشد. توسط توسلی طبائی و رضازاده (۱۴۰۳) نشان دادند که مرحله بلوغ چرخه عمر شرکت با قابلیت مقایسه صورت‌های مالی ارتباط مثبتی دارد. همچنین پژوهش حاضر به ارتباط چرخه عمر با قابلیت مقایسه صورت‌های مالی با توجه به نقش تعدیل‌گر عدم تقارن اطلاعاتی و جریان نقد آزاد می‌پردازد که نتایج نشان می‌دهد که ارتباط مثبت بین شرکت‌های بالغ و قابلیت مقایسه صورت‌های مالی با وجود عدم تقارن اطلاعاتی تعدیل می‌شود، اما جریان نقد آزاد در رابطه چرخه عمر (مرحله بلوغ) و قابلیت مقایسه صورت‌های مالی تأثیری ندارد.

اندازه شرکت و خوانایی صورت‌های مالی

هاریمائو و نولند (۲۰۱۶) و همچنین رویستون و هاریمائو (۲۰۲۰) بیان کرده‌اند که شرکت‌های بزرگ‌تر به دلیل عملیات پیچیده‌تر، اغلب گزارش‌هایی با افشاهای سنگین‌تر و دشوارتر ارائه می‌دهند. لی (۲۰۰۸) و لو و همکاران (۲۰۱۷) نیز در تحقیقات خود نشان دادند که پیچیدگی فعالیت‌های شرکت‌های بزرگ منجر به استفاده از واژگان تخصصی‌تر، جملات طولانی‌تر و کاهش خوانایی گزارش‌های سالانه می‌شود. در نتیجه، اندازه بزرگ شرکت‌ها با دشواری در انتقال مؤثر اطلاعات همراه است و این امر درک گزارش‌های مالی را برای کاربران غیرمتخصص دشوارتر می‌سازد. بنابراین، رابطه‌ای منفی میان اندازه شرکت و خوانایی صورت‌های مالی قابل انتظار است.

خوانایی گزارش حسابرسی و خوانایی صورت‌های مالی

مطالعات فخفخ (۲۰۱۶) و محمدزاده مقدم و همکاران (۲۰۲۴) به اهمیت زبان ساده و قابل فهم در گزارش‌های حسابرسی اشاره دارند. فخفخ تحلیل کرد که علی‌رغم گذشت چند دهه، مشکل زبان پیچیده در گزارش‌های حسابرسی همچنان باقی است و اکثر استفاده‌کنندگان قادر به درک کامل محتوای آن نیستند. در همین راستا، لوو و همکاران (۲۰۱۸) نیز بیان می‌کنند که خوانایی گزارش حسابرس تأثیر مستقیم بر خوانایی کلی صورت‌های مالی دارد، چراکه گزارش حسابرسی بخشی حیاتی از فرآیند گزارشگری مالی بوده و نقش مهمی در تصمیم‌گیری استفاده‌کنندگان ایفا می‌کند. بنابراین، وجود گزارش‌های حسابرسی قابل درک، شفاف و روان، می‌تواند به افزایش اعتماد، شفافیت و درک بهتر صورت‌های مالی منجر شود.

روش پژوهش

این پژوهش با رویکرد پس‌رویدادی (ex-post facto) انجام شده و در چارچوب تحقیقات اثباتی در حسابداری قرار می‌گیرد. در این مطالعه، داده‌های واقعی استخراج شده از صورت‌های مالی شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار گرفته است. از نظر روش‌شناسی، این تحقیق ماهیتی توصیفی دارد و به طور خاص در دسته تحقیقات همبستگی قرار می‌گیرد، چرا که هدف آن بررسی و توضیح رابطه بین متغیرهای مستقل و وابسته است.

برای جمع‌آوری داده‌ها و اطلاعات مورد نیاز، ابتدا از روش کتابخانه‌ای و مطالعات اسنادی استفاده شد. در این مرحله، مبانی نظری و ادبیات مرتبط از منابع معتبر مکتوب و الکترونیکی فارسی و لاتین گردآوری شد. سپس، داده‌های لازم برای آزمون فرضیه‌ها از مستندات رسمی شرکت‌ها مانند صورت‌های مالی و یادداشت‌های همراه آن‌ها، آرشیوهای تصویری و آماری سازمان بورس اوراق بهادار تهران (در قالب لوح‌های فشرده)، پایگاه‌های اینترنتی بورس و سایر منابع مرتبط استخراج گردید. علاوه بر این، نرم‌افزارهای تخصصی مانند تدبیر پرداز و ره‌آورد نوین نیز برای دسترسی به داده‌ها به کار گرفته شد.

داده‌های جمع‌آوری شده پس از سازماندهی در قالب فایل Excel و انجام محاسبات اولیه، برای تحلیل نهایی آماده شدند. تحلیل نهایی نیز با استفاده از نرم‌افزار اقتصادسنجی Eviews انجام گرفت. نمونه آماری تحقیق براساس معیارهای مشخص شده در نگاره ۱ انتخاب شده است.

نگاره ۱. مراحل انتخاب شرکت‌های عضو نمونه آماری به روش حذف سیستماتیک

محدودیت	تعداد شرکت
جامعه آماری	۳۹۴
شرکت‌هایی که در تمام سال‌های پژوهش جز شرکت‌های بورسی بودند.	(۶۱)
طی دوره پژوهش تغییر سال مالی نداده و سال مالی آن منتهی به پایان اسفند باشد	(۴۲)
جز شرکت‌های سرمایه‌گذاری، هلدینگ، واسطه‌گری مالی و بیمه نباشد.	(۹۷)
در هر صنعت برای قابلیت مقایسه صورت‌های مالی حداقل ۵ شرکت وجود داشته باشد	(۳۵)
اطلاعات آن در دسترس باشد.	(۲۹)
نمونه نهایی	۱۳۰

منبع: یافته‌های پژوهشگر

متغیرهای مورد مطالعه در این تحقیق، شامل متغیرهای وابسته، مستقل و کنترلی به شرح زیر اندازه‌گیری شده‌اند.

متغیرهای تحقیق و نحوه اندازه‌گیری آن‌ها

در این تحقیق، متغیرهای مورد بررسی شامل متغیر وابسته، مستقل و کنترلی بوده که به شرح زیر تعریف و اندازه‌گیری شده‌اند.

متغیر وابسته: خوانایی صورت‌های مالی

برای سنجش قابلیت درک و سهولت خواندن گزارش‌های مالی، از شاخص خوانایی فوگ^۱ استفاده شده است. این شاخص که اولین بار توسط لی (۲۰۰۸) در مبانی نظری حسابداری معرفی شد، بر دو مولفه اصلی استوار است:

۱. میانگین تعداد کلمات در هر جمله

۲. درصد کلمات پیچیده (کلماتی که حداقل سه هجای کامل دارند)

فرمول محاسبه شاخص فوگ به صورت زیر است:

$$FOG = 0.4(\text{Word per sentence} + \text{percent of complex words})$$

متوسط تعداد کلمات در هر جمله از طریق تقسیم تعداد کل کلمات به تعداد جملات در بخش یادداشت‌های توضیحی صورت‌های مالی به دست می‌آید. منظور از کلمات پیچیده، واژگانی هستند که دارای سه هجا یا بیشتر باشند. افزایش طول جملات و استفاده بیش از حد از کلمات پیچیده، منجر به افزایش این شاخص و در نتیجه کاهش میزان خوانایی متن خواهد شد. روش محاسبه این شاخص به شرح زیر است:

- سه نمونه متشکل از هر کدام ۱۰۰ کلمه به صورت تصادفی از ابتدا، میانه و انتهای یادداشت‌های توضیحی صورت‌های مالی انتخاب می‌شود.
- در هر نمونه، تعداد جملات و تعداد کلمات سه هجایی یا بیشتر شمارش می‌گردد.
- میانگین طول جمله از تقسیم تعداد کل کلمات بر تعداد جملات به دست می‌آید.
- درصد کلمات پیچیده به نسبت کل کلمات محاسبه می‌شود.
- مجموع میانگین طول جمله و درصد کلمات پیچیده در ۰.۴ ضرب می‌شود.
- این مراحل برای هر سه نمونه انجام و در نهایت میانگین سه نتیجه به عنوان شاخص خوانایی گزارش گرفته می‌شود.

مقادیر این شاخص به شرح زیر تفسیر می‌شود:

متن بسیار پیچیده و غیرقابل درک: $FOG \geq 18$

متن دشوار: $14 \leq FOG < 18$

متن نسبتاً مناسب: $12 \leq FOG < 14$

^۱. Fog

رابطه بین رویکردهای مدیریت سود، عدم تقارن اطلاعاتی، ...

متن قابل قبول: $10 \leq \text{FOG} < 12$

متن آسان و قابل فهم: $8 \leq \text{FOG} < 10$

متغیرهای مستقل: مدیریت سود

ما اقلام تعهدی اختیاری مدیریت سود را با استفاده از مدل تعدیل شده جونز به شرح زیر به دست می آوریم. که در این مدل:

$$TA_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \left(\frac{1}{Assets_{i,t}} \right) + \alpha_2 \left(\frac{\Delta Rev_{i,t} - \Delta Rec_{i,t}}{Assets_{i,t}} \right) + \alpha_3 \left(\frac{PPE_{i,t}}{Assets_{i,t}} \right) + \varepsilon_{i,t}$$

$TA_{i,t}$: کل اقلام تعهدی است و از ما به تفاوت سود خالص و جریانان نقدی عملیاتی به دست می آید.

$Assets_{i,t}$: کل داراییهای شرکت i در سال t

$\Delta Rev_{i,t}$: تغییرات درآمد که از ما به تفاوت درآمد سال t و سال $t-1$ به دست می آید.

$\Delta Rec_{i,t}$: تغییرات در حسابها و اسناد دریافتی است که از ما به تفاوت مطالبات سال t و سال $t-1$ به دست می آید.

$PPE_{i,t}$: اموال ماشین آلات و تجهیزات شرکت i در سال t

خطای مدل که برای هر سال شرکت محاسبه میشود و نشان دهنده اقلام تعهدی اختیاری و شاخص مدیریت سود می باشد. این مدل به صورت سری زمانی و با استفاده از رگرسیون غلتان (Rolling Regression) برای هر شرکت به طور مجزا برآورد شده تا تخمین دقیقی از اقلام تعهدی اختیاری برای هر شرکت در هر سال به دست آید.

مدیریت سود اطلاع بخشانه و مدیریت سود فرصت طلبانه

پس از برآورد مدل ما اقلام تعهدی اختیاری را در مدل دیچه و دیچاو جایگذاری می کنیم تا سال شرکتهای با مدیریت سود اطلاع بخشانه را از مدیریت سود فرصت طلبانه جدا کنیم.

$$DACC_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CFO_{i,t-1} + \beta_2 CFO_{i,t} + \beta_3 CFO_{i,t+1} + \beta_4 REV_{i,t} + \beta_5 PPE_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$DACC_{i,t}$: اقلام تعهدی اختیاری که از مدل بالا به دست می آید.

$CFO_{i,t-1}$: جریانان نقدی عملیاتی شرکت در سال $t-1$

$CFO_{i,t}$: جریانان نقدی عملیاتی شرکت در سال t

$CFO_{i,t+1}$: جریانان نقدی عملیاتی شرکت در سال $t+1$

$REV_{i,t}$: درآمد فروش شرکت در سال t

$PPE_{i,t}$: اموال و ماشین آلات و تجهیزات شرکت در سال t

مثبت و معنادار باشد، مدیریت سود فرصت طلبانه (Opportunistic Earnings Management) تشخیص داده می شود و اگر ضریب منفی یا غیرمعنادار باشد، مدیریت سود اطلاع بخشانه (Informative Earnings Management) تلقی می گردد. این روش تفکیک، شفافیت بیشتری در تحلیل رفتارهای سودآوری شرکت ها ایجاد می کند.

عدم تقارن اطلاعاتی (IA)

در میان معیارهای گوناگون، دامنه قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام جایگاه ویژه ای دارد. این مدل را به منظور تعیین محدوده قیمتی مناسب برای معاملات سهام به کار بستند. شایان ذکر است که دسای و همکاران^۱ نیز در سال ۲۰۰۳، در تحقیقات خود از این متغیر استفاده کرده اند.

$$IA = \frac{(AP - PB) \times 100}{(AP - PB) \div 2}$$

IA: دامنه تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام شرکت i در سال t

AP: میانگین قیمت پیشنهادی فروش سهام شرکت i در سال t

PB: میانگین قیمت پیشنهادی خرید سهام شرکت i در سال t

^۱. Desai et al

یکی از شاخص‌های رایج و قابل اندازه‌گیری برای ارزیابی عدم تقارن اطلاعاتی، دامنه قیمت پیشنهادی خرید و فروش (Ask-Bid Spread) است. دامنه قیمت پیشنهادی تفاوت بین قیمت پیشنهادی فروش (Ask Price) و قیمت پیشنهادی خرید (Bid Price) سهام است. هرچه این تفاوت بزرگ‌تر باشد، نشان‌دهنده آن است که بازار نقدشوندگی کمتری دارد و عدم تقارن اطلاعاتی بالاتری وجود دارد، زیرا فروشندگان و خریداران برای جبران ریسک عدم شفافیت اطلاعات، قیمت‌های بیشتری را مطالبه می‌کنند.

اندازه شرکت

بزرگ‌تر بودن اندازه شرکت، اغلب با افزایش اعتبار آن همراه است. به علاوه، شرکت‌های بزرگ‌تر به دلیل توانایی بیشتر در تنوع‌بخشی به فعالیت‌ها، دسترسی به منابع مالی گوناگون و ارائه گزارش‌های منظم و شفاف، معمولاً با ریسک کمتری مواجه هستند (ثقفی و بولو، ۱۳۸۸). این امر موجب می‌شود که سرمایه‌گذاران در مواجهه با این شرکت‌ها، انتظار بازده کمتری داشته باشند. بر این اساس، انتظار می‌رود که بین اندازه شرکت و هزینه حقوق صاحبان سهام، رابطه‌ای معکوس وجود داشته باشد. در این تحقیق، اندازه شرکت با استفاده از لگاریتم طبیعی فروش خالص شرکت اندازه‌گیری می‌شود.

$$Size_{i,t} = \log S_{i,t}$$

که در آن:

$Size_{i,t}$: اندازه شرکت i در سال t و

$S_{i,t}$: خالص فروش شرکت i در سال t می‌باشد.

چرخه عمر شرکت:

این پژوهش چرخه عمر شرکت (FLC-DUM) است که از شاخص مدل علامت جریانهای نقدی دیکینسون برای محاسبه این متغیر استفاده شد. الگوی دیکینسون (۲۰۱۱) منطبق بر الگوی جریانهای وجه نقد فعالیتهای عملیاتی (CFO)، سرمایه‌گذاری (CFI) و تأمین مالی (CFF) است.

اگر $CFO < 0$ و $CFF > 0$ شرکت در مرحله ظهور

و اگر $CFO > 0$ و $CFF > 0$ شرکت در مرحله رشد

و اگر $CFO > 0$ و $CFF < 0$ شرکت در مرحله بلوغ

و اگر $CFO < 0$ و $CFF \leq 0$ یا $CFF > 0$ شرکت در مرحله نزول

و باقی مانده سال شرکتها در مرحله رکود دسته بندی میشوند.

شرکت‌ها معمولاً در بدو تاسیس و در مرحله "ظهور" در بازار بورس اوراق بهادار پذیرفته نمی‌شوند، و به همین دلیل اطلاعات و داده‌های مربوط به آن‌ها در دسترس عموم قرار نمی‌گیرد. در نتیجه، در این پژوهش، مراحل "ظهور" و "رشد" به منظور سهولت در تحلیل، به صورت یکپارچه و تحت عنوان مرحله "رشد" مورد بررسی قرار می‌گیرند. از طرف دیگر، مرحله "رکود" نیز به دلیل عدم وجود جریان‌های نقدی شفاف و قابل اتکا، به همراه شرکت‌های حاضر در مرحله "افول"، در قالب یک گروه واحد با عنوان مرحله "افول" در نظر گرفته شده و مورد تجزیه و تحلیل قرار می‌گیرند (حیدرپور و همکاران، ۱۳۹۵). به منظور کدگذاری مراحل مختلف، اگر شرکت در مرحله "رشد" باشد، مقدار ۱ و در سایر مراحل مقدار صفر به آن اختصاص داده می‌شود. به همین ترتیب، اگر شرکت در مرحله "بلوغ" باشد، مقدار ۱ و در سایر مراحل مقدار صفر در نظر گرفته می‌شود و اگر شرکت در مرحله "نزول" قرار داشته باشد، مجدداً مقدار ۱ و در سایر مراحل مقدار صفر تعیین می‌گردد. به دلیل دسترسی محدود به داده‌های شرکت‌های در مرحله "ظهور" و پیچیدگی تحلیل، این مرحله با مرحله "رشد" تلفیق شده است. همچنین، مراحل "رکود" و "افول" که شباهت‌های زیادی در جریان‌های نقدی دارند، در یک گروه تحت عنوان "افول" دسته‌بندی شده‌اند. هر مرحله چرخه عمر به صورت متغیرهای دامی (Dummy Variables) کدگذاری شده است؛ مثلاً اگر شرکت در مرحله رشد باشد، مقدار ۱ و در غیر این صورت ۰ اختصاص داده می‌شود.

خوانایی گزارش حسابرسی (DISAUDIT)

برای سنجش خوانایی گزارش‌های حسابرسی نیز همانند خوانایی صورت‌های مالی، از شاخص فوگ استفاده شده است که روش محاسبه آن مطابق توضیحات فوق است.

متغیرهای کنترلی

LEV: اهرم مالی معادل نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها
 LOSS: زیان ده بودن شرکت، اگر یک شرکت زیان داشت عدد ۱ در غیر این صورت صفر
 ROA: بازده دارایی‌ها معادل نسبت سود خالص به کل دارایی‌های شرکت
 MTB: نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام
 Mchange: تغییر مدیر، اگر مدیر تغییر کرده باشد عدد ۱ و اگر نه صفر.
 درنهایت، برای آزمون فرضیه‌های تحقیق از مدل رگرسیونی چند متغیره زیر استفاده می‌شود.

$$READ_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 EM_{it} + \alpha_2 IA_{it} + \alpha_3 FLCDum_{it} + \alpha_4 Size_{it} + \alpha_5 DISAUDIT_{it} + \alpha_6 LEV_{it} + \alpha_7 LOSS_{it} + \alpha_8 ROA_{it} + \alpha_9 MTB_{it} + \alpha_{10} Mchange_{it} + \varepsilon_{it}$$

یافته‌های پژوهش

آمار توصیفی

به منظور درک عمیق‌تر ویژگی‌های جامعه مورد بررسی در این پژوهش و همچنین آشنایی کامل با متغیرهای مورد مطالعه، پیش از انجام تحلیل داده‌های آماری، به توصیف این متغیرها اقدام می‌شود. بر این اساس، قبل از بررسی فرضیه‌های تحقیق، متغیرهای اصلی پژوهش به اختصار در جدول ۲ ارائه و تحلیل می‌شوند. این جدول شامل معیارهایی است که به توصیف متغیرهای پژوهش کمک می‌کنند. شایان ذکر است که قبل از ارائه آمار توصیفی، نرمال بودن متغیرهای پژوهش در سطح خطای ۵ درصد مورد بررسی و تأیید قرار گرفته است.

نگاره ۲. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش (تعداد مشاهدات: ۱۰۴۰)

متغیرهای پیوسته					
متغیر	نماد	میانگین	میان	بیشترین	کمترین
خوانایی صورت‌های مالی	READ	۱۶/۴۵۸	۱۴/۳۰۷	۴۱/۱۴۳	۴/۳۸۸
مدیریت سود	EM	۰/۱۰۵	۰/۰۸۹	۰/۲۸۵	۰/۰۰۸
مدیریت سود فرصت طلبانه	OEM	۰/۰۳۸	۰/۰۰۰	۰/۲۰۸	۰/۰۰۰
مدیریت سود اطلاع بخشانه	EEM	۰/۰۶۴	۰/۰۳۰	۰/۲۸۵	۰/۰۰۰
عدم تقارن اطلاعاتی	IA	۳/۸۸۶	۴/۱۳۹	۵/۱۳۹	۱/۸۱۲
اندازه شرکت	SIZE	۱۴/۸۶۰	۱۴/۷۴۰	۱۷/۸۵۰	۱۲/۲۶۵
خوانایی گزارش حسابرسی	DISAUDIT	۱۷/۰۰۹	۱۵/۵۳۳	۷۱/۶۰۰	۵/۷۸۹
اهرم مالی	LEV	۰/۵۳۳	۰/۵۳۶	۰/۸۶۹	۰/۱۷۵
بازده دارایی	ROA	۰/۱۴۹	۰/۱۲۰	۰/۴۳۹	-۰/۰۴۶
ارزش بازاری به دفتری	MTB	۵/۰۵۴	۳/۵۱۵	۱۸/۳۳۷	۰/۹۲۹
متغیرهای گسسته					
متغیر	نماد	تعداد یک	تعداد صفر	درصد یک	درصد صفر
چرخه عمر شرکت	FLCDUM	۴۶۲	۵۷۸	۴۴/۴۲۳	۵۵/۵۷۷
زیان	LOSS	۸۷	۹۵۳	۸/۳۶۵	۹۱/۶۳۵
تغییر مدیر	MCHANGE	۳۴۶	۶۹۴	۳۳/۲۶۹	۶۶/۷۳۱

بر اساس آنچه که در نگاره ۲ مشاهده می‌گردد میانگین خوانایی صورت‌های مالی ۱۶/۴۵۸ است. این عدد بیانگر آن است که اکثر مشاهدات حول این نقطه متمرکز هستند. میانه این متغیر نیز ۱۴/۳۰۷ بوده و بیانگر آن است که نیمی از شرکت‌ها شاخص خوانایی گزارش بیشتر از این میزان و نیمی دیگر خوانایی کمتر از این میزان دارند. افزایش این شاخص بیانگر کاهش خوانایی گزارش حسابرس است. لذا بیشترین خوانایی گزارش حسابرس ۴/۳۸۸ و کمترین میزان ۴۱/۱۴۳ است. انحراف معیار نیز پراکندگی مشاهدات نسبت به میانگین را نشان می‌دهد و برابر با ۱۰/۰۵۹ است. این پراکندگی با توجه به مقادیر حداقل و حداکثر نسبتاً کوچک است. برای خوانایی گزارش حسابرسی نیز میانگین ۱۷/۰۰۹ است. اگر شاخص خوانایی بیشتر از ۱۸ باشد یعنی متن قابل خواندن نبوده و بسیار پیچیده است. این نتایج با مطالعات علی‌خانی و همکاران (۱۴۰۰) مطابقت دارد که میانگین خوانایی صورت‌های مالی را بر اساس شاخص فوگ ۱۷/۱۵۷ به دست آوردند.

مدیریت سود نیز به طور میانگین برابر با ۰/۱۰۵ است. این متغیر بر اساس قدرمطلق جزء خطای مدل جونز محاسبه شده است. در واقع زمانی که از جزء خطا قدرمطلق گرفته شود بیانگر آن است که افزایش این متغیر نشان دهنده افزایش مدیریت سود است. در این پژوهش مدیریت سود به تفکیک دو بخش فرصت طلبانه و آگاهی بخش در مدل پژوهش آزمون می‌شود. در این راستا بر اساس مطالعات ذوالفقاری و همکاران (۱۳۹۸) و با بهره‌گیری از مدل دیچو و دجو^۱ (۲۰۰۲) مدیریت سود به دو بخش مدیریت سود فرصت طلبانه و مدیریت سود اطلاع بخشانه تفکیک شده است. نتایج بیانگر آن است که میانگین مدیریت سود فرصت طلبانه و آگاهی بخش به ترتیب ۰/۰۳۸ و ۰/۰۶۴ است. علت کاهش میانگین نسبت به مدیریت سود (EM) به دلیل آن است که مقادیر مربوط به مدیریت سود اطلاع بخشانه در متغیر مدیریت سود فرصت طلبانه صفر در نظر گرفته شده است و برعکس.

به همین ترتیب با بررسی شاخص عدم تقارن اطلاعاتی مشاهده می‌شود که میزان عدم تقارن اطلاعاتی ۳/۸۸۶ درصد است. این شاخص در عدد ۱۰۰ ضرب شده است. به همین خاطر به درصد بیان می‌شود. افزایش این شاخص نیز بیانگر افزایش عدم تقارن اطلاعات است. شاخص اندازه شرکت که بر اساس لگاریتم کل فروش محاسبه شده است نیز نشان می‌دهد که به طور متوسط اندازه شرکت‌ها ۱۴/۸۶ است. همچنین اهرم مالی نشان می‌دهد که ۵۳/۳ درصد از دارایی شرکت‌ها از بدهی تشکیل شده است. بازده دارایی نیز بیانگر آن است که شرکت‌ها در هر سال به میزان ۱۴/۹ درصد کل دارایی‌ها سود خالص محقق می‌کنند. بدین ترتیب طی حدود ۷ سال شرکت‌ها می‌توانند به میزان کل دارایی‌ها سود خالص داشته باشند. در نهایت ارزش بازاری به دفتری بیان می‌کند که ارزش بازاری حقوق صاحبان سهام طی دوره پژوهش حدود ۵ برابر ارزش دفتری آن است. حداقل ۰/۹۲۹ نیز برای این متغیر بیانگر آن است که شرکتی وجود دارد که ارزش بازاری آن نسبت به ارزش دفتری آن کمتر است. سایر پارامترهای توصیفی متغیرهای پیوسته نیز به همین ترتیب در نگاره قابل مشاهده است.

با بررسی متغیرهای گسسته که در واقع متغیرهای با ارزش صفر یا یک هستند، می‌توان مشاهده کرد که ۴۴/۴۲۳ درصد از شرکت‌های نمونه در مرحله رشد قرار دارند. ۸/۳۶۵ درصد از شرکت‌های نمونه زیان ده بوده و سود خالص منفی داشته‌اند و در نهایت ۳۳/۲۶۹ درصد از شرکت‌ها در هر سال مدیران خود را تغییر داده‌اند.

آمار استنباطی

تحقیق حاضر به دنبال بررسی شش فرضیه به شرح زیر است:

- فرضیه ۱: بین مدیریت سود از نوع فرصت طلبانه و خوانایی صورت‌های مالی رابطه منفی و معناداری وجود دارد.
- فرضیه ۲: بین مدیریت سود از نوع اطلاع بخشانه و خوانایی صورت‌های مالی رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.
- فرضیه ۳: بین عدم تقارن اطلاعاتی و خوانایی صورت‌های مالی رابطه منفی و معناداری وجود دارد.
- فرضیه ۴: بین چرخه عمر شرکت و خوانایی صورت‌های مالی رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.
- فرضیه ۵: بین اندازه شرکت و خوانایی صورت‌های مالی رابطه منفی و معناداری وجود دارد.
- فرضیه ۶: بین خوانایی گزارش حسابرسی و خوانایی صورت‌های مالی رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.

^۱. Dechow & Dichev

رابطه بین رویکردهای مدیریت سود، عدم تقارن اطلاعاتی، ...

در نگاره ۳، نتایج آزمون فرضیه های آورده شده است. لازم به ذکر است که در این مدل متغیر خوانایی صورت مالی و گزارش حسابر در عدد منفی یک ضرب شده است نت افزایش این دو شاخص بیانگر افزایش خوانایی گزارش حسابر باشد.

نگاره ۳. مدل رگرسیونی آزمون فرضیه های پژوهش

$Read_{it} = \beta_0 + \beta_1 OEM_{it} + \beta_2 EEM_{it} + \beta_3 IA_{it} + \beta_4 FLCDum_{it} + \beta_5 Size_{it} + \beta_6 DisAudit_{it} + \beta_7 Lev_{it} + \beta_8 Loss_{it} + \beta_9 ROA_{it} + \beta_{10} MTB_{it} + \beta_{11} MChange_{it} + \varepsilon_{it}$					
متغیر	نماد	ضرایب رگرسیونی	انحراف استاندارد	آماره t	احتمال آماره t
مدیریت سود فرصت طلبانه	OEM	-۵/۳۰۱	۲/۷۰۱	-۱/۹۶۲	۰/۰۵۰
مدیریت سود اطلاع بخشانه	EEM	۱/۷۳۰	۲/۱۳۳	۰/۸۱۱	۰/۴۱۸
عدم تقارن اطلاعاتی	IA	-۰/۰۷۹	۰/۱۲۷	-۰/۶۲۳	۰/۵۳۴
چرخه عمر شرکت	FLCDUM	-۰/۶۰۰	۰/۱۸۳	-۳/۲۸۳	۰/۰۰۱
اندازه شرکت	SIZE	-۰/۲۸۳	۰/۱۲۰	-۲/۳۵۱	۰/۰۱۹
خوانایی گزارش حسابر	DISAUDIT	۰/۳۰۲	۰/۰۲۴	۱۲/۸۲۰	۰/۰۰۰
اهرم مالی	LEV	۱/۱۲۷	۰/۶۲۷	۱/۹۷۶	۰/۰۷۳
زیان	LOSS	-۰/۰۴۱	۰/۱۸۸	-۰/۲۲۰	۰/۸۲۶
بازده دارایی	ROA	۰/۳۰۴	۱/۱۲۹	۰/۲۶۹	۰/۷۸۸
ارزش بازاری به دفتری	MTB	-۰/۰۱۲	۰/۰۲۰	-۰/۶۱۳	۰/۵۴۰
تغییر مدیر	MCHANGE	-۰/۰۴۷	۰/۲۶۴	-۰/۱۷۹	۰/۸۵۸
ضریب ثابت	C	-۷/۲۰۷	۱/۹۷۵	-۳/۵۶۰	۰/۰۰۰
آماره F	۷۲۶/۹۳				
احتمال آماره F	۰/۰۰۰				
ضریب تعیین	۰/۷۳۶				
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۷۲۶				
تعداد مشاهدات	۱۰۴۰				

بر اساس نتایج ارائه شده در نگاره ۳ مشاهده می شود که آماره F در مدل پژوهش ۹۳/۷۲۶ است. به همین ترتیب احتمال آماره F در مدل برابر با صفر بوده که بیانگر معناداری کلی مدل های پژوهش است. نتایج مربوط به ضریب تعیین نشان می دهد که در مدل پژوهش ۷۳/۶ درصد از خوانایی صورت مالی بر اساس متغیرهای تعریف شده در مدل توضیح داده می شود. همچنین ضریب تعیین تعدیل شده که از قدرت اتکای بالاتری برخوردار است نشان می دهد که ۷۲/۶ درصد از تغییرات متغیر وابسته به وسیله متغیرهای مستقل و کنترلی توضیح داده می شود. تعداد مشاهدات در این مدل ۱۰۴۰ است که در واقع کل مشاهدات آزمون شده است.

بر اساس نتایج مشاهده می شود که ضریب مدیریت سود فرصت طلبانه -۵/۳۰۱ است. این ضریب بر اساس آماره t در سطح احتمال ۹۵ درصد معنادار است. چراکه آماره t بیشتر از ۱/۹۶ بوده و احتمال آن کمتر از سطح خطای ۵ درصد است (تقریباً ۵ درصد) لذا می توان گفت که با افزایش مدیریت سود فرصت طلبانه، خوانایی صورت های مالی کاهش پیدا می کند. بنابراین فرضیه اول مبنی بر اینکه "بین مدیریت سود از نوع فرصت طلبانه و خوانایی صورت های مالی رابطه منفی و معناداری وجود دارد"، تأیید می شود.

به همین ترتیب ضریب مدیریت سود اطلاع بخشانه ۱/۷۳ است. این ضریب در هیچ یک از سطوح احتمال معنادار نیست. چراکه احتمال آماره t بیش از سطح خطای ۵ درصد است. لذا می توان گفت که مدیریت سود آگاهی بخش یا کارا بر خوانایی صورت مالی تأثیر ندارد. بدین ترتیب فرضیه دوم پژوهش مبنی بر اینکه "بین مدیریت سود از نوع اطلاع بخشانه و خوانایی صورت های مالی رابطه مثبت و معناداری وجود دارد"، رد می شود.

با بررسی ضریب عدم تقارن اطلاعات مشاهده می‌شود که ضریب مورد نظر $0/079-$ است. با این حال این ضریب نیز در سطح احتمال ۹۵ درصد معنادار نیست. لذا می‌توان گفت که عدم تقارن اطلاعاتی بر خوانایی صورت‌های مالی تأثیر ندارد. بدین ترتیب فرضیه سوم رد می‌شود و باید گفت که بین عدم تقارن اطلاعاتی و خوانایی صورت‌های مالی رابطه منفی و معناداری وجود ندارد.

در راستای بررسی فرضیه چهارم ضریب چرخه عمر (چرخه رشد) $0/6-$ است. این ضریب بر اساس احتمال آماره t در سطح احتمال ۹۵ درصد معنادار است. لذا می‌توان گفت که در چرخه رشد، خوانایی صورت‌های مالی کاهش پیدا می‌کند. بنابراین فرضیه چهارم مبنی بر اینکه "بین چرخه عمر شرکت و خوانایی صورت‌های مالی رابطه مثبت و معناداری وجود دارد"، رد می‌شود. در راستای رابطه منفی باید گفت که در مرحله رشد، شرکت‌ها ممکن است به سرعت در حال افزایش درآمد و هزینه باشند. این نوسانات می‌توانند باعث شوند که مقایسه صورت‌های مالی در دوره‌های مختلف دشوار شود. همچنین شرکت‌های در حال رشد ممکن است هنوز مدل کسب‌وکار خود را تثبیت نکرده باشند. این عدم ثبات می‌تواند منجر به تغییرات مکرر در حسابداری و گزارشگری مالی شود که خوانایی صورت‌های مالی را کاهش می‌دهد.

فرضیه پنجم بیان می‌کند که بین اندازه شرکت و خوانایی صورت‌های مالی رابطه منفی و معناداری وجود دارد. در این راستا ضریب اندازه شرکت $0/283-$ است. این ضریب بر اساس آماره t در سطح احتمال ۹۵ درصد معنادار است. لذا می‌توان گفت که با افزایش اندازه شرکت، خوانایی صورت‌های مالی به دلیل پیچیدگی بیشتر عملیات شرکت‌های بزرگ و وجود شرکت‌های تابعه فرعی بیشتر کاهش پیدا می‌کند.

در نهایت ضریب خوانایی گزارش حسابرس $0/302+$ است. این ضریب بر اساس آماره t در سطح احتمال ۹۵ درصد معنادار است. چراکه احتمال آماره t برابر با صفر بوده و کمتر از سطح خطای ۵ درصد است. باینرا فرضیه ششم پژوهش نیز تأیید می‌شود و می‌توان گفت که بین خوانایی گزارش حسابرسی و خوانایی صورت‌های مالی رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.

بحث و نتیجه‌گیری

یافته‌های گسترده پژوهش‌های پیشین نشان می‌دهد که مدیران به منظور پنهان‌سازی اطلاعات کلیدی و مهم از دید سرمایه‌گذاران و سایر ذی‌نفعان، معمولاً گزارش‌های مالی را پیچیده و حجیم ارائه می‌دهند. هدف این رویکرد، استتار اخبار نامطلوب یا ضعف عملکرد شرکت در لابه‌لای گزارش‌های پیچیده و دشوار فهم است. به‌ویژه مدیرانی که اقدام به مدیریت سود فرصت‌طلبانه می‌کنند، تمایل دارند روش‌های کسب سود غیرواقعی یا دستکاری شده را پنهان کنند. این امر باعث می‌شود تا خوانایی صورت‌های مالی کاهش یافته و تشخیص دستکاری سود برای کاربران اطلاعات مالی دشوارتر گردد. به طور کلی، این رویکردها نشان‌دهنده اثرگذاری متغیرهایی چون مدیریت سود، عدم تقارن اطلاعاتی، اندازه شرکت و مرحله چرخه عمر بر خوانایی گزارش‌های مالی هستند.

در این مطالعه، با هدف درک بهتر و دقیق‌تر این روابط، به بررسی ارتباط بین انواع رویکردهای مدیریت سود (فرصت‌طلبانه و اطلاع‌بخشانه)، عدم تقارن اطلاعاتی، اندازه شرکت، چرخه عمر شرکت و خوانایی گزارش حسابرس با خوانایی صورت‌های مالی پرداختیم. نمونه تحقیق شامل اطلاعات ۱۳۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۴ تا ۱۴۰۱ بود. داده‌ها پس از جمع‌آوری با نرم‌افزار Eviews تحلیل و نتایج به صورت زیر استخراج شد.

تحلیل نتایج

فرضیه اول: مدیریت سود فرصت‌طلبانه و خوانایی صورت‌های مالی

یافته‌ها نشان داد که بین مدیریت سود فرصت‌طلبانه و خوانایی صورت‌های مالی رابطه منفی و معناداری وجود دارد. این نتیجه تأیید می‌کند که مدیرانی که برای منافع شخصی خود اقدام به دستکاری سود می‌کنند، گزارش‌های مالی را به گونه‌ای تنظیم می‌کنند که فهم و تحلیل آن برای ذی‌نفعان دشوار شود. این یافته، مطابق با نتایج پژوهش‌های آلم ال-دین و همکاران^۱ (۲۰۲۲)،

^۱. Alm El-Din et al

رابطه بین رویکردهای مدیریت سود، عدم تقارن اطلاعاتی، ...

چترجی^۱ (۲۰۲۴)، ندگوا^۲ (۲۰۲۴)، حسین پور و همکاران (۱۴۰۰) و کیان و همکاران (۱۳۹۹) است. این شباهت نشان می‌دهد که مسئله مدیریت سود فرصت طلبانه و تأثیر آن بر پیچیدگی گزارشگری مالی، موضوعی پایدار و فراگیر در فضای مالی ایران و جهان است.

فرضیه دوم: مدیریت سود اطلاع‌بخشانه و خوانایی صورت‌های مالی

نتایج نشان داد که بین مدیریت سود اطلاع‌بخشانه و خوانایی صورت‌های مالی رابطه معناداری وجود ندارد. این یافته حاکی از آن است که انتشار اطلاعات با هدف اطلاع‌رسانی واقعی، تأثیر قابل توجهی بر افزایش شفافیت و خوانایی گزارش‌ها ندارد. این موضوع می‌تواند به دلیل ماهیت متعادل و کمتر دستکاری شده این نوع مدیریت سود باشد که بر خوانایی تأثیر مستقیم ندارد. از آنجا که این فرضیه برای اولین بار در پژوهش‌های مشابه آزموده شده است، نمی‌توان آن را با مطالعات پیشین مقایسه کرد، اما زمینه مناسبی برای تحقیقات آتی فراهم می‌آورد.

فرضیه سوم: عدم تقارن اطلاعاتی و خوانایی صورت‌های مالی

تحلیل‌ها نشان داد که عدم تقارن اطلاعاتی به صورت مستقیم تأثیر معناداری بر خوانایی صورت‌های مالی ندارد. این نتیجه ممکن است به دلیل تأثیر قوی‌تر مدیریت سود فرصت طلبانه باشد که اثرات احتمالی عدم تقارن اطلاعاتی را در مدل جامع خنثی کرده است. شایان ذکر است که در بررسی ضریب همبستگی ساده، رابطه‌ای میان عدم تقارن اطلاعاتی و خوانایی مشاهده شد، ولی در مدل نهایی چندمتغیره این رابطه معنادار نبود. این یافته با پژوهش‌های صالح عقیب بخیت^۳ (۲۰۲۴)، کاظمی علوم و همکاران (۱۳۹۹) و احمدی و قائمی (۱۳۹۷) ناسازگار است. این اختلاف می‌تواند به تفاوت نمونه، متغیرهای کنترلی یا روش‌شناسی پژوهش مربوط باشد که لازم است در تحقیقات آتی به آن پرداخته شود.

فرضیه چهارم: چرخه عمر شرکت و خوانایی صورت‌های مالی

نتایج این فرضیه به شکلی غیرمنتظره، رابطه منفی و معناداری بین چرخه عمر شرکت و خوانایی گزارش‌ها نشان داد. معمولاً انتظار می‌رود که شرکت‌های در مرحله بلوغ به دلیل ثبات و تجارب بیشتر، گزارش‌های قابل فهم‌تر و شفاف‌تری ارائه دهند. اما نتایج ما نشان می‌دهد که در این مرحله، به دلیل وجود کارکنان ماهر و متخصص در انجام مدیریت سود فرصت طلبانه، احتمال کاهش خوانایی گزارش‌ها وجود دارد. این یافته با نتایج پژوهش بیاس و همکاران^۴ (۲۰۲۲) به صورت غیرمستقیم در تناقض است و نشان می‌دهد که بلوغ شرکت‌ها ممکن است به دلیل پیچیدگی‌های داخلی و افزایش مهارت در مدیریت سود، خوانایی گزارش‌ها را کاهش دهد.

فرضیه پنجم: اندازه شرکت و خوانایی صورت‌های مالی

نتایج نشان داد که اندازه شرکت رابطه منفی و معناداری با خوانایی صورت‌های مالی دارد. شرکت‌های بزرگ‌تر به دلیل پیچیدگی بالاتر عملیات و فرآیندهای متعدد، گزارش‌های مالی پیچیده‌تر و کمتر قابل فهم ارائه می‌دهند. این یافته با مطالعات لی (۲۰۰۸)، آجینا و همکاران (۲۰۱۶)، لو و همکاران (۲۰۱۷) و رویستون و هاریماون (۲۰۲۰) همسو است. به بیان دیگر، افزایش اندازه شرکت‌ها موجب افزایش پیچیدگی و دشواری در فهم گزارش‌های مالی می‌شود که نیازمند توجه ویژه مدیران و حساب‌رسان برای ساده‌سازی افشاجری‌هاست.

فرضیه ششم: خوانایی گزارش حسابرسی و خوانایی صورت‌های مالی

نتایج نشان داد که خوانایی گزارش حسابرسی رابطه مثبت و معناداری با خوانایی صورت‌های مالی دارد. گزارش حسابرسی که از نظر زبان و ساختار شفاف و قابل فهم باشد، به درک بهتر صورت‌های مالی توسط کاربران کمک می‌کند. این یافته همسو با نتایج لو و همکاران (۲۰۱۸)، بوباکر و همکاران^۵ (۲۰۱۹) و عباس زاده و همکاران (۱۳۹۹) است و اهمیت نقش حساب‌رسان در ارتقاء کیفیت افشای مالی را نشان می‌دهد.

¹. Chatterjee

². Ndegwa

³. Saleeb Agaiby Bakhiet

⁴. Bias et al

⁵. Boubaker et al

تحلیل تطبیقی و بحث بیشتر

این تحقیق با تمرکز بر چندین متغیر همزمان، نشان می‌دهد که مدیریت سود فرصت‌طلبانه از مهم‌ترین عوامل کاهش خوانایی گزارش‌های مالی است. برخلاف انتظار، عدم تقارن اطلاعاتی در حضور سایر متغیرها تأثیر مستقیمی نداشت که نشان‌دهنده پیچیدگی تعامل متغیرهای محیطی و ساختاری شرکت‌هاست. همچنین، یافته‌ها درباره چرخه عمر شرکت، نگرش سنتی را به چالش می‌کشد و نشان می‌دهد که بلوغ سازمانی الزاماً به بهبود کیفیت گزارشگری نمی‌انجامد، بلکه ممکن است با پیچیدگی‌های مدیریتی همراه باشد که نیازمند مطالعات عمیق‌تر است.

اندازه شرکت نیز به طور قابل توجهی بر پیچیدگی گزارش‌ها اثرگذار است؛ این مسئله به ویژه در شرکت‌های بزرگ با ساختارهای پیچیده‌تر اهمیت دارد، زیرا پیچیدگی فرآیندها و تنوع فعالیت‌ها ممکن است مانع از ارائه گزارش‌های ساده و شفاف شود.

نهایتاً، نقش خوانایی گزارش حسابرسی به عنوان یک عامل کلیدی در ارتقاء خوانایی کلی گزارش‌های مالی مورد تأکید قرار گرفته است که نشان می‌دهد تقویت کیفیت حسابرسی می‌تواند به بهبود فهم اطلاعات مالی کمک کند.

پیشنهادهای کاربردی

برای سازمان بورس اوراق بهادار تهران:

- تدوین و اجرای استانداردهای دقیق‌تر و شفاف‌تر در زمینه گزارشگری مالی که خوانایی و سادگی را ارتقاء دهد.
- ایجاد دستورالعمل‌هایی برای محدود کردن پیچیدگی‌های غیرضروری در گزارش‌های مالی شرکت‌ها، به ویژه شرکت‌های بزرگ و در مرحله بلوغ.
- تقویت نظارت بر رفتارهای فرصت‌طلبانه مدیران از طریق توسعه ابزارهای تحلیل و شناسایی گزارشگری مشکوک و پیچیده.
- آموزش و ارتقاء سطح آگاهی مدیران و حسابرسان درباره اهمیت خوانایی گزارش‌ها و اثرات منفی مدیریت سود فرصت‌طلبانه.
- برای سرمایه‌گذاران و تحلیل‌گران مالی:
- توجه ویژه به ارزیابی خوانایی گزارش‌ها به عنوان یکی از شاخص‌های ریسک سرمایه‌گذاری، به خصوص در شرکت‌های بزرگ و مراحل بلوغ.
- در نظر گرفتن ارتباط احتمالی میان گزارشگری مسئولیت اجتماعی و خوانایی گزارش‌های مالی به منظور شناسایی ریسک مدیریت سود فرصت‌طلبانه در این حوزه.
- استفاده از مدل‌های تحلیلی پیشرفته که عوامل متعددی همچون اندازه شرکت، چرخه عمر و خوانایی گزارش حسابرسی را همزمان در تحلیل‌های مالی لحاظ کنند.

محدودیت‌ها و راهکارهای پژوهش‌های آینده

این تحقیق با وجود ارائه نتایج کاربردی و تحلیل‌های عمیق، محدودیت‌هایی نیز دارد:

- تعمیم نتایج به آینده منوط به پایداری شرایط سیاسی، اقتصادی و قانونی مشابه دوره مطالعه است که در صورت تغییرات، نتایج ممکن است متفاوت باشد.
- برخی شرکت‌ها در بازه زمانی مطالعه غیرفعال یا دارای سهام راکد بوده‌اند که باعث حذف آن‌ها از نمونه شد و ممکن است بر جامعیت نتایج تأثیرگذار باشد.
- اثرات عوامل محیطی و فرهنگی بر خوانایی گزارش‌ها در این پژوهش مورد بررسی قرار نگرفته‌اند که می‌تواند موضوعی مناسب برای تحقیقات آتی باشد.
- مطالعه رابطه میان گزارشگری مسئولیت اجتماعی و مدیریت سود به طور گسترده‌تری نیازمند بررسی‌های عمیق‌تر و نمونه‌های بزرگ‌تر است.

منابع

- احمدی، آمنه، و قائمی، محمدحسین. (۱۳۹۷). مدیریت سود واقعی و خوانایی گزارشگری مالی. پژوهش‌های کاربردی در گزارشگری مالی، ۷(۲)، ۴۵-۷۲.
- توسلی طبائی، سید محمد، و رضازاده، جواد. (۱۴۰۳). تأثیر چرخه عمر شرکت در قابلیت مقایسه صورت‌های مالی با تأکید بر نقش عدم تقارن اطلاعاتی و جریان نقد آزاد. پژوهش‌های کاربردی در گزارشگری مالی، ۱۳(۱)، ۱۰۳-۱۲۱.
- ثقفی، بولو. (۱۳۸۸). هزینه حقوق صاحبان سهام و ویژگی‌های سود. تحقیقات حسابداری و حسابرسی، ۲(۱)، ۴-۲۹.
- حسین پور، یعقوب، ایزدی نیا، ناصر، محمدی خوشئی، حمزه، و علیمزادی، محمد. (۱۴۰۰). بررسی تأثیر معیارهای عملکرد اقتصادی و حسابداری بر خوانایی گزارشگری مالی مبتنی بر افشای روایی اطلاعات. پژوهش‌های تجربی حسابداری، ۱۳(۱)، ۴۰-۲۱.
- حیدرپور، فرزانه، رجب دری، حسین، و خلیفه شریفی، علی. (۱۳۹۵). ارتباط بین چرخه عمر شرکت و خطر سقوط قیمت سهام. حسابداری و منافع اجتماعی، ۶(۴)، ۲۲-۱.
- داداشی، ایمان، و نوروزی، محمد. (۱۳۹۹). بررسی اثر میانجی خوانایی گزارشگری مالی بر رابطه بین مدیریت سود و هزینه سرمایه. مجله دانش حسابداری، ۱۱(۱)، ۱۳۵-۱۵۷.
- ذوالفقاری، میثم، نقش بندی، نادر، و سادات غفاری، منصوره. (۱۳۹۹). اثربخشی کمیته حسابرسی بر خوانایی یادداشت‌های گزارش‌های مالی. فصلنامه مدیریت سیستم و نوآوری هوشمند، ۲(۳)، ۲۸۶-۳۱۴.
- صفری گرایلی، مهدی، رضایی پشته نویی، یاسر، و نوروزی، محمد. (۱۳۹۶). مدیریت سود و خوانایی گزارشگری مالی: آزمون تجربی رویکرد فرصت طلبانه. دانش حسابرسی، ۱۷(۶۹)، ۲۱۷-۲۳۰.
- عباس زاده، محمدرضا، صالحی، مهدی، و نسیم طوسی، فرهاد. (۱۳۹۸). بررسی عوامل موثر بر خوانایی گزارش حسابرس: یک رویکرد زبانی. مطالعات تجربی حسابداری مالی، ۱۶(۶۴)، ۳۱-۵۷.
- علی خانی، رضیه، مران جوری، مهدی، و داوودی، سمانه. (۱۴۰۰). ویژگی‌های کمیته حسابرسی و خوانایی گزارش حسابرسی. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۲۸(۱)، ۸۰-۱۰۱.
- عیدی پور زهرا، امینی سعید، و فتوت کریمی رضا. (۱۴۰۳). بررسی اثر تعدیلی عدم تقارن اطلاعاتی بر روابط بین پیچیدگی لحن گزارش صورت‌های مالی و سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. نشریه علمی رویکردهای پژوهشی نوین مدیریت و حسابداری، ۸(۳۰)، ۲۷-۳۹.
- کاظمی علوم، مهدی، عبدی، مصطفی، زلفی، حسن، و جلالوند، حسین. (۱۳۹۹). تأثیر خوانایی گزارشگری مالی بر معیارهای ریسک پروژه حسابرسی. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۲۷(۲)، ۲۰۲-۲۳۰.
- کیان، علیرضا، فقیه، محسن، و امیری، مژگان. (۱۳۹۹). ارتباط بین محافظه‌کاری حسابداری و خوانایی گزارش‌های مالی در شرکت‌های دولتی. حسابداری دولتی، ۷(۱)، ۱۲۹-۱۴۴.
- Abbaszadeh, M. R., Salehi, M. & Nasimtoosi, F. (2019). A Study of Factors Affecting Readability of the Audit Report: A linguistic Approach. *Empirical Studies in Financial Accounting*, 16(64), 31-57. (in Persian)
- Abernathy, J. L., Guo, F., Kubick, T. R. & Masli, A. (2019). Financial statement footnote readability and corporate audit outcomes. *Auditing: A Journal of Practice and Theory*, 38(2), 1-26.
- Abrahamson, E. & Park, C. (1994). Concealment of negative organizational outcomes: an agency theory perspective. *Academy of Management Journal*, 37(5), 1302-1334.
- Ahmadi, A. & Ghaemi, M. H. (2019). Real Earnings Management and Financial Reporting Readability. *Applied Research in Financial Reporting*, 7(2), 45-72. (in Persian)
- Ajina, A., Laouti, M. & Msolli, B. (2016). Guiding through the fog: does annual report readability reveal earnings management?. *Research in international Business and Finance*, 38, 509-516.

- Alikhani, R., Maranjory, M. & Davoudi, S. (2021). Audit Committee Characteristics and Audit Reporting Readability. *Accounting and Auditing Review*, 28(1), 80-101. (in Persian)
- Alm El-Din, M. M., El-Awam, A. M., Ibrahim, F. M. & Hassanein, A. (2022). Voluntary disclosure and complexity of reporting in Egypt: the roles of profitability and earnings management. *Journal of Applied Accounting Research*, 23(2), 480-508.
- Aymen, A., Sourour, B. S. & Badreddine, M. (2018). The effect of annual report readability on financial analysts' behavior. *Pressacademia*, 5(1), 26-37.
- Bhattacharya, N., Desai, H. & Venkataraman, K. (2013). Does earnings quality affect information asymmetry? Evidence from trading costs. *Contemporary Accounting Research*, 30(2), 482-516.
- Bloomfield, R. J. (2008). Discussion of "Annual report readability, current earnings, and earnings persistence. *Journal of Accounting and Economics*, 45, 248-252.
- Boubaker, S., Gounopoulos, D. & Rjiba, H. (2019). Annual report readability and stock liquidity. *Financial Markets, Institutions, and Instruments*, 28(2), 159-186
- Chang, M., Wee, M., Watson, I. & D'Anna, G. (2006). Do investor relations affect information asymmetry?. *Australian Journal of Management*, 33(2), 375-390.
- Chatterjee, C. (2024). Earnings management and financial reports' readability: moderating role of audit quality, cash holding, and ownership pattern. *International Journal of Disclosure and Governance*, 1-15.
- Cho, M., Hyeon, J., Jung, T. & Lee, W. J. (2022). Audit pricing of hard-to-read annual reports. *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, 29(2), 547-572.
- Coulton, J. J. & Ruddock, C. (2011). Corporate payout policy in Australia and a test of the life-cycle theory. *Accounting & Finance*, 51(2), 381-407.
- Dadashi, I. & Norouzi, M. (2020). Investigating the Mediating Effect of Financial Reporting Readability on the Relationship between Earnings Management and Cost of Capital. *Journal of Accounting Knowledge*, 11(1), 135-157. (in Persian)
- Dechow, P. & I.Dichev (2002). The quality of accruals and earnings: the role of accruals in estimation errors. *The Accounting Review*, 77, 35-59.
- Dickinson, V. (2011). Cash flow patterns as a proxy for firm life cycle. *The Accounting Review*, 86(6), 1969-1994.
- Eidipour, Z., Amini, S. & Fatout Karimi, R. (2024). Investigating the Moderating Effect of Information Asymmetry on the Relationship between the Complexity of the Tone of Financial Statement Reporting and the Dividend Policy of Companies Listed on the Tehran Stock Exchange. *Journal of New Research Approaches in Management and Accounting*, 8(30), 27-39. (in Persian)
- Faff, R., Kwok, W. C., Podolski, E. J. & Wong, G. (2016). Do corporate policies follow a life-cycle?. *Journal of Banking & Finance*, 69, 95-107.
- Fakhfakh, M. (2016). Linguistic performance and legibility of auditors' reports with modified opinions: An advanced investigation based on the ISAs on audit reports. *Asian Review of Accounting*, 24(1), 105-130.
- Gole, T. W., Borsch, T., Denich, M. & Teketay, D. (2008). Floristic composition and environmental factors characterizing coffee forests in southwest Ethiopia. *Forest Ecology and Management*, 255(7), 2138-2150.
- Gower, S. T., McMurtrie, R. E. & Murty, D. (1996). Aboveground net primary production decline with stand age: potential causes. *Trends in Ecology & Evolution*, 11(9), 378-382.
- Habib, A. & Hasan, M. M. (2019). Corporate life cycle research in accounting, finance and corporate governance: A survey, and directions for future research. *International Review of Financial Analysis*, 61, 188-201.
- Harymawan, I. & Nowland, J. (2016). Political connections and earnings quality: How do connected firms respond to changes in political stability and government

- effectiveness?. *International Journal of Accounting & Information Management*, 24(4), 339-356.
- Heidar Poor, F., Rajab Dorri, H. & Khalife Sharifi, A. (2016). The Relationship between Company's Life Cycle and the Stock Price Crash Risk. *Journal of Accounting and Social Interests*, 6(4), 1-22. (in Persian)
- Hesarzadeh, R. & Rajabalizadeh, J. (2019). The impact of corporate reporting readability on informational efficiency. *Asian Review of Accounting*, 27(4), 489-507.
- Hosseinpour, Y., Izadinia, N., Mohammadi Khoshoui, H. & Alimoradi, M. (2023). Investigating the Effect of Economic and Accounting performance Criteria on the Readability of Financial Reporting Based on the Information Narrative Disclosure. *Empirical Research in Accounting*, 13(1), 21-40. (in Persian)
- Kazemilolum, M., Abdi, M., Zalaghi, H. & Jalalvand, H. (2020). The Impact of the Annual Report Readability on the Audit Engagement Risk Measures. *Accounting and Auditing Review*, 27(2), 202-230. (in Persian)
- Kian, A., Faghih, M. & Amiri, M. (2021). The Relationship of between Accounting Conservatism and Financial Reporting Readability in Public Companies. *Governmental Accounting*, 7(1), 129-144. (in Persian)
- Kim, J. B., Wang, Z. & Zhang, L. (2016). CEO overconfidence and stock price crash risk. *Contemporary Accounting Research*, 33(4), 1720-1749.
- Kothari, S. P., Leone, A. J. & Wasley, C. E. (2005). Performance matched discretionary accrual measures. *Journal of accounting and economics*, 39(1), 163-197.
- Krishnan, N., Boyd, S., Somani, A., Raoux, S., Clark, D. & Dornfeld, D. (2008) A hybrid life cycle inventory of nano-scale semiconductor manufacturing. *Environ Sci Technol*, 42(8), 3069–3075.
- Krishnan, G. V. (2003). Does Big 6 auditor industry expertise constrain earnings management?. *Accounting horizons*, 17, 1-16.
- Krishnan, J., Krishnan, J. & Liang, S. (2020). Internal control and financial reporting quality of small firms: A comparative analysis of regulatory regimes. *Review of Accounting and Finance*, 19(2), 221–246.
- Kubick, T. R., Lockhart, G. B. & Robinson, J. R. (2021). Taxes and earnings management: Evidence from the Tax Cuts and Jobs Act of 2017. *SSRN Electronic Journal*.
- Lawrence, A. (2013). Individual investors and financial disclosure. *Journal of accounting and economics*, 56(1), 130-147.
- Li, F. (2008). Annual report readability, current earnings, and earnings persistence. *Journal of Accounting and economics*, 45(2-3), 221-247.
- Lo, K. (2008). Earnings management and earnings quality. *Journal of Accounting and Economics*, 45(2-3), 350-357.
- Lo, K., Ramos, F. & Rogo, R. (2017). Earnings Management and Annual Report Readability. *Journal of Accounting and Economics*, 63(1), 1-25.
- Loughran, T. & McDonald, B. (2014). Measuring readability in financial disclosures. *the Journal of Finance*, 69(4), 1643-1671.
- Luo, J., Hui, L. X. & Chen, H. (2018). Annual report readability and corporate agency costs. *China Journal of Accounting Research*, 11(3), 187–212.
- Miller, B. P. (2010). The effects of reporting complexity on small and large investor trading. *The Accounting Review*, 85(6), 2107-2143.
- Mohammadzadeh Moghadam, H., Salehi, M. & Hajiha, Z. (2025). The Effect of Financial Statement Readability on Audit Report Readability. *International Journal of Finance & Managerial Accounting*, 10(39), 215-232.

- Ndegwa, J. N. (2024). Sustainability reporting, board diversity, earnings management and financial statements readability: evidence from an emerging economy. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 24(4), 780-798.
- Roiston, T. A. & Harymawan, I. (2020). Firm size, firm age and the readability of the MD&A report. *International Journal of Innovation, Creativity and Change*, 12(7), 135-149.
- Safari Graili, M., Rezaei Pitehnoei, Y. & Norouzi, M. (2017). Earnings Management and Financial Reporting Readability: An Empirical Test of the Opportunistic Approach. *Audit Science*, 17(69), 217-230. (in Persian)
- Saghafi, A. & Blue, G. (2009). Cost of equity and profit features. *Accounting and Auditing Research*, 1(2), 4-29. (in Persian)
- Saleeb Agaiby Bakhiet, B. (2024). Financial statements readability and stock price crash risk: the mediating roles of information asymmetry and stock liquidity. *Journal of Financial Reporting and Accounting*, Vol. ahead-of-print No. ahead-of-print.
- Tavassoli Tabaee, S. M. & Rezazadeh, J. (2024). The effect of Firm Life Cycle on the Financial Statement Comparability with Emphasis on the Role of Information Asymmetry and Free Cash Flow. *Applied Research in Financial Reporting*, 13(1), 103-121. (in Persian)
- Zolfaghari, M., Naqshbandi, N. & Sadat Ghaffari, M. (2020). The effectiveness of the audit committee on the readability of financial report notes. *Journal of System Management and Smart Innovation*, 2(3), 286-314. (in Persian)



Paper type: Research Article

An Examination the Effect of Investors' Confidence on Stock Price Divergence and the Cost of Capital in the Tehran Stock Exchange

Allah Karam Salehi^{*1}, Negin Soltani Alasvand², Parya Rahmani³

Received: 2025/07/25

Accepted: 2025/10/10

Abstract

Purpose: The emergence of a bubble in financial markets causes uncertainty and capital outflow from productive markets. The stock market in Iran has also experienced periods of high volatility during its activity period, in such a way that at some times its growth was slow and smooth, but in some years, it has had significant growth and severe fluctuations. This has caused the stock prices of various companies in this market to have significant divergence and price bubbles. Therefore, the purpose of this study is to examine the effect of investors' confidence on stock price divergence and the cost of capital in the Tehran Stock Exchange.

Method: The hypothesis testing was carried out through multiple regression and the generalized least squares method. Our sample included 120 companies during the period 2017 to 2023, which were selected using the systematic elimination method.

Findings: The results exhibit that investors' confidence has a negative and significant effect on stock price divergence and cost of capital and reduces them.

Conclusions: In other words, increasing information disclosure and increasing investors' confidence as one of the financial behavioral issues reduces information asymmetry and, as a result, reduces the bubble or divergence of stock prices and the cost of capital.

Keywords: Investors' confidence, Divergence of stock prices, Cost of capital.



How to cite this article: Salehi, A. K., Soltani Alasvand, N., & Rahmani, P. (2025). An Examination the Effect of Investors' Confidence on Stock Price Divergence and the Cost of Capital in the Tehran Stock Exchange. *Accounting and Corporate Governance Researches*, 4(13), 23-41. (In Persian).

¹. Assistant Prof., Department of Accounting, MaS.C., Islamic Azad University, Masjed-Soleiman, Iran.

***Corresponding Author:** Ak.salehi@iau.ac.ir

². MSc. Student, Department of Accounting, MaS.C., Islamic Azad University, Masjed-Soleiman, Iran.

³. MSc. of Accounting, Department of Accounting, MaS.C., Islamic Azad University, Masjed-Soleiman, Iran.



نوع مقاله: علمی پژوهشی

تاثیر اعتماد سرمایه‌گذاران بر واگرایی قیمت سهام و هزینه سرمایه

اله کرم صالحی^{۱*}، نگین سلطانی عباسوند^۲، پریا رحمانی^۳

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۴/۰۷/۱۸

تاریخ دریافت: ۱۴۰۴/۰۵/۰۳

چکیده

هدف: بروز پدیده حباب در بازارهای مالی موجب بروز نا اطمینانی و خروج سرمایه از بازارهای مولد می‌شود. بازار سهام در ایران نیز در طی دوره زمانی فعالیت خود ادوار پر نوسانی را تجربه کرده است به نحوی که در برخی زمان‌ها رشد آن آهسته و هموار بوده اما در برخی سال‌ها از رشد قابل توجهی و نوسان‌های شدید برخوردار بوده است. همین امر سبب شده است تا قیمت سهام شرکت‌های مختلف فعال در این بازار از واگرایی و حباب قیمتی قابل توجهی برخوردار شود. لذا هدف پژوهش حاضر بررسی تاثیر اعتماد سرمایه‌گذاران بر واگرایی قیمت سهام و هزینه سرمایه در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. **روش:** آزمون فرضیه‌ها از طریق رگرسیون چندگانه و به روش حداقل مربعات تعمیم یافته صورت پذیرفت. همچنین نمونه آماری پژوهش شامل ۱۲۰ شرکت طی بازه زمانی ۱۳۹۶ تا ۱۴۰۲ بوده که با استفاده از روش حذف سیستماتیک انتخاب شدند.

یافته‌ها: نتایج فرضیه‌های پژوهش نشان داد اعتماد سرمایه‌گذاران بر واگرایی قیمت سهام و هزینه سرمایه تاثیر منفی و معناداری داشته و باعث کاهش آن‌ها می‌شود.

نتیجه‌گیری: به سخن دیگر، افزایش افشای اطلاعات و افزایش حس اعتماد سرمایه‌گذاران به عنوان یکی از موضوعات مالی رفتاری باعث کاهش عدم تقارن اطلاعاتی شده و در نتیجه کاهش حباب یا واگرایی قیمت سهام و همچنین هزینه سرمایه را در پی دارد.

واژه‌های کلیدی: اعتماد سرمایه‌گذاران، واگرایی قیمت سهام، هزینه سرمایه.



استناد: صالحی، اله کرم؛ سلطانی عباسوند، نگین؛ رحمانی، پریا (۱۴۰۴). تاثیر اعتماد سرمایه‌گذاران بر واگرایی قیمت سهام و هزینه سرمایه.

پژوهش‌های حسابداری و راهبری شرکتی، ۴(۱۳)، ۴۱-۳۳.

^۱. استادیار گروه حسابداری، واحد مسجدسلیمان دانشگاه آزاد اسلامی، مسجدسلیمان، ایران. *نویسنده مسئول: Ak.salehi@iau.ac.ir

^۲. دانشجوی کارشناسی ارشد، گروه حسابداری، واحد مسجدسلیمان دانشگاه آزاد اسلامی، مسجدسلیمان، ایران.

^۳. دانش آموخته کارشناسی ارشد، گروه حسابداری، واحد مسجدسلیمان دانشگاه آزاد اسلامی، مسجدسلیمان، ایران.

مقدمه

یکی از مفاهیم مهم تئوری‌های مالی-سرمایه‌گذاری در بازارهای سرمایه، واگرایی قیمت سهام است. تغییرات در بازار سرمایه توسط واگرایی در بورس نشان داده می‌شود. هنگامی در بورس واگرایی اتفاق می‌افتد که در گام آخر، معامله‌گران دچار تردید شده و اقدام به تغییر سهم خود می‌کنند به عبارتی زمانی که قیمت یک سهم و اندیکاتور خلاف جهت یکدیگر در حرکت باشند، واگرایی در تحلیل تکنیکال رخ می‌دهد. در چنین حالتی آنها حرکت خود را برخلاف روند قبلی پیش می‌برند. این واگرایی، ضعیف بودن یک روند را نشان می‌دهد. از سوی دیگر، یکی از موضوعاتی که سرمایه‌گذاران نسبت به بازارهای سرمایه باید داشته باشند، میزان اعتماد متقابل بین آنها است. افراد با استفاده از اطلاعات در دسترس، پیش‌بینی‌هایشان را انجام و بر مبنای آن انتظاراتشان از طرف مقابل را شکل می‌دهند و به او اعتماد می‌کنند (شکورنیا و همکاران، ۱۴۰۲). جیانگ^۱ (۲۰۲۲) اطمینان سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه را به دو مؤلفه خوش‌بینی سرمایه‌گذاران درباره ریسک و بازده و اعتماد آنها به وجود حمایت‌هایی در برابر ضررهای احتمالی ناشی از سلب مالکیت‌های احتمالی توسط سایر فعالان بازار تقسیم کرده‌اند. از نظر سیلوا و سرکوئرا^۲ (۲۰۲۱) اعتماد توسط تجربیات یک فرد شکل می‌گیرد و بر تصمیمات وی در روابط با انواع مختلف ارائه‌دهندگان خدمات تأثیر دارد. آریستی و گالو^۳ (۲۰۲۱) خاطرنشان کردند اعتماد در بازارهای مالی به باور و نگرش سرمایه‌گذاران به ثبات، قابلیت اطمینان و یکپارچگی نظام مالی و شرکت‌کنندگان آن مربوط می‌شود. بنابراین ارتباط بین اعتماد سرمایه‌گذاران و واگرایی قیمت سهام یکی از مهمترین عواملی است که می‌تواند بر تصمیم سهامداران اثرگذار باشد. در واقع در صورتی که سرمایه‌گذاران نسبت به بازار سرمایه و عدم تقارن اطلاعاتی و شفافیت موجود در آن اعتماد کافی داشته باشند، می‌توانند با استفاده از واگرایی قیمت سهام، زمان اصلاح روند قیمتی سهام را تشخیص داده و نسبت به خرید یا فروش به موقع سهام خود اقدام کنند (میرزایی و برادران حسن زاده، ۱۴۰۱).

اگرچه تحقیقات اندکی در ایران از قبیل خرم آبادی و همکاران (۱۴۰۲) در خصوص رابطه بین واگرایی عقاید سرمایه‌گذاران و نوسانات ویژه سهام، راجی زاده و همکاران (۱۴۰۰) تأثیر شکنندگی سهم بر سرعت همگرایی قیمت سهام، خطیری و همکاران (۱۴۰۰) عوامل موثر بر پیش‌بینی بی‌قاعدگی حباب قیمتی سهام و رحمانیان کوشککی و صفار (۱۴۰۲) تأثیر واگرایی عقاید سرمایه‌گذاران بر قیمت گذاری نادرست سهام انجام شده است، اما واگرایی قیمت سهام در تحقیقات داخلی بررسی نشده و با توجه به عدم وجود پژوهش در داخل کشور و شکاف پژوهشی در این زمینه، این پژوهش درصدد است که به بررسی تأثیر اعتماد سرمایه‌گذاران بر واگرایی قیمت سهام و هزینه سرمایه بپردازد.

لذا ضرورت انجام این پژوهش از چند بعد حائز اهمیت است: اول یافته‌های این پژوهش ممکن است مبنای نظری جدیدی در تحقیقات در باره اثربخشی اعتماد سرمایه‌گذاران بر واگرایی قیمت سهام و هزینه سرمایه فراهم کند که برای تحقیقات آتی مفید باشد. دوم، بی‌توجهی به واگرایی قیمت سهام، باعث کاهش توانایی پیش‌بینی سرمایه‌گذاران، تحلیلگران و فعالان اقتصادی در بازار سرمایه می‌شود، اهمیت این موضوع به خصوص در سال‌های ۱۳۹۹ و ۱۴۰۰ که با حباب قیمتی ایجاد شده، ریزش شدید قیمت‌ها و بی‌اعتمادی سرمایه‌گذاران به بورس را به دنبال داشت، بیشتر دیده می‌شود. لذا اگر بینش و درک و اعتماد سرمایه‌گذاران در تحلیل‌گری قیمت سهام افزایش یابد، از رکود لحظه‌ای، جهش قیمت‌ها به صورت حبابی و واکنش‌های نابهنگام در معاملات جلوگیری می‌کند و نه تنها شفافیت در معاملات را تقویت می‌کند، بلکه بازار را به سمت کارا شدن سوق خواهد داد (لیوکسا و بامول^۴، ۲۰۱۴). سوم، اعتماد سرمایه‌گذاران به بازار می‌تواند به طور مستقیم یا غیرمستقیم هزینه سرمایه را تحت تأثیر قرار دهد زیرا هنگامی که شفافیت در انجام معاملات بازار افزایش یابد، موجب کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و به تبع آن کاهش هزینه سرمایه می‌گردد. چهارم، به صورت تجربی به تحلیل‌گران مالی، سرمایه‌گذاران بالقوه و بالفعل و سایر استفاده‌کنندگان اطلاعات حسابداری نشان داده شود که چه ارتباطی بین اعتماد سرمایه‌گذاران و واگرایی قیمت سهام و هزینه سرمایه وجود دارد و بعنوان یک پژوهش جدید می‌تواند اطلاعات سودمندتری در مقایسه با تحقیقات پیشین در اختیار فعالان بازار سرمایه کشور قرار

¹. Jiang

². Silva & Cerqueira

³. Aristei & Gallo

⁴. Lyócsa & Baumöhl

دهد. بهمین دلایل بررسی این موضوع به عنوان یکی از خلاءهای موجود در تحقیقات داخلی در بازار سرمایه ایران، ضروری بنظر می‌رسد.

از آنجایی که واگرایی از اجزای روانشناسی بورس در نظر گرفته می‌شود و با توجه به اهمیت و نقش واگرایی قیمت سهام برای تصمیم‌گیری استفاده‌کنندگان به خصوص سرمایه‌گذاران جدید که قصد ورود به بورس اوراق بهادار را دارند و یا تجربه اندکی در این زمینه دارند و همچنین به دلیل فقدان پژوهش تجربی در این زمینه، پژوهش حاضر می‌تواند به شناخت این مباحث در بازار سرمایه کمک نماید و از این منظر دارای نوآوری موضوعی می‌باشد.

در ادامه، در بخش دوم مبانی نظری و پیشینه تجربی پژوهش ارائه، در بخش سوم روش پژوهش موضوع حاضر، در بخش چهارم یافته‌های پژوهش و در نهایت در بخش پنجم نتیجه‌گیری و بحث ارائه شده است.

مبانی نظری و پیشینه پژوهش

واگرایی قیمت سهام حوزه نسبتاً جدیدی در پژوهش‌های مالی و اقتصادی محسوب شده و رابطه نزدیکی با توسعه اقتصادی و ثبات بازارهای مالی دارد. واگرایی زمانی است که قیمت یک دارایی در جهت مخالف یک شاخص فنی مانند یک نوسان‌ساز حرکت کرده یا برخلاف سایر داده‌ها حرکت می‌کند. واگرایی هشدار می‌دهد که روند فعلی قیمت ممکن است ضعیف شود و در برخی موارد ممکن است منجر به تغییر جهت قیمت شود و به دوشکل واگرایی منفی و مثبت می‌باشد. واگرایی منفی زمانی اتفاق می‌افتد که قیمت اوراق بهادار در یک روند صعودی باشد و یک شاخص اصلی، مانند متحرک (MACD)، نرخ تغییر قیمت (ROC) یا شاخص قدرت نسبی (RSI)، به سمت پایین حرکت کند. برعکس، واگرایی مثبت زمانی رخ می‌دهد که قیمت در یک روند نزولی قرار می‌گیرد اما یک اندیکاتور شروع به افزایش می‌کند. اینها معمولاً نشانه‌های قابل اعتمادی هستند که نشان می‌دهد قیمت یک دارایی ممکن است معکوس شود. واگرایی مثبت زمانی رخ می‌دهد که قیمت یک دارایی به پایین ترین حد خود برسد، در حالی که شاخصی مانند جریان پول شروع به صعود می‌کند. برعکس، واگرایی منفی زمانی است که قیمت به بالاترین حد جدید برسد اما اندیکاتور مورد تجزیه و تحلیل به پایین ترین حد برسد. به طور کلی، معامله‌گران از واگرایی در تحلیل تکنیکال برای ارزیابی حرکت قیمت دارایی و ارزیابی احتمال وقوع معکوس استفاده می‌کنند. اگر قیمت سهام و ابزار تحلیل تکنیکال، مانند شاخص قدرت نسبی (RSI)، در یک جهت حرکت کنند، نشان دهنده افزایش حرکت است. با این حال، اگر قیمت سهام در حال افزایش است اما RSI کندتر افزایش می‌یابد (واگرایی منفی) این سیگنالی است که روند صعودی شروع به تضعیف، همراه با پتانسیل معکوس می‌کند.

درک رفتار قیمت دارایی‌های مالی و پیش‌بینی آن برای آینده، از دیرباز چالش بزرگی بوده که فعالان این حوزه با آن مواجه بوده‌اند. در نتیجه، پیش‌بینی دقیق حرکات قیمت، کلید تصمیم‌گیری‌های سودآور و سودآور در مورد سرمایه‌گذاری‌ها است (آگودلو آگویر و همکاران^۱، ۲۰۲۰). علیرغم معروف‌ترین فرضیه بازار کارآمد فاما^۲ (۱۹۷۰)، رویکردهای مختلفی برای پیش‌بینی بازار سهام ارائه شده است. تحلیل بنیادی و استفاده از ابزارهای تکنیکال، جریان‌های اصلی رویکرد پیش‌بینی بازار سهام هستند که در دو دهه گذشته در ادبیات مورد مطالعه قرار گرفته‌اند. اگرچه تحلیل بنیادی کمتر رایج است، اما عمدتاً به سری‌های زمانی اقتصاد کلان (مانند نرخ بهره، شاخص قیمت مشتری، نرخ ارز و سایر اطلاعات) و همچنین اطلاعات جمع‌آوری‌شده از اخبار مالی مربوط می‌شود. از سوی دیگر، تحلیل تکنیکال یک رویکرد مستند رایج‌تر است که بر اساس قیمت سهام ورودی یا شاخص‌های تکنیکال بنا شده است. تحلیل تکنیکال بر این استدلال استوار است که اطلاعات اقتصاد کلان در حال شکل‌گیری است و اخبار مالی افشا شده در حال حاضر در قیمت سهام در نظر گرفته می‌شود (باستوس و پومرس-کویمبایا^۳، ۲۰۲۰). اگرچه تحلیل تکنیکال شامل ابزارهای قدرتمندی مانند تحلیل گرافیکی و شاخص‌ها با تکیه بر داده‌های تاریخی است، اما بحث‌هایی در مورد ذهنیت‌گرایی و عدم دقت ناشی از تفسیرهای گرافیکی که تحلیلگران می‌توانند به نمودارهای نشان دهنده نوسانات قیمت دارایی ارائه دهند،

¹. Agudelo Aguirre et al

². Fama

³. Bustos & Pomares-Quimbaya

مطرح شده است. بنابراین، دقت پیش‌بینی تا حد زیادی به توانایی تحلیل‌گران در تفسیر اطلاعات جمع‌آوری شده و نموداری بستگی دارد که چالش‌های عمده‌ای را برای پیش‌بینی قابل اعتماد بازار سهام به عنوان یک رویکرد سیستماتیک به وجود می‌آورد. با وجود این کمبودها، تحلیل مبتنی بر شاخص‌ها با ایجاد محاسبات و نمودارهای مکمل قیمت سهام پشتیبانی می‌شود که به متخصصان کمک می‌کند تا در مورد زمان اتخاذ موقعیت فروش یا خرید در یک دارایی مالی خاص تصمیم‌گیری کنند. بنابراین، اگر شاخص‌های تکنیکال مانند RSI (شاخص قدرت نسبی) و MACD (به عنوان رایج‌ترین شاخص‌هایی که در حال حاضر توسط متخصصان استفاده می‌شوند) به طور منطقی در رویکردهای پیش‌بینی قیمت متکی تر گنجانده شوند، به نفع بازار مالی خواهد بود و سهم عمده‌ای در ریشه‌کن کردن ذهنیت‌گرایی در تحلیل بازار سهام خواهد داشت (آگودلو آگویو و همکاران، ۲۰۲۰). بی‌توجهی به واگرایی قیمت سهام، باعث کاهش توانایی پیش‌بینی قیمت سهام سرمایه‌گذاران، تحلیل‌گران و فعالان اقتصادی می‌شود. در نتیجه، کاهش پیش‌بینی قیمت سهام موجب بدبینی آنها به سرمایه‌گذاری (کاهش اعتماد سرمایه‌گذاران) در بورس اوراق بهادار می‌شود؛ چراکه با توجه به ماهیت بی‌نظمی و بی‌ثباتی زیاد رفتار سهام، سرمایه‌گذاری در این بازار با ریسک بالایی همراه است و موجب مختل شدن تصمیمات آنها می‌گردد. تصمیمات نادرست سرمایه‌گذاران، تحلیل‌گران و فعالان اقتصادی موجب انحراف قیمت (بین قیمت بازار سهام از قیمت ذاتی سهام) و دچار ابهام درباره جریان نقدی آتی شرکت‌ها می‌شوند؛ که به منظور حداقل سازی این مخاطرات، عواملی که حرکت قیمت سهام در آینده را با دقت بالایی پیش‌بینی کند، نیاز به شناسایی دارند. بنابراین تمرکز بر واگرایی قیمت سهام باعث کاهش یا از بین رفتن محدودیت‌های سرمایه، هماهنگی چارچوب‌های قانونی و حسابداری برای گزارشگری مالی و مشوق سرمایه‌گذاران برای انجام سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها می‌شود (لیوکسا و بامول، ۲۰۱۴). توضیحات بیشتری که در باره واگرایی قیمت در تحقیقات گذشته شده است بیانگر این است که بخش‌بندی بازار به دلیل اصطکاک بازار ایجاد می‌شود که با محدود کردن فرصت‌های آربیتراژ، شکافی بین قیمت‌های نسبی در مکان‌های مختلف ایجاد می‌کند (روگوف^۱، ۱۹۹۶). ماکاروف و شوار^۲، (۲۰۲۰) این تفاوت‌های بزرگ و مداوم قیمت را به محدودیت آربیتراژ و ناکارآمدی بازار نسبت می‌دهند. بوری و شاخنوف^۳، (۲۰۲۳) دریافتند که بخش‌بندی بازار مرتبط با کنترل‌های سرمایه، تغییرات کاهنده قیمت را افزایش می‌دهد و شوک‌های عرضه-تقاضای محلی را تقویت می‌کند. بنابراین، نقش بخش‌بندی جغرافیایی در واگرایی قیمت، به عنوان یک معیار عمومی برای اصطکاک بازار، به خوبی پذیرفته شده است (چوی و چوی^۴، ۲۰۱۴)، که در میان عوامل مربوط به قانون قیمت واحد، بندرت در دنیای واقعی حفظ می‌شود (فن و همکاران^۵، ۲۰۲۳).

زمانی که قیمت سهام شرکت‌ها به موازات هم و بدون در نظر گرفتن عوامل بنیادین رشد می‌کنند، می‌تواند نشانه وجود معاملات بر اساس اطلاعات نامرتب باشد. با اینحال، حد استاندارد برای حرکت موازی وجود ندارد. اما اگر این حرکت موازی بدون تغییر در عوامل بنیادین اقتصاد، یا بازار افزایش یابد، می‌تواند نشان دهنده این باشد که نحوه تصمیم‌گیری سهامداران بسیار ساده و غیرپیچیده است و زمانی که این شرکت‌ها متعلق به یک صنعت باشند، معاملات بر اساس اطلاعات نامرتب افزایش می‌یابد که این امر معمولاً به شکل‌گیری حباب می‌انجامد. انتشار اخبار در ارتباط با اختلاس‌ها، تقلب‌ها و فساد نیز می‌تواند همین اثر را داشته باشد و این نشانه‌ها می‌تواند به افزایش تقاضای فروش سهام شرکت‌های دیگر منجر شود (ون نوردن^۶، ۲۰۱۳).

هزینه سرمایه یک شرکت، نرخ تنزیلی است که در ارزیابی سرمایه‌گذاری برای محاسبه ارزش فعلی خالص (NPV) استفاده می‌شود. همچنین، آن بیانگر بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاران برای سرمایه‌گذاری در شرکت است. بازده مورد انتظار بالاتر، تأمین مالی پروژه‌های سرمایه‌گذاری را برای شرکت‌ها گران‌تر می‌کند. شرکت‌هایی که هزینه سرمایه کمتری دارند، ارزش‌گذاری بالاتری را تجربه می‌کنند و سرمایه‌گذاران سهام بیشتری را جذب می‌کنند (اوبنپونگ کوابی و همکاران^۷، ۲۰۲۲). برای سنجش

¹. Rogof

². Makarov and Schoar

³. Borri & Shakhnov

⁴. Choi & Choi

⁵. Fan

⁶. Van Norden

⁷. Obenpong Kwabi et al

هزینه سرمایه سهام، معیارهایی نظیر بازده مطلوب الگوی CAPM (والی اودین و همکاران،^۱ ۲۰۱۶؛ مسلم و ستیان،^۲ ۲۰۲۱)، هزینه سرمایه ضمنی (وانگ،^۳ ۲۰۲۰؛ پنمن و همکاران، ۲۰۲۳؛ اسنو،^۴ ۲۰۲۲؛ کی و همکاران،^۵ ۲۰۲۵) و بازده واقعی (گبهاردت و همکاران،^۶ ۲۰۰۱؛ آکینس و همکاران،^۷ ۲۰۱۱؛ یاسین و همکاران،^۸ ۲۰۱۵) بکار رفته است. اگر نرخ بازده سرمایه‌گذاری یک شرکت از هزینه سرمایه‌اش بیشتر باشد و اگر بدون بالا رفتن درجه ریسک، میزان بازده افزایش پیدا کند، ثروت سهامداران افزایش پیدا خواهند کرد. دلیلی که در این خصوص اقامه می‌شود، این است که اگر نرخ بازده شرکت از هزینه سرمایه آن بیشتر گردد، دارندگان اوراق قرضه، سهام ممتاز و اعطاء‌کنندگان وام به شرکت به نرخ بازده ثابت مورد انتظار خود خواهند رسید و باقیمانده نرخ بازده در اختیار صاحبان سهام عادی قرار خواهد گرفت که از نرخ بازده مورد توقع آنان بیشتر خواهد شد (حسینی، ۱۳۹۸). تعیین دقیق هزینه سرمایه چالش برانگیز است زیرا در حالی که اکثر متخصصان در مورد چارچوب نظری توافق دارند، اما در نحوه اعمال آن اختیار عمل گسترده‌ای وجود دارد. هزینه سرمایه بطور معمول متشکل از هزینه حقوق صاحبان سهام و هزینه بدهی است. پیش‌بینی هزینه حقوق صاحبان سهام دشوار است زیرا هزینه ضمنی دارد. به عبارت دیگر، سرمایه‌گذاران انتظار نرخ بازده مشخصی را دارند، حتی اگر به صراحت بیان نشده باشد. دو مانع اصلی در برآورد صحیح هزینه حقوق صاحبان سهام، تخمین صرف ریسک حقوق صاحبان سهام، پاداش اضافی در طول زمان برای مالکیت سهام نسبت به یک دارایی بدون ریسک و میزان ریسک یک شرکت در پرتفوی است. این در حالی است که محاسبه هزینه بدهی نسبتاً ساده است زیرا شرایط استقراض توسط قرارداد تعیین شده و بازده مورد انتظار آن از قبل مشخص است (ماپوسین و کالاهان،^۹ ۲۰۲۳).

قوانین عملیاتی بازار مالی نشان می‌دهد که اعتماد سرمایه‌گذار یکی از عوامل مهم مؤثر بر قیمت سهام و عملکرد بازار سرمایه است (بیکر و ورگلر،^{۱۰} ۲۰۰۷). هنگامی که رفتار شرکت با جهت‌گیری ارزشی سرمایه‌گذاران طنین‌انداز می‌شود، سرمایه‌گذاران به چشم‌انداز توسعه شرکت اعتماد دارند (الیوت و همکاران،^{۱۱} ۲۰۱۳). نظریه مالی رفتاری نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران در بازار همگی منطقی نیستند. در محیط‌های اطلاعاتی نامطمئن، سرمایه‌گذاران تصمیم می‌گیرند رفتار خود را افشا کنند، از اطلاعات خصوصی چشم‌پوشی کنند و از اقدامات عمومی برای تصمیم‌گیری پیروی و تقلید کنند (بانرجی،^{۱۲} ۱۹۹۲). عوامل روانشناختی آن‌ها می‌تواند تا حد زیادی بر رفتار تصمیم‌گیری تأثیر بگذارد و در بازار سهام "اثر گله‌ای یا رفتار توده وار" وجود دارد که علاقه زیادی به دنبال کردن ساختارهای سهامداری تصادفی دارد (فالكستاین،^{۱۳} ۱۹۹۶؛ ولج،^{۱۴} ۲۰۰۰). اعتماد سرمایه‌گذار می‌تواند از طریق احساسات روانی، انتظارات منطقی بر رفتار تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران تأثیر بگذارد و در نهایت بر ارزش شرکت از جنبه‌هایی مانند قیمت سهام، قابلیت‌های تأمین مالی و هزینه‌های حقوق صاحبان سهام تأثیر بگذارد (براون و کلیف،^{۱۵} ۲۰۰۴). کیم و کانگ،^{۱۶} (۲۰۱۷) بیان می‌کنند که شرکت‌ها از طریق افزایش افشای اطلاعات و افزایش حس اعتماد سرمایه‌گذاران باعث کاهش عدم تقارن اطلاعاتی شده و منجر به کاهش هزینه سرمایه خود می‌شوند. شرکت‌های بورسی با عملکرد مثبت ESG، احتمال بیشتری دارد که مورد توجه سرمایه‌گذاران نهادی قرار گیرند (هارپر،^{۱۷} ۲۰۲۰؛ پارک و جانگ،^{۱۸} ۲۰۲۱)، و در نتیجه نسبت سهامداری خود را افزایش دهند. رفتار بسیار زیاد سرمایه‌گذاران نهادی همچنین سیگنال‌های مطلوبی را به سرمایه‌گذاران انفرادی

¹. Waliuddin et al

². Muslim & Setiawan

³. Wang

⁴. Snow

⁵. Qi et al

⁶. Gebhardt

⁷. Akins et al

⁸. Yassin et al

⁹. Mauboussin & Callahan

¹⁰. Baker & Wurgler

¹¹. Elliott et al

¹². Banerjee

¹³. Falkstein

¹⁴. Welch

¹⁵. Brown & Cliff

¹⁶. Kim & Kung

¹⁷. Harper

¹⁸. Park & Jang

در بازار ارسال می‌کند و اعتماد آن‌ها را افزایش می‌دهد. هنگامی که شرکتی با عملکرد مثبت ESG ظاهر می‌شود، سرمایه‌گذاران نهادی یا سایر سرمایه‌گذاران اعتماد خود را به شرکت افزایش می‌دهند و تصمیم می‌گیرند که دارایی‌های خود را در سهام افزایش دهند. علاوه بر این، به دلیل حضور بسیاری از سرمایه‌گذاران غیرمنطقی در بازار، آن‌ها از روند پیروی می‌کنند و دارایی‌های خود را افزایش می‌دهند و در نتیجه باعث افزایش ارزش بازار می‌شوند (تانگ و همکاران^۱، ۲۰۲۴).

پیشینه پژوهش

تانگ و همکاران (۲۰۲۴) بررسی کردند که چگونه عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیت شرکتی (ESG) از طریق عوامل بازار خارجی بر ارزش شرکت شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس چین از سال ۲۰۰۹ تا ۲۰۲۲ تأثیر می‌گذارد. نتایج نشان داد که عملکرد مثبت ESG برای افزایش اعتماد سرمایه‌گذاران و در نتیجه افزایش ارزش شرکت مفید است. این رابطه مثبت در بین شرکت‌های شرقی و شرکت‌های غیردولتی بارزتر است. زیربخش‌های ESG به طور قابل توجهی با ارزش شرکت مرتبط هستند، اما اندازه تأثیر متفاوت دارد. بنابراین، فعالیت‌های مرتبط با ESG اعتماد سرمایه‌گذاران را افزایش می‌دهد، در حالی که تأثیر فعالیت‌های زیربخش بر ارزش شرکت ویژگی‌های متفاوتی را نشان می‌دهد.

دانگ و همکاران^۲ (۲۰۲۳) در پژوهشی با عنوان فروش کوتاه مدت، اختلاف عقاید و نوسان در بازار اوراق این گونه بیان نمودند که فعالیت فروش کوتاه اوراق به طور مثبت با نوسانات، فعالیت معاملاتی و رابطه حجم-نوسانات مرتبط است. در طول بحران مالی جهانی، رابطه مثبت بین فعالیت فروش کوتاه مدت و نوسان قیمت از بین می‌رود.

گوپتا و همکاران^۳ (۲۰۲۳) با استفاده از یک تکنیک یادگیری ماشینی که به عنوان جنگل‌های تصادفی شناخته می‌شود، نقش اعتماد سرمایه‌گذار را در پیش‌بینی نوسانات ماهانه تحقق‌یافته بازار سهام ایالات متحده (US)، با طیف وسیعی از متغیرهای کلان اقتصادی و مالی بررسی کردند. آن‌ها دریافتند که اعتماد سرمایه‌گذار و به ویژه عدم قطعیت اعتماد سرمایه‌گذار، ارزش پیش‌بینی خارج از نمونه برای همه نوسانات تحقق‌یافته و همچنین انواع "خوب" و "بد" آن دارد.

البد و همکاران^۴ (۲۰۲۳) در پژوهشی با عنوان واگرایی عقاید و بازده اولیه با توجه به نقش شبه تعدیل‌کننده تقاضای سرمایه‌گذار این گونه بیان نمودند که تقاضای سرمایه‌گذار که توسط نسبت اشتراک بیش از حد تعیین می‌شود، نقش تعدیل‌کننده‌ای را در افزایش اثر واگرایی عقاید سرمایه‌گذاران بر بازده اولیه ایفا می‌کند و اثرات تعدیل در چندک بازده اولیه متفاوت است. یین و همکاران^۵ (۲۰۲۲) در پژوهشی با عنوان اختلاف در پیش‌بینی‌های اقتصادی و بازده سهام: ریسک یا قیمت‌گذاری نادرست؟ این گونه بیان نمودند که تجزیه و تحلیل پرتفوی تک متغیره نشان می‌دهد که پرتفوی دهکی که در سهامی با کمترین بتای عدم توافق طولانی هستند و در سهام با بیشترین بتای عدم توافق کوتاه هستند، بازده سالانه تعدیل شده با ریسک ۷/۲٪ را به همراه دارند. نتایج همچنین از این فرضیه حمایت کرد که افزایش اعتماد سرمایه‌گذاران منجر به کاهش قیمت‌گذاری نادرست سهام و حباب قیمتی آن می‌شود که مطابق با تئوری مالی-رفتاری می‌باشد.

چن^۶ (۲۰۲۲) در پژوهشی با عنوان معاملات آگاهانه با تاخیر و اختلاف عقاید، شواهدی از انتشار اطلاعات سود شرکت، این گونه بیان نمودند که نظرات سرمایه‌گذاران پس از رویداد زمانی که معاملات آگاهانه‌تر پس از انتشار سود به تأخیر می‌افتند، متفاوت می‌شوند. همان طور که شواهد تجربی زیادی نشان می‌دهد، سرمایه‌گذاران احتمالاً مجبور هستند معاملات آگاهانه خود را به دلیل پیچیدگی اطلاعات، عدم نقدشوندگی سهام و رقابت نهادی به تعویق بیندازند، بنابراین اطلاعات شفاف و به موقع می‌تواند در روند سرمایه‌گذاری تأثیر مثبت داشته باشد.

سیلوا و سرکوئرا (۲۰۲۱) در پژوهشی با عنوان نقش واگرایی عقاید سرمایه‌گذاران بر نوسانات خاص بازده سهام در بازار بورس لندن طی بازه زمانی ۲۰۱۱ تا ۲۰۲۰ و با استفاده از اطلاعات ۶۵۴ شرکت پرداختند. آن‌ها یک ارتباط مثبت و معنادار بین اختلاف

¹. Tang et al

². Duong et al

³. Gupta et al

⁴. Albada et al

⁵. Yin et al

⁶. Chen

تاثیر اعتماد سرمایه‌گذاران بر واگرایی قیمت سهام و هزینه سرمایه

نظر سرمایه‌گذاران و نوسانات خاص پیدا نمودند. همچنین اختلاف نظر سرمایه‌گذاران تأخیر یکساله مربوط به نوسانات خاص همزمان بیشتر است، حتی اگر نوسانات خاص تأخیری را کنترل نمایند و حتی اگر پروکسی برای اختلاف نظر سرمایه‌گذاران اختلاف نظر را زمانی که نقدینگی نسبتاً زیاد است نشان دهد.

آگودلو آگویر و همکاران (۲۰۲۰) استفاده از الگوریتم‌های ژنتیک برای پیش‌بینی قیمت‌گذاری دارایی‌ها در استراتژی‌های سرمایه‌گذاری در بازارهای سهام و مزایای آن نسبت به تحلیل تکنیکال سنتی را بررسی کردند. در این پژوهش استراتژی الگوریتم‌های ژنتیک اعمال شده بر MACD در دو دوره اعتبارسنجی مختلف انجام شد و به دنبال بهینه‌سازی پارامترهایی بود که سیگنال‌های خرید و فروش را تولید می‌کنند. عملکرد رویکرد مبتنی بر یادگیری ماشین، تحلیل تکنیکال با MACD و B&H مقایسه شد. نتایج نشان می‌دهد که می‌توان مقادیر بهینه پارامترهای شاخص تکنیکال را که منجر به بازده سرمایه‌گذاری بالاتر از طریق الگوریتم‌های ژنتیک می‌شوند، پیدا کرد و حدود ۴٪ از تحلیل تکنیکال سنتی و B&H پیشی گرفت.

رضانی و همکاران (۱۴۰۲) الگوی سنجش حباب قیمتی سهام با رویکرد رفتاری را ارائه نمودند. جامعه آماری پژوهش متشکل از دو گروه بوده بدین صورت که جهت تعیین عوامل مرتبط با الگو، گروه اول ۱۰ نفر از خبرگان بازار سرمایه و گروه دوم شرکت‌های فعال پذیرفته‌شده در بورس هستند که برای آزمون مدل مورد استفاده قرار گرفته‌اند. برای اولویت‌بندی عوامل رفتاری شناسایی شده از ANP استفاده شده است. محاسبات انجام شده برای تعیین اولویت معیارهای اصلی نشان می‌دهد عدم تجانس سرمایه‌گذاران با وزن نرمال ۰/۱۲۸ از بیشترین اولویت برخوردار است. رفتار سفته‌بازی، رفتار توده‌وار و حسابداری ذهنی به ترتیب در جایگاه دوم الی چهارم قرار دارند. همچنین نتایج بخش دوم نشان می‌دهد بی‌ثباتی رفتاری، عدم تجانس، انتظارات بازار و همچنین رفتار سفته‌بازی بر بروز حباب قیمتی سهام تأثیر مثبت دارد؛ لذا می‌توان اظهار داشت عوامل رفتاری می‌تولند در شکل‌گیری حباب قیمتی سهام تأثیر مثبت داشته باشد؛ بنابراین الگوی شناسایی شده از دید رفتاری کارایی لازم را دارد.

خرم آبادی و همکاران (۱۴۰۲) در پژوهشی رابطه بین واگرایی عقاید سرمایه‌گذاران و نوسانات ویژه سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۱۰ ساله بین سال‌های ۱۳۹۱ الی ۱۴۰۰ را مورد بررسی قرار دادند. جهت سنجش متغیر وابسته پژوهش (نوسانات ویژه سهام) از دو شیوه سنجش به روش قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای و همچنین مدل سه عاملی فاما و فرنچ استفاده گردید. نتایج پژوهش نشان داد که در شیوه سنجش متغیر وابسته به روش قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای، واگرایی عقاید سرمایه‌گذاران، رابطه مستقیم و معناداری با نوسانات ویژه سهام دارد، اما در شیوه سنجش متغیر وابسته با مدل سه عاملی فاما و فرنچ مشاهده شد که واگرایی عقاید سرمایه‌گذاران تأثیری بر نوسانات ویژه سهام ندارد. به طور کلی با نزدیک‌تر شدن باورها و عقاید سرمایه‌گذاران در بازار به نوعی نوسانات شدید در بازده سهام کمتر خواهد شد.

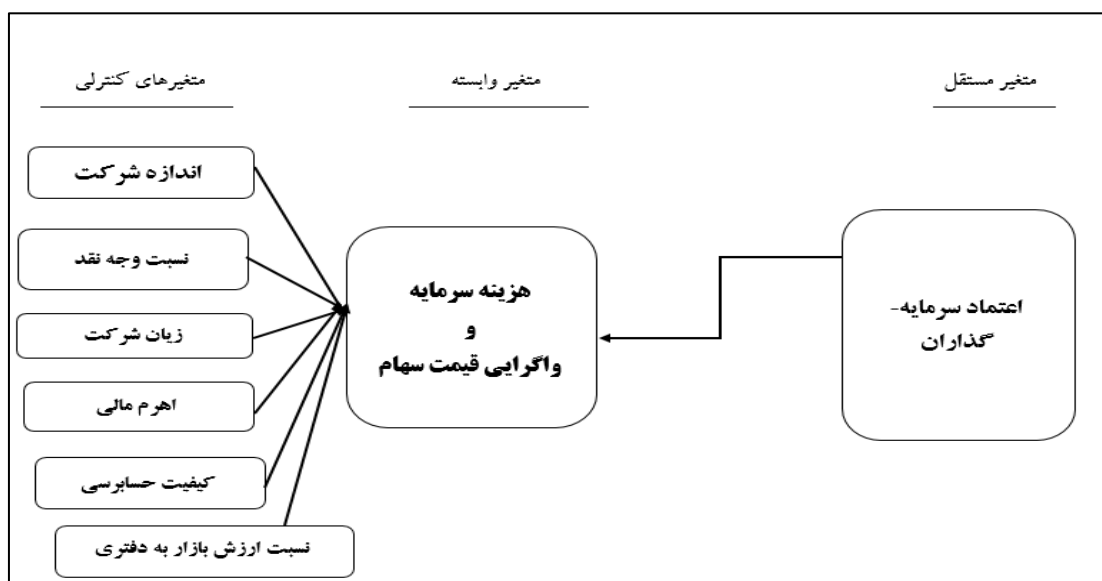
راجی زاده و همکاران (۱۴۰۰) در پژوهشی به بررسی تأثیر شکنندگی سهم بر سرعت همگرایی قیمت سهام پرداختند. نتایج حاصل از پژوهش حاکی از این است که بین شکنندگی سهم و سرعت همگرایی قیمت سهام رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. خطیری و همکاران (۱۴۰۰) به بررسی عوامل مؤثر بر پیش‌بینی بی‌قاعدگی حباب قیمتی سهام پرداختند. یافته‌ها حاکی از این بود که از میان متغیرهای مطرح‌شده؛ عملکرد مالی و عملکرد بازار بر پیش‌بینی بی‌قاعدگی سهام مؤثر هستند.

خلیلی (۱۳۹۰) در پژوهشی به بررسی واگرایی قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخت. نتایج حاصل از تحقیق، بر اساس سری زمانی متشکل از بازدهی‌های غیر عادی واقعی ماهانه و بازدهی‌های غیر عادی اسمی هفتگی و روزانه در فاصله زمانی اسفند ۱۳۷۷ تا فروردین ۱۳۸۹ وجود حباب در شاخص قیمت بورس اوراق بهادار تهران را تأیید می‌کند. این در حالی است که نتایج تحقیق، شواهد کافی برای تأیید فرض وجود حباب در شاخص قیمت بورس اوراق بهادار تهران بین سال‌های ۱۳۷۸ تا ۱۳۸۹ ارائه نمی‌کند.

با توجه به مبانی نظری و تجربی، فرضیه‌های پژوهش به شرح زیر و مدل مفهومی مطابق شکل (۱) تدوین شده است:

فرضیه اول: اعتماد سرمایه‌گذاران بر واگرایی قیمت سهام تأثیر معناداری دارد.

فرضیه دوم: اعتماد سرمایه‌گذاران بر هزینه سرمایه تأثیر معناداری دارد.



شکل ۱. مدل مفهومی پژوهش

روش پژوهش

پژوهش حاضر از نظر نتیجه اجرای پژوهش، کاربردی و از نظر هدف پژوهش، تحلیلی و از نوع همبستگی است، زیرا به موجب آن سعی می‌شود رابطه و تاثیر چند متغیر بر یکدیگر مورد بررسی قرار گیرد. از نظر زمان اجرای پژوهش، گذشته‌نگر است، زیرا اطلاعات مربوط به رویدادهای گذشته اعضای نمونه در آن استفاده شده است. از نظر منطق اجرای پژوهش، استقرایی است، زیرا به موجب آن کوشش می‌شود تا بر اساس مشاهداتی محدود (نمونه) نتیجه به کل جامعه تعمیم داده شود. از نظر ماهیت داده، یک پژوهش کمی است. زیرا متغیرهای پژوهش اندازه‌گیری شده و بصورت اعداد ارقام مورد استفاده قرار گرفته‌اند.

جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری این پژوهش شامل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، و برای دوره زمانی ۱۳۹۶ الی ۱۴۰۲ می‌باشد. به دلیل گستردگی و حجم آماری جامعه و وجود برخی ناهماهنگی‌ها میان اعضاء جامعه، برای انتخاب نمونه آماری به روش حذف سیستماتیک استفاده شده است. بدین منظور از بین جامعه آماری تعداد ۱۲۰ شرکت (۸۴۰ سال - شرکت) به عنوان شرکت‌های نمونه جهت برآورد مدل‌ها و آزمون فرضیه‌ها انتخاب شده است و برای تجزیه و تحلیل داده‌های پژوهش، از نرم‌افزار Eviews, Excel-2010 در سطح معناداری ۵٪ استفاده شده است.

متغیرهای پژوهش

متغیرهای وابسته:

الف) هزینه سرمایه (COE)

در این پژوهش هزینه سرمایه به عنوان متغیر وابسته در نظر گرفته شده است. مدل مورد استفاده برای محاسبه هزینه سرمایه در این پژوهش، مدل استون^۱ (۲۰۰۴) است که از طریق مدل زیر محاسبه می‌شود (پرساکیس و ایتراپیس^۲، ۲۰۱۶).

$$COE = \sqrt{EPS_{t+1} - EPS_{it}/P_{it}} \quad \text{رابطه (۱)}$$

COE : هزینه سرمایه شرکت؛

EPS_{t+1} : سود هر سهم سال آتی،

^۱. Easton

^۲. Persakisa & Iatridis

EPS_{it} : سود هر سهم سال جاری و

P_{it} : قیمت هر سهم در پایان سال مالی.

ب) واگرایی قیمت سهام (SPD)

در صورتی که روند قیمتی سهام با اندیکاتور آن بر خلاف یکدیگر در حال حرکت باشند واگرایی قیمت سهام گفته می‌شود در چنین حالتی شرکتی که روند قیمتی آن بر خلاف روند اندیکاتور آن باشد عدد یک تعلق گرفته و در غیر این صورت عدد صفر تعلق می‌گیرد.

متغیر مستقل: اعتماد سرمایه‌گذاران ($Investcon$)

به عنوان تابعی از فاکتورهای مالی و اعتباری شرکت‌ها تعریف می‌شود و از طریق روابط زیر محاسبه و اندازه‌گیری می‌شود: رتبه اعتباری شرکت در بورس اوراق بهادار: اگر شرکت در بین ۱۰۰ شرکت برتر اعلام شده از سوی بورس اوراق بهادار باشد عدد یک به آن تعلق می‌گیرد و در غیر این صورت عدد صفر تعلق می‌گیرد.

سرمایه‌گذاری غیردولتی: اگر در طی سال سهامداران عمده آن به دولتی تغییر نکرده باشد یا سهام مالکیت دولتی کمتر از ۵۰٪ درصد باشد و حاکی از سرمایه‌گذاران شخصی حقیقی یا حقوقی باشد عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر تعلق می‌گیرد. در نهایت شرکتی که حداقل یکی از موارد فوق را داشته باشد به عنوان شرکتی که حائز اعتماد سرمایه‌گذاران است شناخته می‌شود و به آن عدد یک تعلق گرفته و در غیر این صورت عدد صفر اختیار می‌کند (قدیری، ۱۴۰۰).

متغیرهای کنترلی

- **کیفیت حسابرسی (AQ):** کیفیت حسابرسی متغیر مجازی صفر و یک بوده که در صورتی که حسابر، سازمان حسابرسی باشد، یک، و در غیر اینصورت مقدار صفر را اختیار می‌کند (حسن زاده کوچو و همکاران، ۱۴۰۱).
- **نسبت ارزش بازار به دفتری (MTB):** به پیروی از پژوهش سارکار^۱ (۲۰۱۹) برای کنترل اثر مجموعه فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت بر قیمت گذاری سهام از نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام استفاده شده است.
- **نسبت جریان نقد عملیاتی (CFO):** عبارت است از نسبت جریان نقد عملیاتی (مستخرج از صورت گردش وجه نقد) به مجموع دارایی‌های شرکت در پایان سال مالی (سجادی و همکاران، ۱۴۰۱).
- **زیان (LOSS):** یک متغیر دو ارزشی است بدین صورت که اگر شرکت زیان ده باشد عدد یک و اگر شرکت سودده باشد عدد صفر اختصاص می‌یابد (مائو و همکاران^۲، ۲۰۲۲).
- **اهرم مالی (LEVE):** به پیروی از پژوهش سارکار (۲۰۱۹) در این پژوهش از نسبت بدهی‌ها به دارایی‌ها برای محاسبه اهرم مالی استفاده شده است.
- **اندازه شرکت (SIZE):** عبارت است از لگاریتم مجموع ارزش دفتری دارایی‌ها در پایان سال

مدل پژوهش

برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از مدل رگرسیونی چند متغیره (۱) استفاده می‌شود

$$SPD_{it} = \alpha + \beta_1 Investcon_{it} + \beta_2 AQ_{it} + \beta_3 Size_{it} + \beta_4 CF_{it} + \beta_5 LEVE_{it} + \beta_6 Loss_{it} + \beta_7 MTB_{it} + \varepsilon_{it} \quad \text{مدل (۱)}$$

$$COE_{it} = \alpha + \beta_1 Investcon_{it} + \beta_2 AQ_{it} + \beta_3 Size_{it} + \beta_4 CF_{it} + \beta_5 LEVE_{it} + \beta_6 Loss_{it} + \beta_7 MTB_{it} + \varepsilon_{it} \quad \text{مدل (۲)}$$

^۱. Sarkar

^۲. Mao et al

یافته‌های پژوهش

آماره‌های توصیفی

آماره توصیفی شمایی کلی از وضعیت توزیع داده‌های پژوهش ارائه می‌کنند. نگاره (۱) آمار توصیفی مربوط به متغیرهای پژوهش را نشان می‌دهد

نگاره ۱. آماره‌های توصیفی پژوهش

متغیرها	میانگین	میانه	حداکثر	حداقل	انحراف معیار	چولگی
هزینه سرمایه	۰/۱۴	۰/۱۲	۰/۷۵	۰/۱۰	۰/۱۳	۰/۲۰
اندازه شرکت	۶/۹۴	۶/۵۴	۹/۲۶	۴/۴۶	۰/۶۷	۰/۳۰
نسبت وجه نقد عملیاتی	۰/۲۲	۰/۱۷	۰/۵۷	۰/۰۲	۰/۱۳	۰/۵۷
نسبت ارزش بازار به دفتری	۳/۱۵	۲/۷۲	۷/۷۶	۱/۲۷	۰/۳۲	۰/۲۱
اهرم مالی	۰/۶۰	۰/۶۴	۰/۷۹	۰/۲۰	۰/۱۶	۰/۲۵
مشاهدات	۸۴۰	۸۴۰	۸۴۰	۸۴۰	۸۴۰	۸۴۰

آمار توصیفی متغیرهای کیفی (کد + و ۱)				
متغیرهای کیفی	فراوانی کد ۱	فراوانی کد +	درصد فراوانی کد ۱	درصد فراوانی کد +
اعتماد سرمایه‌گذاران	۳۱۲	۵۲۸	۰/۳۷	۰/۶۳
واگرایی قیمت سهام	۲۴۹	۵۹۱	۰/۳۰	۰/۷۰
کیفیت حسابرسی	۲۳۵	۶۰۵	۰/۲۸	۰/۷۲
زیان شرکت	۱۳۰	۷۱۰	۰/۱۵	۰/۸۵

همانطور که در نگاره (۱) نشان داده شده است میانگین هزینه سرمایه در شرکت‌های مورد بررسی طی سال‌های مورد آزمون ۰/۱۴ است. به عبارت دیگر حداقل نرخ بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاران در شرکت‌های نمونه حدود ۰/۱۴ بوده است میانگین فرصت سرمایه‌گذاری (نسبت ارزش بازار به دفتری حقوق صاحبان سهام) برابر ۳/۱۵ بوده که حاکی از بالا بودن ارزش روز قیمت سهام شرکت‌های نمونه نسبت به ارزش اسمی آن‌ها است و با توجه به تورم و ایجاد فاصله بین قیمت اسمی و قیمت بازار در بازار بورس ایران این موضوع منطقی است. در بین متغیرهای پژوهش، هزینه سرمایه و اندازه شرکت و به ترتیب دارای کمترین و بیشترین میزان پراکندگی می‌باشند. فراوانی متغیرهای دوجبه‌ی نشان می‌دهد شرکت‌های دارای اعتماد سرمایه‌گذاری بالا دسته بندی شده و به آن‌ها عدد ۱ تعلق گرفته که دارای فراوانی ۳۱۲ و درصد فراوانی ۰/۳۷ بوده است. سایر شرکت‌ها با فراوانی ۵۲۸ و درصد فراوانی ۰/۶۳ نیز میزان اعتماد سرمایه‌گذاران کمتر از میانه کل نمونه اماری بوده است. همچنین شرکت‌هایی که مقدار واگرایی قیمت سهام در آن‌ها از میانه واگرایی قیمت سهام در کل نمونه آماری بیشتر بوده است به عنوان شرکت‌های دارای واگرایی قیمت سهام بالا دسته بندی شده و به آن‌ها عدد ۱ تعلق گرفته که دارای فراوانی ۲۴۹ و درصد فراوانی ۰/۳۰ بوده است.

نتایج برآورد مدل‌های پژوهش

قبل از برآزش مدل‌های پژوهش لازم است تا آزمون چاو یا F لیمر به منظور بررسی استفاده از روش داده‌های تابلویی با اثرات ثابت در مقابل روش داده‌های ترکیبی برای مدل‌های مزبور انجام شود. نتایج حاصل آزمون F لیمر برای مدل‌های پژوهش در نگاره (۲) نشان داده شده است.

نگاره ۲. نتایج آزمون F لیمر یا چاو (همسانی عرض از مبدأهای مقاطع)

آزمون چاو	مدل	آماره F	p-v	نتیجه آزمون	نوع و نتیجه آزمون
H ₀ : یکسانی عرض از مبدأهای مقاطع	۱	۴/۳۲	۰/۰۰	H ₀ رد می‌شود	داده‌های تابلویی
H ₀ : یکسانی عرض از مبدأهای مقاطع	۲	۶/۹۶	۰/۰۰	H ₀ رد می‌شود	داده‌های تابلویی
آزمون هاسمن	مدل	Chi.sq	p.v	نتیجه آزمون	نوع و نتیجه آزمون
عدم وجود ارتباط بین متغیر مستقل و خطای تخمین	۱	۱۰/۶۲	۰/۲۲	H ₀ رد نمی‌شود	اثرات تصادفی
عدم وجود ارتباط بین متغیر مستقل و خطای تخمین	۲	۹/۹۸	۰/۱۸	H ₀ رد نمی‌شود	اثرات تصادفی

همان‌طور که در نگاره (۲) مشاهده می‌شود، آماره‌ی F در مدل‌های پژوهش در سطح خطای ۵ درصد معنی‌دار است، بنابراین، آزمون چاو، مشابه بودن عرض از مبدأ در تمام دوره‌ها را به طور قوی رد کرده است. از این رو، در این آزمون از داده‌های تابلویی استفاده می‌شود. در مرحله‌ی بعد، روش اثرات ثابت در مقابل روش اثرات تصادفی آزمون می‌شود. برای این کار از آزمون هاسمن استفاده شده است. با توجه به اینکه آماره‌ی محاسباتی آزمون هاسمن برای مدل تحقیق در سطح خطای ۵ درصد معنی‌دار نشده است. بنابراین، برای برآورد مدل پژوهش از روش اثرات تصادفی استفاده خواهد شد.

نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش

الف) نتیجه‌ی آزمون مدل اول پژوهش (واگرایی قیمت سهام – رگرسیون لاجیت)
در رگرسیون لاجیت با رویکرد تابلویی سه معیار برای بررسی نکویی برازش استفاده می‌شود که مهمترین آن‌ها LR است. این معیار مانند آماره F رگرسیون معمولی عمل می‌کند.

نگاره ۳. نتایج آزمون مدل اول پژوهش در سطح داده‌های تابلویی به روش لاجیت

$SPD_{it} = \alpha + \beta_1 Investcon_{it} + \beta_2 AQ_{it} + \beta_3 Size_{it} + \beta_4 CF_{it} + \beta_5 LEVE_{it} + \beta_6 Loss_{it} + \beta_7 MTB_{it} + \varepsilon_{it}$				
شرح	ضریب	مقدار Z	p.v	VIF
عرض از مبدا	۰/۳۰	۲/۹۷	۰/۰۰	---
اعتماد سرمایه‌گذاران	-۰/۰۴	-۲/۰۵	۰/۰۴	۱/۰۸
کیفیت حسابرسی	۰/۰۲	۲/۵۶	۰/۰۱	۱/۱۰
اندازه شرکت	۰/۰۱	۳/۰۵	۰/۰۰	۱/۰۵
نسبت جریان نقد عملیاتی	-۰/۰۱	-۳/۱۳	۰/۰۰	۱/۰۳
اهرم مالی	۰/۰۴	۱/۸۴	۰/۰۶	۱/۰۳
زبان شرکت	۰/۰۷	۲/۴۷	۰/۰۱	۱/۰۲
نسبت ارزش بازار به دفتری	۰/۰۳	۱/۹۹	۰/۰۴	۱/۰۱
ضریب تعیین مک فادن		۰/۴۸۷		
LR chi ² (7)	(p.v)	۱۲۳/۹۸ (۰/۰۰۰)		
نسبت راست‌نمایی		-۴۸۵/۱۸		
بروش پاگان	(سطح خطا)	۰/۲۲ (۰/۱۵)		
هاسمر-لمشو	(سطح خطا)	۸/۶۸ (۰/۵۷)		

ماخذ: محاسبات محقق

مقدار X² مربوط به این آماره با درجه آزادی هفت، در نگاره (۳) برابر ۱۲۳/۹۸ است و احتمال مربوط به آن کمتر از ۵٪ است. بنابراین، فرص عدم معناداری مدل رد می‌شود و مدل معنادار و قابل تکیه است. معیار دیگری که برای ارزیابی به کار می‌رود نسبت راست‌نمایی یا Log likelihood است. مقدار این آماره منفی است و هر چه قدر مطلق آن بزرگتر باشد، حاکی از مناسب بودن مدل است. مقدار به دست آمده برای این مدل عدد ۴۸۵/۱۸- و بیش از ۵- است؛ بنابراین، بر این اساس نیز مدل

معنادار و قابل اعتماد است. معیار سوم که جهت آزمون مناسب بودن مدل ارائه شده استفاده می‌شود؛ آماره‌ی نیکویی برازش هاسمر لمشو می‌باشد. در این آزمون برای سطوح معناداری بزرگتر از آلفای تحقیق (۵٪) مناسبت مدل مورد تأیید قرار می‌گیرد. لازم به ذکر است که این آماره دارای توزیع خی دو می‌باشد و سطح معناداری آن از این توزیع استخراج می‌گردد که بر اساس نتیجه بدست آمده در نگاره (۳) فرض صفر رد نمی‌گردد (زیرا سطح خطا از ۵٪ بزرگتر است) و در نتیجه مدل رگرسیونی پژوهش از مطلوبیت قابل قبولی برخوردار است.

در آنالیز رگرسیون لجیستیک، ضریب تعیین مک فادن تقریباً همان نقش ضریب تعیین تعدیل شده در مدل رگرسیون خطی را ایفا می‌کند. با توجه به ضریب تعیین مک فادن مدل برازش شده، می‌توان ادعا کرد که حدود ۴۸٪ از متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل و کنترلی مدل توضیح داده شده است. هرچه این شاخص به یک نزدیکتر باشد، میزان تطابق مدل با واقعیت بیشتر و به عبارتی نیکویی برازش (تخمین) مدل بیشتر است. مقدار شاخص عامل تورم واریانس (VIF) نیز نشان می‌دهد که متغیرهای مستقل مدل اول با هم مشکل همخطی شدید ندارند. از آنجایی که آزمون دوربین واتسن تنها خودهمبستگی مرتبه اول را می‌سنجد، لذا از آزمون بروش پاگان که قادر است خودهمبستگی مرتبه‌های مختلف را بسنجد، استفاده شده است. سطح معناداری آزمون بروش پاگان گادفری (۰/۱۵) بوده است. بنابراین در سطح خطای ۵٪ نمی‌توان فرضیه H_0 مبنی بر عدم وجود خودهمبستگی بین باقیمانده مدل را رد کرد. در نتیجه بین خطاهای مدل؛ خودهمبستگی سریالی مرتبه دوم مشاهده نشده است. در فرضیه اول تأثیر اعتماد سرمایه‌گذاران بر واگرایی قیمت سهام مورد بررسی قرار گرفته است. با توجه به نتایج نگاره (۴) آماره‌ی Z مربوط به اعتماد سرمایه‌گذاران شرکت‌ها و سطح معناداری آن (p.v) به ترتیب ۰/۰۵- و ۰/۰۴ بوده و ضریب آن نیز ۰/۰۴- می‌باشد. به عبارتی با ۰/۰۱ افزایش در اعتماد سرمایه‌گذاران شرکت‌ها، واگرایی قیمت سهام ۰/۰۴ کاهش می‌یابد. بنابراین اعتماد سرمایه‌گذاران شرکت‌ها تأثیر منفی و معناداری بر واگرایی قیمت سهام داشته و فرضیه‌ی اول پژوهش در سطح اطمینان ۹۵٪ مورد تأیید قرار می‌گیرد.

پس از تخمین مدل لاجیت؛ می‌توان درصد صحت پیش‌بینی مدل را محاسبه و از نیکویی برازش آن اطمینان حاصل کرد. برای این منظور کندی (۲۰۰۳) آزمونی را بر اساس محاسبه درصد پیش‌بینی صحیح مشاهدات صفر و یک پیشنهاد کرده است. نتایج حاصل از پیش‌بینی مدل رگرسیونی لاجیت پژوهش به شرح نگاره (۴) است.

نگاره ۴. نتایج پیش‌بینی صحت مدل آزمون پژوهش

شرح	Y=0	Y=1	مجموع
درصد صحت پیش‌بینی	۹۸/۱۰	۹۶/۰۶	۹۷/۳۵
درصد عدم صحت پیش‌بینی	۱/۹۰	۳/۰۴	۲/۶۵
مجموع	۱۰۰	۱۰۰	۱۰۰

در بخش اول نگاره فوق درصد پیش‌بینی مشاهدات صفر و یک قابل مشاهده است. در خصوص مدل مورد نظر صحت پیش‌بینی مشاهدات صفر ($y=0$) برابر ۹۸/۱۰؛ صحت پیش‌بینی مشاهدات یک ($y=1$) برابر ۹۶/۰۶ و صحت پیش‌بینی کل مدل برابر ۹۷/۳۵ می‌باشد. بدیهی است هر چه مقادیر بیان شده به ۱۰۰ نزدیکتر باشد؛ توان توضیحی مدل بالاتر است.

ب) نتیجه‌ی آزمون مدل دوم پژوهش (مدل هزینه سرمایه-رگرسیون خطی)

همان گونه که در نگاره (۵) مشاهده می‌شود، معنی داری آماره فیشر (۸۵/۳۲) در سطح ۵٪ حاکی از معنی داری کلی مدل برآورد شده است بنابراین، مدل پژوهش در کل معنی دار می‌باشد. علاوه بر این ضریب تعیین تعدیل شده (R^2) ۰/۵۳۰ است. همچنین مقدار آماره دوربین واتسون (۲/۱۱) حاکی از عدم وجود مشکل خودهمبستگی سریالی مرتبه اول در اجزای اخلاص مدل برآورد شده است، لذا نتایج مدل برآورد شده کاذب نیست و تخمین مدل قابل اتکا است. مقدار شاخص عامل تورم واریانس (VIF)

تاثیر اعتماد سرمایه‌گذاران بر واگرایی قیمت سهام و هزینه سرمایه

نیز نشان می‌دهد که متغیرهای مستقل مدل اول با هم مشکل همخطی شدید ندارند. نتایج آزمون مدل دوم پژوهش در نگاره (۵) به شرح زیر بیان شده است.

نگاره ۵. نتایج آزمون مدل دوم پژوهش در سطح داده‌های تابلویی

$COE_{it} = \alpha + \beta_1 Investcon_{it} + \beta_2 AQ_{it} + \beta_3 Size_{it} + \beta_4 CF_{it} + \beta_5 LEVE_{it} + \beta_6 Loss_{it} + \beta_7 MTB_{it} + \varepsilon_{it}$					
شرح	نماد	ضرایب	آماره t	سطح خطا	VIF
عرض از مبدا	α	۰/۲۱	۲/۹	۰/۰۰	----
اعتماد سرمایه‌گذاران	<i>Investcon</i>	-۰/۰۶	-۲/۹۴	۰/۰۰	۱/۰۸
کیفیت حسابرسی	<i>AQ</i>	-۰/۰۰۶	۲/۹۷	۰/۰۰	۱/۱۰
اندازه شرکت	<i>Size</i>	۰/۰۱	۱/۹۸	۰/۰۴	۱/۰۵
نسبت جریان نقد عملیاتی	<i>CF</i>	-۰/۰۲	-۲/۲۸	۰/۰۲	۱/۰۳
اهرم مالی	<i>LEVE</i>	۰/۰۷	۱/۹۹	۰/۰۴	۱/۰۳
زیان شرکت	<i>Loss</i>	۰/۰۵	۲/۸۵	۰/۰۰	۱/۰۲
نسبت ارزش بازار به دفتری	<i>MTB</i>	-۰/۰۶	-۲/۱۶	۰/۰۳	۱/۰۱
ضریب تعیین تعدیل شده R^2		۰/۵۳۰			
F رگرسیون (سطح خطا)		۸۵/۳۲ (۰/۰۰۰)			
دوربین واتسون		۲/۱۱			

فرضیه‌ی دوم به بررسی تاثیر اعتماد سرمایه‌گذاران بر هزینه سرمایه می‌پردازد. با توجه به نتایج نگاره (۵) آماره‌ی t مربوط به متغیر مستقل اعتماد سرمایه‌گذاران و سطح معناداری آن (p.v) به ترتیب ۲/۹۴- و ۰/۰۰ بوده و ضریب آن نیز ۰/۰۶- می‌باشد. بنابراین متغیر اعتماد سرمایه‌گذاران تاثیر مثبت و معناداری بر هزینه سرمایه داشته و فرضیه‌ی دوم پژوهش در سطح اطمینان ۹۵٪ مورد تایید قرار می‌گیرد.

نتیجه‌گیری و بحث

در این پژوهش، تاثیر اعتماد سرمایه‌گذاران بر واگرایی قیمت سهام و هزینه سرمایه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران بررسی شده است. بدین منظور از اطلاعات ۱۲۰ شرکت طی بازه زمانی ۱۳۹۶ تا ۱۴۰۲ استفاده شده است. نتایج فرضیه اول پژوهش نشان داد اعتماد سرمایه‌گذاران بر واگرایی قیمت سهام تاثیر منفی و معناداری دارد. به عبارتی هرچه اعتماد سرمایه‌گذاران افزایش یابد، باعث کاهش واگرایی قیمت سهام می‌گردد. در همین راستا باید گفت یکی از موضوعاتی که سرمایه‌گذاران نسبت به بازارهای سرمایه باید داشته باشند، میزان اعتماد متقابل بین آنها است. افراد با استفاده از اطلاعات در دسترس، پیش‌بینی‌هایشان را انجام و بر مبنای آن انتظاراتشان را شکل می‌دهند و اعتماد می‌کنند. بنابراین اعتماد در بازارهای مالی به باور و نگرش سرمایه‌گذاران به ثبات، قابلیت اطمینان و یکپارچگی نظام مالی و شرکت‌کنندگان آن مربوط می‌شود. از سوی دیگر یکی از مفاهیم مهم تئوری‌های مالی - رفتاری؛ سرمایه‌گذاری در بازارهای سرمایه، واگرایی قیمت سهام است. تغییرات در بازار سرمایه توسط واگرایی در بورس نشان داده می‌شود. هنگامی در بورس واگرایی اتفاق می‌افتد که در گام آخر، معامله‌گران دچار تردید شده و اقدام به تغییر سهم خود می‌کنند. به عبارتی زمانی که قیمت یک سهم و اندیکاتور خلاف جهت یکدیگر در حرکت باشند، واگرایی در تحلیل تکنیکال رخ می‌دهد. در واقع در صورتی که سرمایه‌گذاران نسبت به بازار سرمایه و عدم تقارن اطلاعاتی و شفافیت موجود در آن اعتماد کافی داشته باشند می‌توانند با استفاده از واگرایی قیمت سهام، زمان اصلاح روند قیمتی سهام را تشخیص داده و نسبت به خرید یا فروش به موقع سهام خود اقدام کنند. با ارتقای حس اعتماد سرمایه‌گذاران به عنوان یکی از موضوعات مالی-رفتاری و تکیه سرمایه‌گذاران بر اطلاعات صحیح، باعث نزدیک شدن قیمت‌های بنیادی سهام به قیمت واقعی آنها شده و از بروز حباب و واگرایی قیمت سهام جلوگیری می‌کند. بنابراین افزایش اعتماد سرمایه‌گذاران به

عنوان یک عامل روانشناختی می‌تواند منجر به کاهش حباب یا واگرایی قیمت سهام شود. این نتایج با چن (۲۰۲۲)، یین و همکاران (۲۰۲۲) و کیم و کانگ (۲۰۱۷) همخوانی دارد.

در فرضیه‌ی دوم به بررسی تاثیر اعتماد سرمایه‌گذاران بر هزینه سرمایه پرداخته شد. نتایج پژوهش بر اساس داده‌های ترکیبی حاکی از آن بود که اعتماد سرمایه‌گذاران بر هزینه سرمایه تاثیر منفی و معناداری دارد. مطابق مبانی نظری افزایش افشای اطلاعات باعث کاهش عدم تقارن اطلاعاتی شده و در نتیجه با افزایش بازده سرمایه‌گذاری، کاهش هزینه سرمایه را در پی دارد. در این خصوص می‌توان گفت اگر نرخ بازده شرکت از هزینه سرمایه آن بیشتر گردد، دارندگان اوراق قرضه، سهام ممتاز و اعطاءکنندگان وام به شرکت به نرخ بازده ثابت مورد انتظار خود خواهند رسید و باقیمانده نرخ بازده تحصیل شده به صاحبان سهام عادی تعلق خواهد گرفت و باعث ارزش آفرینی برای آنان می‌گردد. در واقع از آنجا که هزینه سرمایه مبتنی بر نرخ بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاران است، شرکت‌ها در تلاش هستند تا از طریق تهیه اطلاعات با کیفیت توان پیش‌بینی جریان‌های نقد آتی را افزایش و ریسک اطلاعاتی را کاهش دهند و موجب افزایش ثروت سهامداران گردند. نتایج یافته‌های مربوط به این فرضیه با نتایج تحقیق کیم و کانگ (۲۰۱۷) و براون و کلیف (۲۰۰۴) همخوانی دارد.

با توجه به معنادار اعتماد سرمایه‌گذاران بر واگرایی قیمت سهام و از آنجا که غالب افراد جامعه ریسک‌گریز هستند و تمایل به سرمایه‌گذاری در پروژه‌های با ریسک کمتر دارند به سرمایه‌گذاران و سهام‌داران توصیه می‌شود رتبه اعتباری شرکت‌ها که توسط امتیازات اعطایی سازمان بورس قابل دستیابی است، را مبنایی برای درجه اعتماد و کاهش ریسک سرمایه‌گذاری قرار دهند و از آنجایی که با افزایش رتبه اعتباری، میزان افشای اطلاعات افزایش می‌یابد و امکان دستیابی به اطلاعات پنهانی شرکت‌ها برای سرمایه‌گذاران آگاه کمتر می‌شود، لذا سرمایه‌گذاران می‌توانند شرکت‌های با رتبه اعتباری بیشتر را جهت سرمایه‌گذاری ترجیح دهند.

از محدودیت‌های پژوهش حاضر، می‌توان به فقدان پژوهش مشابه داخلی اشاره نمود، در نتیجه امکان مقایسه نتایج این پژوهش با پژوهش‌های داخلی وجود ندارد. همچنین از آنجایی که داده‌های پژوهش مربوط به بازه زمانی سال ۱۳۹۶ تا ۱۴۰۲ است، تغییر بازه زمانی می‌تواند باعث ایجاد تغییر در نتایج پژوهش شود.

منابع

- حسن زاده کوچو، محمود، و مهدی نیا اسبویی، امین. (۱۴۰۱). بررسی تأثیر خودشیفتگی مدیران بر ارزش شرکت‌ها. *فصلنامه علمی تخصصی رویکردهای پژوهشی نوین در مدیریت و حسابداری*، ۶(۲۱)، ۱۷۶۲-۱۷۷۶.
- حسنی، محمدحسین. (۱۳۹۸). بررسی تاثیر عدم تقارن اطلاعاتی، فرصت‌های رشد، بدهی‌ها بر رتبه اعتباری شرکت‌ها. پایان نامه کارشناسی ارشد حسابداری، موسسه آموزش عالی فرهیختگان.
- خرم آبادی، مهدی، یوسفوند، داود، و مصافی، فرید. (۱۴۰۲). بررسی رابطه بین واگرایی عقاید سرمایه‌گذاران و نوسانات ویژه سهام در شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران. *مطالعات حسابداری و حسابرسی*.
- خطیری، محمد، تقوی، سید علی، اصغری، عمار، و رستمی، فریده. (۱۴۰۰). عوامل موثر بر پیش‌بینی بی‌قاعدگی حباب قیمتی سهام. *چشم‌انداز مدیریت مالی*، ۱۱(۳۶)، ۱۷۳-۱۸۷.
- خلیلی، سهیل. (۱۳۹۰). بررسی واگرایی قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران/ ارزش بنیادی. پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه علامه طباطبائی، دانشکده مدیریت و حسابداری.
- راجی زاده، سپیده، تائبی نقندری، امیرحسین، و زینلی، حدیث. (۱۴۰۰). تاثیر شکنندگی سهام بر سرعت همگرایی قیمت سهام. *دانش حسابداری مالی*، ۸(۲۸)، ۱۷۵-۱۹۶.
- رحمانیان کوشکی، عبدالرسول، و صفار، آرمین. (۱۴۰۲). تاثیر واگرایی عقاید سرمایه‌گذاران بر قیمت گذاری نادرست سهام با توجه به نقش کیفیت اطلاعات مالی و عدم تقارن اطلاعاتی در بازار سرمایه ایران. *پیشرفت‌های حسابداری*، ۱۵(۱)، ۱۴۷-۱۷۴.

تأثیر اعتماد سرمایه‌گذاران بر واگرایی قیمت سهام و هزینه سرمایه

- رمضانی، علی، رهنمای رودپشتی، فریدون، کردلویی، حمیدرضا، و شاهوردیانی، شادی. (۱۴۰۲). ارائه الگوی جامع سنجش حباب قیمتی سهام در مدیریت پرتفوی با رویکرد رفتاری. *دانش مالی تحلیل اوراق بهادار*، ۵۷(۱۶)، ۱۶۰-۱۹۴.
- سجادی، زانیار، پاریاد، احمد، و الانی، افشین. (۱۴۰۱). تأثیر ویژگی‌های هیئت‌مدیره بر رابطه بین ساختار مالکیت و تغییر طبقه‌بندی سود. *مجله دانش حسابداری*، ۱۳(۱)، ۱۶۷-۱۸۴.
- شکورنیا، روژین، دستگیر، محسن، و سروش یار، افسانه. (۱۴۰۲). بررسی تأثیر گرایش احساسی و رفتار توده‌وار سهام‌داران بر ریسک سقوط قیمت سهام. *پیشرفت‌های مالی و سرمایه‌گذاری*، ۴(۳)، ۱۳۱-۱۵۲.
- قدیری، میثم. (۱۴۰۰). نقش سهام‌شمار آزاد در اعتماد سرمایه‌گذاران با واسطه‌گری فاکتورهای مالی. پایان نامه کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه پیام نور استان تهران، مرکز پیام نور تهران غرب.
- میرزایی، اسماعیل، و برادران حسن زاده، رسول. (۱۴۰۱). ارزیابی میزان تأثیر پذیری نوسان بازده سهام مبتنی بر احساسات سرمایه‌گذاران با لحاظ نمودن اثرات فرصت سرمایه‌گذاری. *چشم‌انداز حسابداری و مدیریت*، ۵(۷۵)، ۲۸-۵۱.
- Agudelo Aguirre, A. A., Rojas Medina, R. A. & Duque Méndez, N. D. (2020). Machine learning applied in the stock market through the Moving Average Convergence Divergence (MACD) indicator. *Investment Management and Financial Innovations*, 17(4), 44-60.
- Akins, B., Ng, J. & Verdi, R., S. (2011). Investor competition over information and the pricing of information asymmetry. *Accounting Review*, 87(1), 35-58.
- Albada, A., Low, S. W. & Toh, M. Y. (2023). Divergence of beliefs and IPO initial return: the quasi-moderating role of investor demand. *Journal of Asian Business and Economic Studies*, 30(4), 296-308.
- Aristei, D. & Gallo, M. (2021). Financial knowledge, confidence, and sustainable financial behavior. *Sustainability*, 13(19), 10926.
- Baker, M. & Wurgler, J. (2007). Investor sentiment in the stock market. *Journal of Economic Perspectives*, 21(02), 129-152.
- Banerjee, A. V. (1992). A simple model of herd behavior. *The Quarterly Journal of Economics*, 107(3), 797-817.
- Borri, N. & Shakhnov, K. (2023). Cryptocurrency discounts. *Journal of International Money and Finance*, 139, 102963.
- Brown, G. W. & Cliff, M. T. (2004). Investor sentiment and the near-term stock market. *Journal of Empirical Finance*, 11(1), 1-27.
- Bustos, O. & Pomares-Quimbaya, A. (2020). Stock market movement forecast: a systematic review. *Expert Systems with Applications*, 156, 113464.
- Chen, L., Wang, J., Wu, C. & Zhu, H. (2022). Divergent opinion, trading information, and stock price co-movements. *In Advances in Pacific Basin Business, Economics and Finance*, 8(12), 1-21.
- Choi, C-Y. & Choi, H. (2014). Does distance reflect more than transport costs?. *Economics Letters*, 125(1), 82-86.
- Duong, H. N., Kalev, P. S. & Tian, X. (2023). Short selling, divergence of opinion and volatility in the corporate bond market. *Journal of Economic Dynamics and Control*, 147, 104592.
- Easton, P. D. (2004). PE ratios, PEG ratios, and estimating the implied expected rate of return on equity capital. *The Accounting Review*, 79(1), 73-95.
- Elliott, W. B., Jackson, K. E., Peecher, M. E. & White, B. J. (2013). The unintended effect of corporate social responsibility performance on investors' estimates of fundamental value. *The Accounting Review*, 89(1), 275-302.
- Falkstein, E. G. (1996). Preferences for stock characteristics as revealed by mutual fund portfolio holding. *The Journal of Finance*, 51(1), 111-135.
- Fama, E. (1970). Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. *Journal of Finance*, 25, 383-417.

- Fan, R., Talavera, O. & Tran, V. (2023). Information flows and the law of one price. *International Review of Financial Analysis*, 85, 102466.
- Gebhardt, W., Lee, C. & Swaminathan, B. (2001). Toward an implied cost of capital. *Journal of Accounting Research*, 39, 135-176.
- Ghadiri, M. (2021). *The role of free float stock in investors confidence through the mediation of financial factors*. Master's thesis in accounting, Payam Noor University, West Tehran. (in Persian)
- Gupta, R., Nela, J. & Pierdzioch, C. (2023). Investor Confidence and Forecastability of US Stock Market Realized Volatility: Evidence from Machine Learning. *Journal of Behavioral Finance*, 24(1), 111–122.
- Harper, H. (2020). One institutional investor's approach to integrating ESG in the investment process. *The Journal of Portfolio Management*, 46(4), 110–123.
- Hassani, M. H. (2019). *Investigating the effect of information asymmetry, growth opportunities, and debts on companies' credit ratings*. Master's thesis in Accounting, Farahikhtegan Institute of Higher Education. (in Persian)
- Hassanzadeh Kocho, M. & Mahdinia Osboei, A. (2022). The effect of CEO Narcissism on Firm Value. *Journal of New Research Approaches in Management and Accounting*, 6(21), 1762-1776. (in Persian)
- Jiang, Y. (2022). *Does Financial Statement Comparability Enhance The Usefulness of Earnings?*. Evidence From Canada. Toronto Metropolitan University. Thesis.
- Khalili, S. (2011). *Studying the divergence of stock prices of companies listed on the Tehran Stock Exchange from fundamental value*. Master's thesis, Allameh Tabatabaei University, Faculty of Management and Accounting. (in Persian)
- Khatiri, M., Taghavi, S. A., Asgari, A. & Rostami, F. (2021). Factors Affecting the Prediction of Irregularity Stock Price Bubble. *Financial Management Perspective*, 11(36), 173-187. (in Persian)
- Khorramabadi, M., Yousofvand, D. & Masafi, F. (2024). Investigating the relationship between the divergence of investors' opinions and the specific volatility of stocks in companies listed on the Tehran Stock Exchange. *Accounting and Auditing Studies*. (in Persian)
- Kim, H. & Kung, H. (2017). The asset redeploy ability channel: How uncertainty affects corporate investment. *Review of Financial Studies*, 30, 245–280.
- Lyócsa, S. & Baumöhl, E. (2014). Risk-return convergence in CEE stock markets: structural breaks and market volatility. *Finance a Uver*, 64(5), 352-373
- Makarov, I. & Schoar, A. (2020). Trading and arbitrage in cryptocurrency markets. *Journal of Financial Economics*, 135(2), 293–319.
- Mao, X., Sun, H., Zhu, X. & Li, J. (2022). Financial fraud detection using the related-party transaction. *Procedia Computer Science*, 199, 733-740.
- Mauboussin, M. J. & Callahan, D. (2023). *Counterpoint Global Insights Cost of Capital, A Practical Guide to Measuring Opportunity Cost*. Investment Management.
- Mirzayi, E. & Baradaran Hasanzadeh, R. (2023). Evaluating the effectiveness of stock return fluctuations based on investors' sentiments, taking into account the effects of investment opportunities. *Journal of Accounting and Management Vision*, 5(75), 28-51. (in Persian)
- Muslim, A. I. & Setiawan, D. (2021). Information asymmetry, ownership Structure and cost of equity capital: The formation for open innovation. *Journal of Open Innovation: Technology, Market, and Complexity*, 1(7), 1-17.
- Kwabi, F. O., Owusu-Manu, S., Boateng, A., Ezeani, E.-B. & Du, M. (2022). Economic policy uncertainty and cost of capital: the mediating effects of foreign equity portfolio flow. *Review of quantitative finance and accounting*, 59(2), 457-481.

- Park, S. R. & Jang, J. Y. (2021). The impact of ESG management on investment decision: institutional investors' perceptions of country-specific ESG criteria. *International Journal of Financial Studies (IJFS)*, 9(3), 48.
- Penman, S., Zhu, J. & Wang, H. (2023). The implied cost of capital: accounting for growth. *Review of quantitative finance and accounting*, 61(3), 1029-1056.
- Snow, H. (2022). Is the new issue puzzle real? Evidence from implied cost of capital. *International Journal of Managerial Finance*, 18(3), 488-509.
- Persakis, A. & Iatridis, G. E. (2015). Cost of capital, audit and earnings quality under financial crisis: A global empirical investigation. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 38, 3-24.
- Qi, Y., Zou, Y. & Shi, F. (2025). CEO social capital and implied cost of capital: Based on the empirical evidence of Chinese family businesses. *PloS one*, 20(3), 0316535.
- Rahmanian Koushkaki, A. & Saffar, A. (2023). The effect of divergent opinions of investors on the incorrect pricing of stocks with regard to the role of financial information quality and information asymmetry in the Iranian capital market. *Journal of Accounting Advances*, 15(1), 147-174. (in Persian)
- Rajizadeh, S., Taebi Noghondari, A. T. N. & Zeinali, H. (2021). The effect of stock fragility on the rate of stock price convergence. *Financial Accounting Knowledge*, 8(28), 175-196. (in Persian)
- Ramezani, A., Rahnama, F., Kordlouie, H. & Shahverdiani, S. (2023). Providing a Comprehensive Model for Measuring the Stock Price Bubble in Portfolio Management with a Behavioral Approach. *Financial Knowledge of Securities Analysis*, 57(16), 160-194. (in Persian)
- Rogof, K. (1996). The purchasing power parity puzzle. *Journal of Economic Literature*, 34(2), 647-668.
- Sajjadi, Z., Paryad, A. & Balani, A. (2022). Investigate the Effect of Board Characteristics on the Relationship between Ownership Structure and Classification Shifting. *Journal of Accounting Knowledge*, 13(1), 167-184. (in Persian)
- Sarkar, S. (2019). Signal Fitness and Verifiability, Divergence of Investor Opinions, and IPO Underpricing. *In Academy of Management Proceedings*, 2019(1), 11028.
- Shakornia, R., Dastgir, M. & Soroshyar, A. (2023). Investigating the effect of emotional tendency and mass behavior of shareholders on the risk of falling stock prices. *Advances in Finance and Investment*, 4(3), 131-152. (in Persian)
- Silva, D., & Cerqueira, A. (2021). Divergence of Opinion and Idiosyncratic Volatility. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, 23, 654-676.
- Tang, H., Xiong, L. & Peng, R. (2024). The mediating role of investor confidence on ESG performance and firm value: Evidence from Chinese listed firms. *Finance Research Letters*, 61, 104988.
- Van Norden, S. (2013). Regime Switching as a Test for Exchange Rate Bubbles. *Journal of Applied Econometrics*, 11, 219-51.
- Waliuddin, M., Razali, M., Brahmana, R. K. & Sinnasamy, G. (2016). Corporate disclosure and cost of equity: Case of Malaysian listed companies. *Journal of International Business and Economics*, 16(2), 83-94.
- Wang, X. (2020). The Implied Cost of Capital: A Deep Learning Approach. *ERN: Forecasting Techniques (Topic)*.
- Welch, I. (2000). Herding among security analysts. *Journal of Financial Economics*, 58(3), 369-396.

- Yassin, M. M., Ali, H. Y. & Hamdallah, M. E. (2015). The relationship between information asymmetry and stock return in the presence of accounting conservatism. *International Journal of Business and Management*, 10(5), 126-133.
- Yin, S., Chevapatrakul, T., & Yao, K. (2022). The causal effect of improved readability of financial reporting on stock price crash risk: Evidence from the Plain Writing Act of 2010. *Economics Letters*, 216, 110614



Paper type: Research Article

The Impact of Political Connections on the Relationship between Business Strategy and Tax Aggressiveness

Morteza Heshmaty¹

Received: 2025/06/11

Accepted: 2025/10/02

Abstract

Purpose: This study aims to examine the moderating role of political connections in the relationship between business strategy and corporate tax aggressiveness. Considering the importance of innovative strategies in shaping financial behaviors and the influence of political power in either mitigating or intensifying tax incentives, this research seeks to analyze the interactive mechanisms of these two key variables within the context of Iranian firms.

Method: The statistical population consists of companies listed on the Tehran Stock Exchange during the period 2016 to 2023. After applying screening criteria, a final sample of 120 firms was selected. Political connections were measured using Faccio's (2006) model, while tax aggressiveness was assessed by the effective cash tax rate. Hypotheses were tested using panel regression models on combined data.

Findings: The results indicate that firms pursuing an innovative business strategy exhibit a significantly higher tendency toward tax aggressiveness. However, in firms with strong political connections, the intensity of such behaviors is mitigated. In other words, political connections act as a restraining factor against the excessive exploitation of tax opportunities in innovative companies.

Conclusion: Focusing on Iran's institutional economy, this study provides new insights into the interaction between strategic innovation, political influence, and tax policies, demonstrating that the balance between political capital and tax benefits plays a critical role in shaping corporate financial behavior.

Keywords: Tax Aggressiveness, Business Strategy, Political Connections, Innovative Activities.



How to cite this article: Heshmaty, M. (2025). The Impact of Political Connections on the Relationship between Business Strategy and Tax Aggressiveness. *Accounting and Corporate Governance Researches*, 4(13), 41-59. (In Persian).

¹. Department of Accounting, OS.C., Islamic Azad University, Osku, Iran. m.heshmaty.az@iau.ac.ir

نوع مقاله: علمی پژوهشی

تأثیر ارتباطات سیاسی بر رابطه بین استراتژی تجاری و تهاجم مالیاتی

مرتضی حشمتی^۱

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۴/۰۷/۱۰

تاریخ دریافت: ۱۴۰۴/۰۳/۲۱

چکیده

هدف: هدف این پژوهش بررسی نقش تعدیل‌گر ارتباطات سیاسی در رابطه میان استراتژی تجاری و تهاجم مالیاتی شرکت‌ها است. با توجه به اهمیت استراتژی‌های نوآورانه در شکل‌دهی به رفتارهای مالی و همچنین تأثیر نفوذ سیاسی در کاهش یا افزایش انگیزه‌های مالیاتی، این مطالعه تلاش دارد سازوکارهای تعاملی این دو متغیر کلیدی را در چارچوب شرکت‌های ایرانی تحلیل نماید.

روش: جامعه آماری پژوهش شامل شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره ۱۳۹۵ تا ۱۴۰۲ است که با اعمال معیارهای غربالگری، ۱۲۰ شرکت به‌عنوان نمونه نهایی انتخاب شدند. برای اندازه‌گیری ارتباطات سیاسی از مدل فاسیو (۲۰۰۶) و برای سنجش تهاجم مالیاتی از نرخ مؤثر مالیاتی نقدی استفاده شده است. آزمون فرضیه‌ها با استفاده از داده‌های ترکیبی و مدل رگرسیون پانل انجام شد.

یافته‌ها: نتایج نشان داد شرکت‌هایی که استراتژی نوآورانه را دنبال می‌کنند، به‌طور معناداری تمایل بیشتری به تهاجم مالیاتی دارند. با این حال، در شرکت‌هایی که از ارتباطات سیاسی بالایی برخوردارند، شدت این رفتارها کاهش می‌یابد. به عبارت دیگر، ارتباطات سیاسی به‌عنوان عاملی بازدارنده در بهره‌گیری افراطی از فرصت‌های مالیاتی در شرکت‌های نوآور عمل می‌کند.

نتیجه‌گیری: این پژوهش با تمرکز بر اقتصاد نهادی ایران، تصویری نو از تعامل میان نوآوری راهبردی، نفوذ سیاسی و سیاست‌های مالیاتی ارائه می‌دهد و نشان می‌دهد که توازن بین سرمایه سیاسی و منافع مالیاتی، نقشی کلیدی در شکل‌دهی به رفتار مالی شرکت‌ها ایفا می‌کند.

واژه‌های کلیدی: تهاجم مالیاتی، استراتژی کسب و کار، ارتباطات سیاسی، فعالیت‌های نوآورانه.



استناد: حشمتی، مرتضی (۱۴۰۴). تأثیر ارتباطات سیاسی بر رابطه بین استراتژی تجاری و تهاجم مالیاتی. پژوهش‌های حسابداری و راهبری

شرکتی، ۴(۱۳)، ۶۱-۴۳.

^۱. گروه حسابداری، واحد اسکو، دانشگاه آزاد اسلامی، اسکو، ایران. m.heshmaty.az@iau.ac.ir

مقدمه

تحقیقات پیشین با به‌کارگیری داده‌های مربوط به شرکت‌های ایالات متحده، به‌صورت مجزا به بررسی ارتباط میان استراتژی کسب‌وکار و اجتناب مالیاتی (هیگینز و همکاران^۱، ۲۰۱۵) و نیز روابط سیاسی و تهاجم مالیاتی (کیم و ژانگ^۲، ۲۰۱۶) پرداخته‌اند. با این حال، مطالعات معدودی به تبیین تأثیر متقابل ارتباطات سیاسی و استراتژی تجاری بر میزان تهاجم مالیاتی، به‌ویژه در بستر اقتصادهای نوظهور، همت گمارده‌اند. این موضوع از اهمیت بالایی برخوردار است؛ چرا که ارتباطات سیاسی برای شرکت‌های مستقر در اقتصادهای نوظهور، در مقایسه با شرکت‌های فعال در اقتصادهای توسعه‌یافته، از ارزش بیشتری برخوردار است (کانیون و همکاران^۳، ۲۰۱۵). چنین ارتباطاتی می‌تواند با کمک به غلبه بر چالش‌های نهادی نظیر ضعف حمایت‌های نهادی، عدم توسعه‌یافتگی قوانین حمایت از سرمایه‌گذاران، مداخله‌ی گسترده‌ی دولت و نیز ضعف در اجرای قراردادهای و حقوق مالکیت، به رشد شرکت‌ها در این اقتصادها یاری رساند (لی و همکاران^۴، ۲۰۰۸). علاوه بر این، در بیشتر اقتصادهای نوظهور، دولت‌ها در نقش اصلی وصول‌کننده‌ی مالیات، تأمین‌کننده‌ی نهایی ارتباطات سیاسی نیز به‌شمار می‌روند. بر این اساس، منطقی به نظر می‌رسد که شرکت‌ها هنگام تدوین استراتژی تجاری و برنامه‌ریزی مالیاتی، جایگاه ارتباطات سیاسی را به‌درستی در نظر گیرند.

برای مثال، شرکت‌های نوآوری‌گرا (تهاجمی) مالیات‌های تهاجمی‌تری دارند، زیرا به دلیل منحصر به فرد بودن محصولات و خدماتشان، ریسک‌پذیرتر هستند (هیگینز و همکاران، ۲۰۱۵) و احتمالاً این ارتباط تحت تأثیر ارتباطات سیاسی در اقتصادهای نوظهور است. ناتون^۵ (۲۰۰۸) نشان داده‌اند که ارتباطات سیاسی به شرکت‌ها کمک می‌کند تا با دسترسی آسان‌تر به سرمایه، با هزینه سرمایه پایین و با انحصار بازار، به بازارهای بیشتری گسترش یابند (ناتون، ۲۰۰۸). بنابراین، ارتباطات سیاسی برای شرکت‌های تهاجمی در اقتصادهای نوظهور از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است، زیرا این شرکت‌ها به دلیل سیستم حقوقی و محیط نهادی توسعه نیافته، جهت دستیابی به محصولات نوآورانه و شهرت و اعتبار بالا به دولت‌ها وابستگی زیادی دارند. به عبارت دیگر، تهاجم مالیاتی ممکن است منجر به از دست دادن ارتباطات سیاسی و مزایای مرتبط با آن شود، زیرا استراتژی مالیاتی تهاجمی مورد علاقه دولت‌ها و طرفداران روابط سیاسی نیست (بردشو و همکاران^۶، ۲۰۱۹؛ فن و چن^۷، ۲۰۱۷؛ زنگ^۸، ۲۰۱۰). در نتیجه، می‌توان انتظار داشت که روابط سیاسی، ارتباط بین استراتژی تجاری و تهاجم مالیاتی را برای شرکت‌ها در اقتصادهای نوظهور تضعیف می‌کنند.

شرکت‌هایی که از لحاظ سیاسی مرتبط هستند، می‌توانند در زمینه مالیات، تهاجمی‌تر باشند، زیرا ممکن است از ریسک شناسایی کمتر، مقررات مالیاتی بهتر یا اطلاعات اجرایی و فشار کمتر بازار سرمایه برای شفافیت سود بهره ببرند (کیم و ژانگ، ۲۰۱۶). اگرچه ارتباط بین این دو، روشن است و به طور گسترده مورد بررسی قرار گرفته است، اما بررسی‌های تجربی موجود به نتایج ثابتی دست نیافته‌اند. اکثریت مطالعات دریافته‌اند که شرکت‌های دارای روابط سیاسی، نرخ‌های مالیاتی پایین‌تری دارند (مانند چن و همکاران^۹، ۲۰۱۷؛ مانیورا^{۱۰}، ۲۰۱۸؛ شنگ و همکاران^{۱۱}، ۲۰۱۹)، در حالی که سایر محققان چنین ارتباطی را نشان نمی‌دهند (به عنوان مثال، شی و همکاران^{۱۲}، ۲۰۱۲؛ بنتلی-گود و همکاران^{۱۳}، ۲۰۱۷). بسیاری از مطالعاتی که شرکت‌های آمریکایی را مورد بررسی قرار می‌دهند، نشان می‌دهند که شرکت‌های دارای روابط سیاسی، از بار مالیاتی کمتری برخوردار هستند

¹. Higgins et al

². Kim & Zhang

³. Conyon et al

⁴. Li et al

⁵. Naughton

⁶. Bradshaw et al

⁷. Fan & Chen

⁸. Zeng

⁹. Chen et al

¹⁰. Maniora

¹¹. Sheng et al

¹². Shi et al

¹³. Bentley-Goode

(کیم و ژانگ، ۲۰۱۶). برای اقتصادهای در حال توسعه، ادیکاری و همکاران^۱ (۲۰۰۶) و مین و همکاران^۲ (۲۰۲۱) شرکت های مالزیایی و ویتنامی را به ترتیب تجزیه و تحلیل کردند و اثر کاهش مالیات ناشی از ارتباطات سیاسی را تایید کردند. این پژوهش از سه منظر به گسترش ادبیات حوزه مالیات در ایران یاری می‌رساند. نخست آن که به شناسایی عوامل تعیین کننده رفتار مالیاتی متهورانه می‌پردازد. پژوهش‌های پیشین با استفاده از داده‌های شرکت‌های آمریکایی نشان داده‌اند که شرکت‌های با استراتژی تهاجمی، سطح بالاتری از اجتناب مالیاتی را نسبت به شرکت‌های با استراتژی تدافعی نشان می‌دهند (هیگینز و همکاران، ۲۰۱۵). همچنین، کیم و ژانگ (۲۰۱۶) دریافتند که شرکت‌های دارای روابط سیاسی گسترده، در مقایسه با شرکت‌های فاقد چنین روابطی، به سطوح بالاتری از تهاجم مالیاتی دست می‌زنند. مطالعه حاضر با تمرکز بر تعامل میان استراتژی تجاری و ارتباطات سیاسی و تأثیر آن بر تهاجم مالیاتی در بازار بورس اوراق بهادار تهران انجام شده است؛ بازاری که در آن، ارتباطات سیاسی در مقایسه با اقتصادهای توسعه یافته از اهمیت بیشتری برخوردار است. یافته‌ها حاکی از آن است که شرکت‌ها هزینه‌های بالقوه ناشی از اقدامات مالیاتی متهورانه را تشخیص داده و سیاست‌های مالیاتی خود را بر همان اساس تعدیل می‌کنند. دوم آن که، هرچند مزایای ارتباطات سیاسی به خوبی در ادبیات موجود مستند شده است (برای نمونه، بائو و همکاران^۳، ۲۰۱۶؛ بوباکری و همکاران^۴، ۲۰۱۲؛ کلاسنس و همکاران^۵، ۲۰۰۸؛ لی و همکاران، ۲۰۰۸)، اما هزینه‌های اینگونه ارتباطات تقریباً مورد غفلت واقع شده است. این مطالعه، بینشی نوین در خصوص هزینه‌های مالیاتی مرتبط با حفظ روابط سیاسی ارائه می‌دهد و نشان می‌دهد که شرکت‌ها به منظور حفظ این مزایا، ممکن است ناگزیر به پرداخت مالیات بیشتر باشند، حتی اگر این اقدام در نگاه اول به نفع سهامداران به نظر نرسد. سوم آن که، این پژوهش به گسترش ادبیات غنی حوزه استراتژی کسب‌وکار می‌افزاید و بر این نکته تأکید می‌ورزد که استراتژی تجاری باید به عنوان یکی از عوامل تعیین کننده و مؤثر بر تصمیم‌گیری‌های شرکت در نظر گرفته شود.

مبانی نظری و پیشینه

استراتژی کسب و کار، ویژگی‌های شرکت و تهاجم مالیاتی

چارچوب استراتژی مایلز و اسنو^۶ (۲۰۰۳) استراتژی‌های مختلف را بر اساس میزان استراتژی تهاجمی شرکت‌ها در نوآوری محصولات جدید و گسترش به بازارهای جدید، متمایز می‌کند و این چارچوب، استراتژی‌های کسب و کار را به عنوان یک استراتژی استراتژیک تعریف می‌کند. از یک سو، استراتژی تهاجمی به معنای توسعه فعال محصولات جدید و ورود به بازارهای جدید در نظر گرفته می‌شود. و از سوی دیگر، استراتژی تدافعی نشان دهنده حفظ محصولات و بازارهای فعلی است. بسیاری از مطالعات ادعا می‌کنند که استراتژی کسب و کار یک تصمیم اساسی برای یک شرکت است و ویژگی‌های مختلف یک شرکت را تعیین می‌کند مانند گزارشگری مالی شرکت‌ها، گزارش مالیاتی، حسابرسی داخلی و خارجی، انتخاب مدیر عامل، پاداش اجرایی، مسئولیت اجتماعی شرکت، تصمیمات سرمایه‌گذاری و معاملات داخلی (چن و کیونگ^۷، ۲۰۱۹) که در نهایت، ارزش شرکت را تحت تأثیر قرار می‌دهد (چو و تسانگ^۸، ۲۰۲۰).

به طور خاص، بنتلی-گود و همکاران (۲۰۱۳) بیان می‌کنند که آیا شرکت‌هایی که از استراتژی‌های تجاری مختلف پیروی می‌کنند، تفاوت‌هایی را در وقوع بی‌نظمی‌های گزارشگری مالی نشان می‌دهند یا خیر. آنها دریافتند که شرکت‌هایی با استراتژی تهاجمی، بیشتر از شرکت‌های تدافعی درگیر پرونده‌های قضایی، بی‌نظمی‌ها و بیان مجدد صورت‌های مالی هستند. آنها این یافته را به عدم قطعیت فعالیت‌های نوآورانه در شرکت‌های تهاجمی نسبت می‌دهند که سطح ریسک شرکت‌ها را افزایش می‌دهد.

¹. Adhikari et al

². Minh et al

³. Bao et al

⁴. Boubakri et al

⁵. Claessens et al

⁶. Miles & Snow

⁷. Chen & Keung

⁸. Cho & Tsang

ریسک‌پذیری شرکت‌های دارای استراتژی تهاجمی، توجه حساب‌رسان را به خود جلب می‌کند. چن و همکاران (۲۰۱۷) دریافتند شرکت‌هایی با استراتژی تهاجمی، با احتمال بیشتری دچار مشکلاتی در تدام فعالیت و آشفتگی مالی نسبت به شرکت‌های تدافعی می‌شوند. علاوه بر سطوح ریسک شرکت‌های تهاجمی، خوانایی گزارش‌های مالی این شرکت‌ها نیز ممکن است از سوی حساب‌رسان نگرانی‌ها عمده‌ای برای این شرکت‌ها بوجود آورد. لیم و همکاران^۱ (۲۰۱۸) دریافتند که خوانایی گزارش‌های مالی شرکت‌های تهاجمی به طور قابل توجهی کمتر از شرکت‌های تدافعی است. شرکت‌های تهاجمی نسبت به تدافعی، طیف وسیع‌تری از محصولات و فعالیت‌های بازار دارند و پیچیدگی خطوط تولید نیز، خوانایی پایین گزارشگری آنها را توجیه می‌کند. علاوه بر این، استراتژی تجاری نیز بر رفتارهای گزارشگری مالیاتی شرکت‌ها تأثیر می‌گذارد. هیگینز و همکاران (۲۰۱۵) بررسی می‌کند که چگونه استراتژی کسب و کار بر رفتارهای مالیاتی شرکت‌ها تأثیر می‌گذارد. آنها دریافتند که شرکت‌های تهاجمی در پس‌انداز مالیاتی تهاجمی‌تر هستند و مالیات کمتری نسبت به شرکت‌های تدافعی می‌پردازند. استدلال آنها برای یافته‌ها چهار دیدگاه را اتخاذ می‌کند. اولاً، شرکت‌های با استراتژی تهاجمی، فرصت‌های برنامه‌ریزی مالیاتی بیشتری نسبت به شرکت‌هایی با استراتژی‌های تجاری دیگر دارند. سرمایه‌گذاری در تحقیق و توسعه منجر به اعتبارات مالیاتی یا کمک هزینه‌های دولتی می‌شود و بازارهای جغرافیایی می‌توانند فرصت‌های تغییر درآمد جهانی را نیز ایجاد کنند. ثانیاً، محصولات و هزینه‌های شهرت کاوشگران احتمالاً کمتر از شرکت‌هایی است که استراتژی‌های تجاری دیگر دارند. محصولات شرکت تهاجمی منحصربه‌فردتر هستند و جایگزین‌های کمتری دارند. بنابراین، اگر فعالیت‌های تهاجمی مالیاتی در معرض عموم قرار گیرد، در مقایسه با سایر استراتژی‌های تجاری، کاوشگران نگرانی کمتری دارند. سوم، کاوشگران نسبت به سایر شرکت‌ها برای پذیرش ریسک و عدم قطعیت سازگاری بیشتری دارند. در نتیجه، جستجوگران برای مقابله با عدم قطعیت ناشی از برنامه ریزی مالیاتی تهاجمی مجهزتر هستند. چهارم، ساختار سازمانی غیرمتمرکز شرکت‌های تهاجمی هماهنگی بهتری بین ادارات مالیاتی و واحدهای تجاری دارد که منجر به برنامه‌ریزی مالیاتی بهتر می‌شود، زیرا ادارات مالیاتی مراکز سود محسوب می‌شوند.

ارتباطات مالیاتی و سیاسی

علاوه بر استراتژی تجاری، ارتباطات سیاسی نیز عامل مهمی در رفتارهای مالیاتی هستند. تئوری همسویی، نشان می‌دهد که سهامداران، اکثریت شرکت‌ها را در جهت بهترین منافع خود هدایت می‌کنند (فان و سونگ^۲، ۲۰۱۹). به عنوان مثال، مالکیت خانوادگی باعث می‌شود شرکت‌ها در پس‌انداز مالیاتی، تهاجم کمتری داشته باشند. فن و سونگ (۲۰۱۹) یک اثر همسویی گسترده را پیشنهاد می‌کنند که در آن شرکت‌ها ممکن است نه تنها تحت تأثیر مالکیت سهامداران، بلکه تحت تأثیر تأثیر قابل توجه سهامداران یا ذینفعان مانند دولت‌ها قرار بگیرند. دولت‌ها می‌توانند از طریق ارتباطات سیاسی بر رفتارهای مالیاتی شرکت‌ها تأثیر بگذارند (کیم و ژانگ، ۲۰۱۶).

ارتباطات سیاسی در اقتصاد نوظهور از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است، زیرا آنها ضعف‌های موجود در محیط نهادی را جبران می‌کنند (کانیان و همکاران، ۲۰۱۵؛ لی و ژانگ^۳، ۲۰۰۷). علاوه بر این، ارتباطات سیاسی منابع ویژه‌ای را برای شرکت‌ها به ارمغان می‌آورد، مانند گسترش به بازارهای بیشتر، دسترسی آسان‌تر به سرمایه، دسترسی آسان‌تر به وام‌های بانکی و هزینه کمتر سرمایه. شرکت‌ها برای حفظ چنین منابعی از طریق ارتباطات سیاسی با دولت‌ها تلاش می‌کنند. در نتیجه، آنها ممکن است داوطلبانه از برنامه‌ریزی مالیاتی دست بکشند و مقدار عادلانه‌ای مالیات بپردازند. شواهد تجربی وجود دارد که این پیش‌بینی را تأیید می‌کند (زنگ، ۲۰۱۰). به عنوان مثال، دنگ و همکاران^۴ (۲۰۲۰) دریافتند که شرکت‌های دولتی تحت کنترل دولت مرکزی، کمترین تمایل را برای سرمایه‌گذاری در بهشت‌های مالیاتی در مقایسه با سایر شرکت‌ها نشان می‌دهند، که نشان می‌دهد شرکت‌های دولتی مرکزی در برنامه‌ریزی مالیاتی، رویکرد تهاجمی کمتری دارند. شرکت‌های دولتی مرکزی توسط شرکت‌های

¹. Lim et al

². Fan & Song

³. Li & Zhang

⁴. Deng et al

دولتی تحت کنترل دولت‌های محلی، شرکت‌های خصوصی مرتبط با سیاسی و شرکت‌های خصوصی بدون ارتباطات سیاسی دنبال می‌شوند و این گروه‌ها تمایل فزاینده‌ای به سرمایه‌گذاری در بهشت‌های مالیاتی خارج از کشور دارند. نتایج نشان می‌دهد که امتیازات ارائه شده توسط ارتباطات سیاسی، اجتناب از مالیات بین‌المللی را کاهش می‌دهد.

در مقابل، کیم و ژانگ (۲۰۱۶) دریافتند که شرکت‌هایی که از نظر سیاسی مرتبط هستند، تهاجم مالیاتی بیشتری دارند، که می‌تواند با رفتارهای ریسک‌پذیر بیشتر ناشی از ارتباطات سیاسی توضیح داده شود. در همین راستا کاظمی سراسکانرود و شیرخدایی (۱۴۰۲) نشان داد که روابط سیاسی شرکت بر اجتناب مالیاتی آن تأثیر دارد و مسئولیت اجتماعی منابع انسانی در ارتباط بین روابط سیاسی شرکت و اجتناب مالیاتی نقش تعدیل‌گری را ایفا می‌کند. با توجه به مزایای فراوان ارتباطات سیاسی، از جمله مزایای مالیاتی فراوان (لین و همکاران^۱، ۲۰۱۸)، شرکت‌ها ممکن است انگیزه‌ای برای انجام پروژه‌های پرخطر داشته باشند، زیرا معتقدند با کمک دولت‌ها می‌توانند به فعالیت خود ادامه دهند. علاوه بر این، ارتباطات سیاسی به عنوان یک چتر محافظ عمل می‌کند، زیرا شرکت‌های دارای روابط سیاسی با احتمال کمتری دچار جریمه مالیاتی می‌شود که این رویکرد فعالیت‌های مخاطره‌آمیز را ترویج می‌کند. لین و همکاران (۲۰۱۸) رابطه منفی بین اثربخشی اجرای مالیات و ارتباطات سیاسی ایجاد می‌کنند. در این مطالعه، بررسی می‌شود که آیا ارتباطات سیاسی بر ارتباط بین استراتژی مالیاتی و تهاجم مالیاتی در ایران تأثیر می‌گذارد یا خیر. با وجود محیط نهادی توسعه نیافته در اقتصادهای نوظهور، انتظار می‌رود که شرکت‌های با استراتژی تهاجمی در این اقتصادها فرصت‌های بیشتری برای برنامه‌ریزی مالیاتی و تمایل قوی‌تری برای مشارکت در برنامه‌ریزی مالیاتی داشته باشند. بنابراین، انتظار می‌رود که مشابه نتایج هیگینز و همکاران (۲۰۱۵)، ارتباط مثبتی بین استراتژی تجاری تهاجمی و تهاجم مالیاتی وجود داشته باشد. در این مطالعه استدلال می‌شود که شرکت‌های تهاجمی در برنامه‌ریزی مالیاتی تهاجمی‌تر عمل می‌کنند، زیرا شرکت‌های تهاجمی فرصت‌های برنامه‌ریزی مالیاتی بیشتری دارند، هزینه‌های شهرت کمتری دارند، برای مقابله با ریسک و عدم قطعیت مجهزتر هستند و هماهنگی بهتری با واحدهای تجاری دارند. این ویژگی‌های شرکت‌های تهاجمی احتمالاً تحت تأثیر ارتباطات سیاسی قرار می‌گیرد.

به عنوان مثال، اگرچه شرکت‌های تهاجمی، فرصت‌های بیشتری برای پس‌انداز مالیات دارند، شاما این شرکت‌ها ممکن است بر این باور باشند که مزایای ارتباطات سیاسی از پس‌انداز مالیات بیشتر است و بنابراین داوطلبانه از فرصت‌های پس‌انداز مالیاتی چشم‌پوشی می‌کنند. شرکت‌ها همیشه یک انتخاب «عقلانی» برای به حداقل رساندن مالیات خود انجام نمی‌دهند، و پس‌انداز مالیاتی را با مزایای دیگر معاوضه می‌کنند (فرانک و همکاران^۲، ۲۰۰۹). علاوه بر این، هزینه‌های شهرت می‌تواند برای شرکت‌های تهاجمی با روابط سیاسی بالا اعمال شود، زیرا دولت‌ها و سیاستمداران، کمتر با شرکت‌هایی با تبلیغات نامطلوب مانند برنامه‌ریزی تهاجمی مالیاتی درگیر می‌شوند. علاوه بر این، مطالعات موجود نشان می‌دهد که ارتباطات سیاسی می‌تواند نگرش ریسک‌پذیری شرکت‌ها را افزایش دهد (بویکری و همکاران، ۲۰۱۳؛ اوپر و همکاران^۳، ۲۰۱۷). این به این دلیل است که ارتباطات سیاسی می‌تواند به شرکت‌ها کمک کند تا از راحت‌تر از شرایط مالی آشفته خارج شوند (مثلاً اختصاص یارانه‌های دولتی بیشتر، قراردادهای دولتی بیشتر)، که رفتارهای ریسک‌پذیر را تشویق می‌کند.

علاوه بر اثرات بر ویژگی‌های شرکت که مربوط به پژوهش هیگینز و همکاران (۲۰۱۵) است، ارتباطات سیاسی می‌تواند مزایایی را ارائه دهد که در اقتصادهای نوظهور، ارزشمندتر هستند زیرا می‌توانند بر سیستم حقوقی توسعه نیافته، حمایت نهادی و اجرای قانون، غلبه کنند. برای مثال، با تمرکز بر نوآوری تحقیق و توسعه، شرکت‌های تهاجمی به دولت‌ها متکی هستند تا به طور قانونی حفاظت از دارایی‌های معنوی خود را به رسمیت بشناسند و به اجرا بگذارند. مسلماً به رسمیت شناختن و اجرا در اقتصادهای نوظهور ضعیف‌تر است و همین امر ارتباطات سیاسی را برای شرکت‌های تهاجمی مهم‌تر می‌کند. علاوه بر این، ارتباطات سیاسی برای شرکت‌های تهاجمی هنگام ورود به بازارهای جدید نیز ارزشمند است، زیرا ارتباطات سیاسی می‌تواند به غلبه بر موانع و موانع غیرقابل پیش‌بینی که به شیوه‌های تجاری معمول مربوط نمی‌شوند، کمک کند.

¹. Lin et al

². Frank et al

³. Oppen et al

لی و همکاران (۲۰۲۵) تأثیر شیوه‌های استراتژیک شرکت‌ها بر رفتار مالیاتی پس از دوران بحران کرونا را بررسی کردند. یافته‌ها حاکی از آن است که شرکت‌های دارای استراتژی نوآورانه و تمرکز بر دیجیتالی‌سازی، گرایش بیشتری به طراحی ساختارهای پیچیده مالیاتی دارند. با این حال، این شرکت‌ها در صورت برخورداری از مسئولیت‌پذیری اجتماعی بالا و گزارش‌دهی شفاف، کمتر در معرض انتقاد عمومی قرار می‌گیرند و رفتار مالیاتی آن‌ها منطقی‌تر به نظر می‌رسد. این پژوهش بر اهمیت هم‌افزایی بین نوآوری، مسئولیت‌پذیری اجتماعی و سیاست‌های مالیاتی تأکید دارد.

کیم و لی^۱ (۲۰۲۴) به بررسی تأثیر سرمایه سیاسی بر تهاجم مالیاتی شرکت‌ها در کشورهای در حال توسعه پرداختند. آن‌ها با استفاده از داده‌های ۷ کشور آسیایی نشان دادند که شرکت‌های دارای ارتباطات سیاسی، به دلیل نظارت عمومی بیشتر و احتمال حساسیت رسانه‌ای، کمتر در فعالیتهای پرریسک مالیاتی مشارکت می‌کنند. یافته‌های تحقیق نشان داد که در محیط‌های با ضعف حاکمیت شرکتی، سرمایه سیاسی می‌تواند به‌جای تقویت رفتار فرصت‌طلبانه، نقش کنترلی ایفا کند. این مطالعه بر اهمیت نهادهای نظارتی مستقل و مطبوعات آزاد در جهت‌دهی به اثر ارتباطات سیاسی تأکید دارد.

ژائو و همکاران^۲ (۲۰۲۳) به بررسی اثر استراتژی‌های نوآورانه بر تهاجم مالیاتی در شرکت‌های صنعتی چین پرداختند. یافته‌ها نشان داد که شرکت‌های با جهت‌گیری نوآورانه، به‌ویژه آن‌هایی که سرمایه‌گذاری بالایی در تحقیق و توسعه دارند، از ساختارهای پیچیده مالی برای کاهش بار مالیاتی استفاده می‌کنند. این مطالعه اشاره دارد که نوآوری، به‌رغم فواید اقتصادی، ممکن است انگیزه اجتناب مالیاتی را افزایش دهد، مگر اینکه با شفافیت اطلاعاتی و کنترل‌های نهادی مؤثر همراه باشد.

سعیدی و همکاران^۳ (۲۰۲۳) تأثیر ارتباطات سیاسی بر رابطه بین حاکمیت شرکتی و اجتناب مالیاتی در بازار سرمایه ایران را بررسی کردند. یافته‌های آن‌ها نشان داد که در شرکت‌هایی با حاکمیت شرکتی ضعیف، ارتباطات سیاسی می‌تواند منجر به افزایش تهاجم مالیاتی شود، اما در شرکت‌هایی با ساختار کنترلی قوی‌تر، این ارتباط معکوس است. این مطالعه نشان داد که سرمایه سیاسی به‌تنهایی نه مثبت است و نه منفی، بلکه نقش آن وابسته به بستر نهادی و ساختار راهبری شرکت است.

هان و همکاران^۴ (۲۰۲۲) رابطه بین نوع استراتژی تجاری (نوآورانه یا تدافعی) و میزان اجتناب مالیاتی را بررسی کردند. نتایج نشان داد که شرکت‌های با استراتژی نوآورانه، به‌ویژه در صنایع با رقابت بالا، تمایل بیشتری به استفاده از ابزارهای کاهش مالیات دارند. با این حال، در شرکت‌هایی که سهام‌داران نهادی نقش پررنگ‌تری داشتند، این رفتارها کنترل شده بود. این مطالعه تأکید می‌کند که نقش نظارتی سرمایه‌گذاران نهادی می‌تواند مانعی برای بهره‌برداری افراطی از فرصت‌های مالیاتی در شرکت‌های نوآور باشد.

چن و لین^۵ (۲۰۲۱) رابطه بین ارتباطات سیاسی و سطح اجتناب مالیاتی در شرکت‌های دولتی و خصوصی را بررسی کردند. نتایج تحقیق که بر اساس داده‌های ۵ کشور آسیایی طی دوره ۲۰۱۰ تا ۲۰۱۹ استخراج شده، نشان داد شرکت‌هایی که اعضای هیئت‌مدیره یا مدیران آن‌ها سوابق سیاسی دارند، از معافیت‌ها و فرصت‌های قانونی بیشتری برای کاهش بار مالیاتی بهره‌مند می‌شوند. با این حال، در بلندمدت، این شرکت‌ها به دلیل نظارت نهادی و فشار افکار عمومی، رویکرد محتاط‌تری در تهاجم مالیاتی اتخاذ می‌کنند. این مطالعه تأکید می‌کند که سرمایه سیاسی یک شمشیر دولبه است که بسته به ساختارهای نهادی، می‌تواند هم فرصت‌ساز و هم محدودکننده باشد.

یادگاری و هاشم‌زاده (۱۴۰۲) تأثیر مدیریت سود بر اجتناب مالیاتی با در نظر گرفتن نقش ارتباطات سیاسی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران را بررسی کردند. همچنین تلاش شد تا نقش میانجی ارتباطات سیاسی در تأثیرگذاری مدیریت سود بر اجتناب مالیاتی مورد بررسی قرار گیرد. یافته‌ها نشان داد که شرکت‌هایی با مدیریت سود فعال، سطح بالاتری از اجتناب مالیاتی دارند؛ اما در حضور ارتباطات سیاسی قوی، این رابطه تضعیف می‌شود. شواهد حاکی از آن بود که ارتباطات سیاسی

¹. Kim & Lee

². Zhao et al

³. Saeedi et al

⁴. Han et al

⁵. Chen & Lin

تأثیر ارتباطات سیاسی بر رابطه بین استراتژی تجاری و تهاجم مالیاتی می‌تواند اثر مدیریت سود را بر اجتناب مالیاتی محدود کند و به‌عنوان ابزار کنترلی در فضای اقتصادی و نظارتی ایران ایفای نقش نماید.

مرفوع و همکاران (۱۳۹۸) رابطه بین استراتژی کسب‌وکار و اجتناب مالیاتی با تأکید بر نقش تعدیلی تخصص مالی اعضای کمیته حسابرسی و نقش استراتژی کسب‌وکار شرکت‌ها در رفتارهای مالیاتی بررسی شد. نتایج نشان داد شرکت‌هایی با استراتژی نوآورانه، گرایش بیشتری به اجتناب مالیاتی دارند؛ با این حال، حضور اعضای متخصص مالی در کمیته حسابرسی می‌تواند این تمایل را مهار کند. این پژوهش تأکید می‌کند که ساختار حاکمیت شرکتی می‌تواند اثر استراتژی کسب‌وکار بر اجتناب مالیاتی را تعدیل کند.

کازمی سراسکانرود و شیرخدایی (۱۴۰۲) تأثیر روابط سیاسی بر اجتناب مالیاتی شرکت‌های کوچک و متوسط پذیرفته‌شده را در بورس اوراق بهادار تهران بررسی قرار دادند یافته‌های تحقیق نشان داد که وجود روابط سیاسی می‌تواند به صورت معناداری میزان اجتناب مالیاتی را در این شرکت‌ها کاهش دهد؛ به‌ویژه زمانی که مسئولیت اجتماعی منابع انسانی به عنوان یک عامل تعدیل‌کننده حضور داشته باشد. آنها نشان دادند که در شرایطی که روابط سیاسی و مسئولیت اجتماعی منابع انسانی توأمان حضور دارند، شرکت‌ها از نگرش محتاطانه‌تر و سیاست‌های مالیاتی منطقی‌تری برخوردار خواهند بود.

کازمی علوم و همکاران (۱۴۰۴) به بررسی تأثیر کیفیت اطلاعات حسابداری بر اجتناب مالیاتی مبتنی بر روابط سیاسی پرداخته‌اند. نتایج بررسی نشان می‌دهد که با افزایش میزان ارتباطات سیاسی، میزان اجتناب مالیاتی نیز افزایش می‌یابد. همچنین نتایج حاکی از آن است که کیفیت اطلاعات حسابداری تأثیر تعدیلی معناداری در رابطه بین ارتباطات سیاسی و اجتناب مالیاتی دارد. بر اساس یافته‌های پژوهش کیفیت اطلاعات حسابداری یک ابزار مؤثر در کنترل فعالیت‌های اجتناب مالیاتی است و رابطه بین ارتباطات سیاسی و اجتناب مالیاتی را تضعیف می‌نماید.

به طور خلاصه، استدلال می‌شود که ارتباطات سیاسی باید تأثیر قابل توجهی بر ارتباط بین استراتژی تجاری و تهاجم مالیاتی داشته باشد. ارتباطات سیاسی شرکت‌های تهاجمی می‌تواند انگیزه‌های آنها را برای تهاجم مالیاتی کاهش دهد، زیرا مزایای ارتباطات سیاسی بر هزینه‌های مالیات‌های بالاتر، بیشتر است. از طرف دیگر، ارتباطات سیاسی می‌تواند شرکت‌های تهاجمی را ریسک‌پذیرتر کند و در نتیجه تهاجم مالیاتی بیشتری داشته باشد. بنابراین، بررسی اینکه چگونه ارتباطات سیاسی بر رابطه بین استراتژی تجاری و تهاجم مالیاتی در اقتصاد نوظهوری مانند ایران تأثیر می‌گذارد، اساساً یک سؤال تجربی است. بر اساس بحث بالا، فرضیه زیر پیشنهاد می‌شود:

فرضیه اول: بین استراتژی تجاری شرکت و تهاجم مالیاتی ارتباط وجود دارد.

فرضیه دوم: ارتباطات سیاسی ارتباط بین استراتژی تجاری و تهاجم مالیاتی را تعدیل می‌کند.

روش پژوهش

جامعه آماری پژوهش، شامل تمام شرکت‌های پذیرفته در در بورس اوراق بهادار تهران هستند. به دلیل ناهمگونی جامعه آماری شرایط زیر برای تعیین نمونه آماری در نظر گرفته می‌شود:

۱. شرکت‌های سرمایه‌گذاری، هلدینگ‌ها، بانک‌ها و موسسات تامین اعتبار از نمونه جامعه آماری حذف شدند.
 ۲. شرکت‌هایی که در بازه زمانی پژوهش از لیست شرکت‌های بورسی خارج شده‌اند، حذف شدند.
 ۳. شرکت‌هایی که وقفه معاملاتی بیش از شش ماه دارند حذف شدند.
 ۴. شرکت‌هایی که بخش عمده‌ای از داده‌های مربوط به ارتباطات سیاسی را گزارش نکرده‌اند.
- با توجه به محدودیت‌های مطرح شده، تعداد ۱۲۰ شرکت برای دوره زمانی ۱۳۹۵ لغایت ۱۴۰۲ انتخاب گردید. برای آزمون فرضیه اول و دوم از روابط ۱ و ۲ استفاده می‌شود:

$$TaxAgg_{i,t} = \alpha + \beta_1 BS_{i,t} + \beta_2 ROA_{i,t} + \beta_3 SIZE_{i,t} + \beta_4 MBV_{i,t} + \beta_5 LEV_{i,t} + \beta_5 CFO_{i,t} + \beta_5 SG_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad \text{رابطه (۱)}$$

(رابطه ۲)

$$TaxAgg_{i,t} = \alpha + \beta_1 BS_{i,t} + \beta_2 PC_{i,t} + \beta_3 BS \times PC_{i,t} + \beta_4 ROA_{i,t} + \beta_5 SIZE_{i,t} + \beta_6 MBV_{i,t} + \beta_7 LEV_{i,t} + \beta_8 CFO_{i,t} + \beta_9 SG_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

که در آن:

$TaxAgg_{i,t}$: تهاجم مالیاتی؛ $BS_{i,t}$: استراتژی تجاری؛ $ROA_{i,t}$: بازده دارایی؛ $BS_{i,t}$: استراتژی کسب و کار؛ $SIZE_{i,t}$: اندازه شرکت؛ $LEV_{i,t}$: اهرم مالی؛ $CFO_{i,t}$: جریان‌های نقد عملیاتی؛ $SG_{i,t}$: رشد شرکت.

متغیرهای پژوهش

متغیر مستقل: استراتژی تجاری

تحقیقات مختلف از الگوی مایل و اسنو برای اندازه‌گیری استراتژی‌های تجاری شرکت‌ها استفاده می‌کنند (بتلی-گود و همکاران، ۲۰۱۳؛ چن و همکاران، ۲۰۱۷؛ هیگینز و همکاران، ۲۰۱۵؛ لیم و همکاران، ۲۰۱۸). در مرحله اول، شش متغیر محاسبه می‌شوند تا شش بعد از عملیات تجاری یک شرکت نشان داده شوند و هر بعد شامل عناصر خاصی از استراتژی‌های تجاری یک شرکت است. شش متغیر عبارتند از (۱) مخارج تحقیق و توسعه به عنوان درصدی از کل فروش. (۲) نسبت تعداد کارمندان به کل فروش. (۳) رشد یک ساله کل فروش (تفاوت بین فروش سال جاری و فروش سال گذشته تقسیم بر فروش سال گذشته). (۴) هزینه‌های بازاریابی به عنوان درصدی از کل فروش. (۵) انحراف استاندارد تعداد کارکنان در پنج سال گذشته و (۶) خالص دارایی‌ها، ماشین‌آلات و تجهیزات به عنوان درصدی از کل دارایی‌ها.

در مرحله دوم، میانگین چرخشی هر متغیر فوق در پنج سال گذشته محاسبه می‌شود. سپس، میانگین چرخشی هر یک از شش متغیر با تشکیل پنجه‌ها در هر صنعت در هر سال رتبه‌بندی می‌شوند. در هر سال-صنعت، مشاهدات در چندک بالا امتیاز ۵، مشاهدات در چندک بعدی امتیاز ۴ و غیره دریافت می‌کنند، در حالی که مشاهدات در چندک پایین امتیاز ۱ را دریافت می‌کنند. سپس، این مقادیر محاسبه می‌شوند. امتیاز استراتژی با جمع‌بندی نمرات رتبه‌بندی شش متغیر برای هر مشاهده شرکت-سال بدست می‌آید. هرچه امتیاز استراتژی بالاتر باشد، شرکت در اتخاذ استراتژی متهورانه، تهاجمی‌تر عمل می‌کند. در مرحله آخر، شرکت‌های تهاجمی به عنوان مشاهدات سال-شرکت با امتیاز استراتژی ۲۴ یا بالاتر تعریف می‌شوند (بالاترین امتیاز ممکن ۳۰ است). شرکت‌های تدافعی به عنوان مشاهدات سال-شرکت با امتیاز استراتژی ۱۲ یا کمتر تعریف می‌شوند (کمترین امتیاز ممکن ۶ است). مشاهدات سال شرکت با امتیاز استراتژی بین ۱۳ تا ۲۳ به عنوان استراتژی تحلیل‌گر در نظر گرفته می‌شوند.

متغیر وابسته: تهاجم مالیاتی

نرخ مؤثر مالیاتی نقدی برای هر مقدار از درآمد گزارش شده را اندازه‌گیری می‌کند و میزان تهاجمی بودن برنامه‌ریزی مالیاتی شرکت را نشان می‌دهد. ادبیات قبلی نرخ مؤثر مالیاتی نقدی را به عنوان نسبت مالیات بر درآمد شرکت‌ها بر درآمد قبل از مالیات محاسبه می‌کرد. با این وجود، شرکت‌های ایرانی به صراحت مالیات بر درآمد پرداخت شده خود را افشا نمی‌کنند، در عوض، آنها کل مالیات‌ها و هزینه‌های پرداخت شده به دولت‌ها را افشا می‌کنند. نرخ مؤثر مالیاتی دفتری نشان‌دهنده نرخ مؤثر مالیات دفتری است و برابر با هزینه مالیات شرکت t در سال t تقسیم بر سود قبل از مالیات شرکت t در سال t است. نرخ مؤثر مالیاتی دفتری معیاری است که برای بار مالیاتی شرکت استفاده می‌شود، این نوع نرخ مؤثر مالیات فعالیت‌هایی را که به‌طور مستقیم از طریق هزینه مالیات بر سود خالص اثر می‌گذارد، در بر می‌گیرد. بنابراین، سیاست‌های مالیاتی که پرداخت‌های مالیات را به تعویق بیندازد، نخواهد توانست نرخ مؤثر مالیاتی دفتری را تغییر دهد.

استفاده از یک نرخ سالانه برای آزمون رفتار اجتناب مالیاتی شرکت، می‌تواند استنباط غلطی از رفتار بلندمدت شرکت‌ها به‌دنبال داشته باشد. از این رو از معیار نرخ مؤثر مالیاتی بلندمدت استفاده می‌شود که برابر با جمع کل مالیات پرداخت‌شده در دوره جاری و ۴ دوره قبل تقسیم بر جمع کل سود قبل از مالیات دوره جاری و ۴ دوره قبل است. مزیت اصلی این معیار نسبت به نرخ مؤثر مالیاتی سالیانه، ماهیت بلندمدت محاسباتی آن است که از بی‌ثباتی سال به سال در نرخ‌های مؤثر مالیاتی جلوگیری می‌کند و ارتباط بهتری بین مالیات‌های پرداخت‌شده و سودهای مشمول مالیات برقرار می‌کند.

متغیر تعدیل‌گر: ارتباطات سیاسی

در این پژوهش، شرکت‌های دارای ارتباطات سیاسی از طریق الگوی تصمیم‌گیری چند معیاره به روش تاپسیس و وزندهی به روش آنترویی تعیین شدند. برای تفکیک شرکت‌های سیاسی و غیرسیاسی، از متغیرهای هزینه‌های سیاسی (فاسیو^۱، ۲۰۰۶) به شرح زیر استفاده شده است:

ارزش بازار سهام: هرچه ارزش بازار سهام بیشتر باشد، ارتباط شرکت با سازمان بورس اوراق بهادار که زیر مجموعه وزارت امور اقتصادی و دارایی است، بیشتر خواهد بود. افزایش قیمت بازار ناشی از تحولات اقتصادی در بورس اوراق بهادار تهران است. معمولاً شرکت‌های دولتی بیشتر تحت تاثیر قرار می‌گیرند. بنابراین مدیران دولتی از طریق تصمیم‌گیری‌های خود می‌تواند تاثیر بیشتری بر فرایندهای شرکت داشته باشند.

ارزش دفتری دارایی‌ها: هرچه ارزش دفتری دارایی‌ها بیشتر باشد، ارتباط شرکت با وزارت امور اقتصادی و دارایی بیشتر خواهد بود. شرکت‌هایی که دارای ارزش دفتری بالایی در بخش دارایی‌ها هستند، از طریق بکارگیری بیشتر، در قالب سود مالیات به وزارت امور اقتصاد پرداخت می‌کنند. شرکت‌هایی که دارای مدیران دولتی هستند ممکن است یک نوع مصالحه برای پرداخت کم مالیات برقرار نمایند.

مالیات بر درآمد: هرچه مالیات بر درآمد بیشتر باشد، ارتباط شرکت با وزارت امور اقتصادی و دارایی بیشتر خواهد بود.

تعداد کارکنان: هرچه تعداد کارکنان بیشتر باشد، ارتباط شرکت با وزارت کار و امور اجتماعی بیشتر خواهد بود. افزایش بیشتر تعداد کارکنان به معنی پرداخت بیشتر حقوق و دستمزد است. همچنین افزایش تعداد کارکنان نشان از تعهد شرکت به وزارت کار و امور اجتماعی است. زمانی که تعداد کارکنان افزایش یابد، برای حفظ منافع کارکنان نیاز به ایجاد شورای کارگری است، همه این موارد منجر به ارتباط بیشتر با وزارت کار است.

جمع فروش صادراتی: هرچه جمع فروش صادراتی بیشتر باشد، ارتباط شرکت با وزارت بازرگانی بیشتر خواهد بود. افزایش صادرات به معنای ورود ارز به داخل شرکت است، بنابراین شرکت‌ها باید از طریق وزارت بازرگانی مجوز لازم را برای صادرات کالا اخذ کنند.

بیمه پرداختی: هرچه بیمه سهم کارفرما و بیکاری بیشتر باشد، ارتباط شرکت با وزارت کار و رفاه بیشتر خواهد بود. زمانی که قرارداد کارکنان تمام می‌شود جهت دریافت بیمه بیکاری به وزارت کار مراجعه می‌کنند، پرداخت بیمه بیکاری مستلزم ارتباط بیشتر با وزارت کار و تامین اجتماعی است. رتبه بالاتر شرکت‌ها از مجموعه عوامل فوق، بیانگر ارتباطات گسترده‌تر و سیاسی بودن شرکت‌ها است. ماتریس تصمیم برای تفکیک شرکت‌های سیاسی و غیرسیاسی در روش تاپسیس در نگاره ۱ نشان داده می‌شود.

نگاره ۱. ماتریس تصمیم برای تفکیک شرکت‌های سیاسی و غیرسیاسی

شرکت‌ها در هر سال	متغیرهای تفکیک شرکت‌ها					
	ارزش بازار سهام	ارزش دفتری دارایی‌ها	مالیات بر درآمد	تعداد کارکنان	جمع فروش صادراتی	بیمه پرداختی
X_1	X_{11}	X_{12}	...	...	...	X_{1m}
X_2	X_{21}	X_{22}	...	...	...	X_{2m}
$\vdots$	$\vdots$	$\vdots$	$\vdots$	$\vdots$	$\vdots$	$\vdots$
X_n	X_{n1}	X_{n2}	...	...	...	X_{nm}

اساس این روش بر این مفهوم استوار است که گزینه انتخابی باید کمترین فاصله را با راه حل ایده آل مثبت (شاخص سود) و بیشترین فاصله را با ایده آل منفی (شاخص هزینه) داشته باشد. در این ماتریس، شاخصی که دارای مطلوبیت یکنواخت افزایشی (جنبه مثبت) است، شاخص سود نامیده می‌شود و شاخصی که مطلوبیت یکنواخت کاهشی (جنبه منفی) دارد، شاخص هزینه است.

^۱. Faccio

در این پژوهش، شاخص‌های تفکیک شرکت‌های دارای تعاملات سیاسی گسترده با دولت، از مطلوبیت یکنواخت افزایشی (جنبه مثبت) برخوردارند، بنابراین شاخص سود به حساب می‌آیند.

همچنین، از آنجاکه شاخص‌ها برای تصمیم‌گیرنده اهمیت یکسانی ندارند، نخست وزن شاخص‌ها بر اساس روش آنتروپی شانون تعیین شد و پس از آن به الگوریتم تاپسیس وارد شده و شرکت‌های نمونه از این طریق رتبه‌بندی شدند (بادآور نهندی و تقی‌زاده خانقاه، ۱۳۹۷).

برای محاسبه اوزان شاخص‌ها ابتدا ماتریس تصمیم‌گیری مطابق نگاره ۱ تشکیل می‌شود. در این نگاره $X_{i,j}$ ارزش شاخص‌ها متناسب با هر گزینه است. برای انجام فرایند تکنیک آنتروپی ابتدا $P_{i,j}$ متناسب با رابطه ۳ محاسبه می‌شود:

$$P_{i,j} = \frac{X_{i,j}}{\sum_{i=1}^m X_{i,j}} ; \forall_{i,j} \quad \text{رابطه ۳}$$

مرحله دوم محاسبه شاخص عدم اطمینان است. برای این منظور ابتدا ارزشی به نام E_j به صورت رابطه ۴ محاسبه و سپس عدم اطمینان و یا درجه انحراف d_i که بیان می‌کند شاخص مربوطه چه میزان اطلاعات مفید برای تصمیم‌گیری در اختیار تصمیم‌گیرنده قرار می‌دهد، محاسبه می‌شود. این عدم اطمینان مطابق رابطه ۴ محاسبه می‌گردد:

$$E_j = -k \sum_{i=1}^m (P_{i,j} \times \ln P_{i,j}) ; \forall_{i,j}, k ; k = \frac{1}{\ln m} \quad \text{رابطه ۴}$$

$$d_j = 1 - E_j ; \forall_j \quad \text{رابطه ۵}$$

در نهایت وزن شاخص‌ها مطابق رابطه ۶ محاسبه می‌شود:

$$W_j = \frac{d_j}{\sum_{j=1}^n d_j} \quad \text{رابطه ۶}$$

در صورتی که تصمیم‌گیرنده از قبل وزن خاصی λ_j را برای شاخص در نظر گرفته باشد وزن جدید W'_j به صورت رابطه ۷ محاسبه می‌شود:

$$W'_j = \frac{\lambda_j W_j}{\sum_{j=1}^n \lambda_j W_j} \quad \text{رابطه ۷}$$

برای رتبه‌بندی به روش تاپسیس در گام اول ماتریس تصمیم نرمال شده محاسبه می‌شود، در گام دوم، ماتریس تصمیم نرمال موزون محاسبه می‌گردد، در گام سوم، راه حل ایده‌آل مثبت و راه حل ایده‌آل منفی تعیین می‌شود، گام چهارم، بدست آوردن میزان فاصله هر گزینه تا ایده‌آل‌های مثبت و منفی است. گام پنجم، تعیین نزدیکی نسبی گزینه به راه حل ایده‌آل می‌باشد و در نهایت گام ششم رتبه‌بندی گزینه‌ها است.

در این پژوهش مطابق نگاره ۱، شاخص‌های تفکیک شرکت‌های دارای تعاملات سیاسی گسترده با دولت، از مطلوبیت یکنواخت افزایشی (جنبه مثبت) برخوردارند، بنابراین شاخص سود به حساب می‌آیند. همچنین، از آنجاکه شاخص‌ها برای تصمیم‌گیرنده اهمیت یکسانی ندارند، نخست وزن شاخص‌ها بر اساس روش آنتروپی شانون تعیین شد و پس از آن به الگوریتم تاپسیس وارد شدند. بعد از اینکه شرکت‌های نمونه از طریق الگوی تصمیم‌گیری چند معیاره به روش تاپسیس و وزن‌دهی به روش آنتروپی اندازه‌گیری و رتبه‌بندی شدند، در سه دسته جای گرفتند. دسته‌ای که از رتبه بالاتری برخوردار بود، شرکت‌های دارای ارتباطات گسترده سیاسی نام گرفت و دسته‌ای که کمترین رتبه را داشت، شرکت‌های دارای ارتباطات محدود سیاسی شناسایی شد. در این پژوهش تنها شرکت‌های با ارتباطات سیاسی گسترده مورد بررسی قرار می‌گیرد (رضازاده و محمدی، ۱۳۹۸).

متغیرهای کنترلی

برای انتخاب متغیرهای کنترلی مطابق پژوهش هیگینز و همکاران (۲۰۱۵) از متغیرهای کنترلی زیر استفاده می‌شود:

ROA (بازده دارایی): این شاخص از تقسیم سود عملیاتی بر کل دارایی‌ها بوجود می‌آید.

SIZE (اندازه شرکت): این شاخص از طریق لگاریتم طبیعی کل دارایی‌ها محاسبه می‌شود.

SG (رشد فروش): این شاخص از طریق تقسیم حاصل تفاوت فروش سال جاری و سال قبل بر فروش سال قبل بدست

می‌آید.

LEV (اهرم مالی): این شاخص از طریق تقسیم کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها بدست می‌آید.

MBV (فرصت‌های رشد): از تقسیم ارزش بازار حقوق صاحبان سهام به ارزش دفتری آن محاسبه می‌شود.

CFO (جریان‌های نقد عملیاتی): از تقسیم جریان‌های نقد عملیاتی به کل دارایی‌ها محاسبه می‌شود.

یافته‌ها

نگاره ۲ آمار توصیفی متغیرهای کلیدی پژوهش را نشان می‌دهد. آمار توصیفی به همراه آزمون‌های مربوطه بر اساس استراتژی‌شان به سه دسته تقسیم می‌شوند: شرکت‌های با استراتژی تهاجمی، تدافعی و تحلیل‌گر. سپس تعداد مشاهدات و میانگین برای هر نوع شرکت ارائه می‌شود و در ادامه دو آزمون برای مقایسه میانگین زیرگروه‌ها انجام می‌شود. ابتدا بررسی می‌شود که آیا متغیرها بین دو گروه شرکت‌های با استراتژی تهاجمی و تدافعی تفاوت قابل توجهی دارند یا خیر. سپس برابری میانگین‌ها در سه گروه آزمون می‌شود. دو مجموعه از سطوح معنی‌داری از آزمون‌های t ارائه شده است. میانگین نرخ موثر مالیاتی نقدی در زیر گروه شرکت‌های با استراتژی تهاجمی برابر ۲۲/۱٪ است که کمتر از میانگین نرخ موثر مالیاتی نقدی در زیر گروه شرکت‌های با استراتژی تدافعی یعنی ۲۶/۷٪ است. این دو میانگین در سطح ۱ درصد، تفاوت معنی‌داری دارند. شرکت‌های با استراتژی تهاجمی به طور قابل توجهی از نظر اندازه بزرگتر و سودآورتر هستند، و از نظر اهرم مالی بالاتر، فرصت‌های رشد بیشتر و جریان‌های نقدی بیشتر از شرکت‌های با استراتژی تدافعی هستند. این نتایج به طور کلی با چارچوب مایلز و اسنو (۲۰۰۳) سازگار است. به عنوان مثال، انتظار می‌رود که شرکت‌های با استراتژی تهاجمی، رشد فروش بیشتری داشته باشند که منجر به درصد بالاتری از درآمد فروش برای این شرکت‌ها می‌شود. تفاوت قابل توجهی در درصد شرکت‌های دارای روابط سیاسی بین شرکت‌های با استراتژی تهاجمی و تدافعی وجود ندارد، صرف نظر از اینکه چگونه ارتباطات سیاسی اندازه‌گیری می‌شوند. میانگین نرخ موثر مالیاتی نقدی در زیرگروه شرکت‌های با استراتژی تحلیل‌گر ۲۶/۹ درصد است، بالاتر از نرخ موثر مالیاتی نقدی برای شرکت‌های با استراتژی تهاجمی و تدافعی. میانگین نرخ موثر مالیاتی نقدی در سه گروه در سطح ۱ درصد به طور قابل توجهی متفاوت هستند. علاوه بر این، این سه گروه از نظر اندازه، بازده دارایی، اهرم مالی، جریان‌های نقدی و رشد فروش به طور قابل توجهی متفاوت هستند که با حدس مایلز و اسنو که استراتژی‌های مختلف منجر به ویژگی‌های شرکت متفاوت می‌شوند، سازگار است.

نگاره ۲. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

نام متغیر	شرکت‌های تهاجمی		شرکت‌های تدافعی		شرکت‌های تحلیل‌گر	
	مشاهدات	میانگین	مشاهدات	میانگین	مشاهدات	میانگین
ارتباطات سیاسی	۱۲۰	۰/۰۸۵	۱۸۵	۰/۰۳۵	۶۵۵	۰/۰۶۵
نرخ موثر مالیاتی نقدی	۱۲۰	۰/۲۲۱	۱۸۵	۰/۲۶۷	۶۵۵	۰/۲۶۹
اندازه شرکت	۱۲۰	۱۳/۵۸	۱۸۵	۱۱/۹۰	۶۵۵	۱۲/۵۶
اهرم مالی	۱۲۰	۰/۶۱۴	۱۸۵	۰/۴۵۳	۶۵۵	۰/۵۴۲
بازده دارایی	۱۲۰	۰/۱۷۳	۱۸۵	۰/۰۹۵	۶۵۵	۰/۰۹۲
رشد فروش	۱۲۰	۰/۳۷۰	۱۸۵	۰/۱۷۶	۶۵۵	۰/۱۶۳
فرصت‌های رشد	۱۲۰	۲/۶۵۸	۱۸۵	۱/۵۶۷	۶۵۵	۱/۷۵۷
جریان‌های نقدی	۱۲۰	۰/۵۴۸	۱۸۵	۰/۲۱۶	۶۵۵	۰/۲۷۸

نگاره ۳ آمار توصیفی متغیر استراتژی کسب و کار را نشان می‌دهد. نتایج نشان می‌دهد که ۱۲/۵ درصد شرکت‌ها دارای استراتژی تهاجمی، ۲۷/۱۹٪ شرکت‌ها دارای استراتژی تدافعی و ۶۸/۲۳٪ شرکت‌ها دارای استراتژی تحلیل‌گر هستند. در پژوهش

هیگینز و همکاران (۲۰۱۵) شرکت‌ها دارای ۷٪ استراتژی تهاجمی، ۷٪ استراتژی تدافعی و ۸۶٪ دارای استراتژی تحلیل‌گر هستند.

نگاره ۳. آمار توصیفی استراتژی کسب و کار

تتهاجمی	تدافعی	تحلیل‌گر	جمع
۱۲۰	۱۸۵	۶۵۵	۹۶۰
۱۲/۵٪	۲۷/۱۹٪	۶۸/۲۳٪	۱۰۰٪
فراوانی			درصد فراوانی

آزمون پایایی متغیرهای پژوهش

قبل از تجزیه و تحلیل آزمون فرضیه‌ها بایستی پایایی متغیرهای تحقیق مورد بررسی قرار گیرد. پایایی متغیرهای پژوهش به این معنا است که میانگین و واریانس متغیرهای پژوهش بین سال‌های مختلف ثابت بوده است. در نتیجه پایان‌بودن متغیرها، چه در مورد داده‌های سری زمانی و چه داده‌های ترکیبی باعث بروز مشکل رگرسیون کاذب می‌شود. نتایج مندرج در نگاره ۴ نشان می‌دهد که سطح معناداری آزمون هادری کمتر از ۵٪ است. بنابراین، همه متغیرها پایا است.

نگاره ۴. نتایج حاصل از آزمون هادری (آزمون پایایی متغیرهای پژوهش)

نماد متغیر	مقدار آماره	سطح معناداری	نماد متغیر	مقدار آماره	سطح معناداری
ارتباطات سیاسی	۳۹/۰۵۱	۰/۰۰۰	استراتژی کسب و کار	۲۸/۳۰۴	۰/۰۰۰
تهاجم مالیاتی	۳۹/۸۷۲	۰/۰۰۰	سودآوری	۲۶/۶۳۹	۰/۰۰۰
اندازه شرکت	۲۷/۶۰۴	۰/۰۰۰	رشد فروش	۲۵/۷۱۶	۰/۰۰۰
اهرم مالی	۳۶/۸۸۷	۰/۰۰۰	جریان‌های نقدی	۲۸/۸۴۷	۰/۰۰۰

نتایج در نگاره ۵ نشان می‌دهد که بین استراتژی کسب و کار و تهاجم مالیاتی ارتباط منفی (۰/۳۶۱) و معنی‌داری (۰/۰۰۰) در سطح اطمینان ۱ درصد وجود دارد. بدین معنی که شرکت‌هایی که دارای استراتژی تجاری تهاجمی هستند، نرخ موثر مالیات نقدی کمتری دارند. بر عکس شرکت‌هایی که دارای استراتژی تدافعی هستند، دارای نرخ موثر مالیاتی نقدی بیشتری هستند. همچنین نرخ موثر مالیاتی نقدی به طور مثبتی با اندازه شرکت و به طور منفی با بازده دارایی‌ها مرتبط است که سازگار با یافته‌های هیگینز و همکاران (۲۰۱۵) است. ضریب تعیین تعدیل شده نشان می‌دهد که حدود ۵۵/۲ درصد از تغییرات متغیر وابسته تهاجم مالیاتی شرکت توسط متغیر مستقل استراتژی کسب و کار و سایر متغیرها قابل تبیین است. آماره دوربین واتسون بین ۱/۵ و ۲/۵ بوده و می‌توان تایید نمود که خطاها یا تفاوت بین مقادیر واقعی و مقادیر پیش‌بینی شده به وسیله مدل رگرسیون، از یکدیگر مستقل هستند. مقدار سطح معنی‌داری F برابر با ۰/۰۰۰ و کوچکتر از ۰/۰۵ می‌باشد که حاکی از معنی‌داری کل مدل است. همچنین در آزمون فرضیه اول مقدار آماره VIF برای همه متغیرها کمتر از ۱۰ بود، بنابراین مشکل هم خطی بین متغیرهای پژوهش وجود نداشت.

نگاره ۵. ارتباط بین استراتژی کسب و کار و نرخ موثر مالیاتی نقدی

$TaxAgg_{i,t} = \alpha + \beta_1 BS_{i,t} + \beta_2 ROA_{i,t} + \beta_3 SIZE_{i,t} + \beta_4 MBV_{i,t} + \beta_5 LEV_{i,t} + \beta_6 CFO_{i,t} + \beta_7 SG_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$					
متغیر وابسته: تهاجم مالیاتی					
متغیرها	ضرایب استاندارد نشده	t	سطح معنی داری	VIF	
	ضریب	میزان خطا			
ضریب ثابت	۳/۵۴۸	۰/۳۸۶	۹/۱۸۳	۰/۰۰۰	-
استراتژی کسب و کار	-۰/۳۶۱	۰/۰۵۸	-۶/۲۰۵	۰/۰۰۰	۱/۱۶۶
بازده دارایی	-۰/۲۹۷	۰/۰۳۱	-۹/۴۱۶	۰/۰۰۰	۱/۰۲۵
اندازه شرکت	۰/۰۹۹	۰/۰۴۳	۲/۲۸۱	۰/۰۲۳	۱/۲۶۳
فرصت‌های رشد	-۰/۳۹۴	۰/۰۷۸	-۵/۰۰۹	۰/۰۰۰	۱/۳۶۷
اهرم مالی	۰/۰۶۰	۰/۰۱۴	۴/۱۹۷	۰/۰۰۰	۱/۲۱۳
جریان‌های نقد عملیاتی	۰/۱۳۸	۰/۰۴۲	۳/۲۵۷	۰/۰۰۰	۱/۶۷۷
رشد فروش	۰/۱۶۳	۰/۰۶۲	۲/۶۲۹	۰/۰۰۷	۱/۴۹۰
R ² تعدیل شده			۰/۵۵۲		
دوربین واتسون			۲/۱۱۰		
آماره F			۸/۱۶۲		
احتمال آماره F			۰/۰۰۰		

نتایج فرضیه دوم در نگاره ۶ نشان می‌دهد که ارتباطات سیاسی اثر کاهشی بر ارتباط بین استراتژی تهاجمی و تهاجم مالیاتی در شرکت‌های ایرانی دارند. علاوه بر این، نتایج نشان می‌دهد که پس از معرفی ارتباطات سیاسی به معادله، چشم انداز هنوز به طور منفی و قابل توجهی با نرخ موثر مالیاتی نقدی مرتبط است، که نشان می‌دهد شرکت‌هایی که استراتژی‌های تهاجمی را اتخاذ می‌کنند در مقایسه با سایر شرکت‌ها به طور کلی در پس‌انداز مالیاتی، تهاجمی‌تر هستند. به طور خلاصه، شرکت‌های با استراتژی تهاجمی در صفره‌جویی مالیاتی در مقایسه با سایر شرکت‌ها، تهاجمی‌تر هستند، اما شرکت‌های دارای استراتژی تهاجمی با مدیران اجرایی سیاسی در مقایسه با شرکت‌های دارای استراتژی تهاجمی بدون مدیران اجرایی سیاسی، تهاجم مالیاتی کمتری دارند.

همچنین نرخ موثر مالیاتی نقدی به طور مثبتی با اندازه شرکت و به طور منفی با بازده دارایی‌ها مرتبط است که سازگار با یافته‌های هیگینز و همکاران (۲۰۱۵) است. ضریب تعیین تعدیل شده نشان می‌دهد که حدود ۵۶ درصد از تغییرات متغیر وابسته تهاجم مالیاتی شرکت توسط متغیر مستقل استراتژی کسب و کار و سایر متغیرها قابل تبیین است. آماره دوربین واتسون بین ۱/۵ و ۲/۵ بوده و می‌توان تایید نمود که خطاها یا تفاوت بین مقادیر واقعی و مقادیر پیش‌بینی شده به وسیله مدل رگرسیون، از یکدیگر مستقل هستند. مقدار سطح معنی‌داری F برابر با ۰/۰۰۰ و کوچکتر از ۰/۰۵ می‌باشد که حاکی از معنی‌داری کل مدل است. همچنین در آزمون فرضیه دوم مقدار آماره VIF برای همه متغیرها کمتر از ۱۰ بود، بنابراین مشکل هم خطی بین متغیرهای پژوهش وجود نداشت.

نگاره ۶. تاثیر ارتباطات سیاسی بر رابطه بین استراتژی کسب و کار و تهاجم مالیاتی

$$TaxAgg_{i,t} = \alpha + \beta_1 BS_{i,t} + \beta_2 PC_{i,t} + \beta_3 BS \times PC_{i,t} + \beta_4 ROA_{i,t} + \beta_5 SIZE_{i,t} + \beta_6 MBV_{i,t} + \beta_7 LEV_{i,t} + \beta_8 CFO_{i,t} + \beta_9 SG_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

متغیر وابسته: تهاجم مالیاتی

VIF	سطح معنی داری	t	ضرایب استاندارد نشده		متغیرها
			خطا	ضریب	
	۰/۰۰۰	۹/۴۲۷	۰/۳۶۵	۳/۴۴۸	ضریب ثابت
۱/۵۹۶	۰/۰۱۹	-۲/۳۳۷	۰/۰۶۲	-۰/۱۴۷	$BS_{i,t}$
۱/۲۶۱	۰/۰۰۰	۴/۲۷۶	۰/۰۲۶	۰/۱۱۲	$PC_{i,t}$
۱/۴۵۳	۰/۰۰۰	۳/۶۶۷	۰/۰۸۹	۰/۳۲۷	$BS \times PC_{i,t}$
۱/۲۶۱	۰/۰۰۰	-۹/۵۰۴	۰/۰۲۹	-۰/۲۸۴	$ROA_{i,t}$
۱/۰۴۳	۰/۰۰۱	-۳/۱۸۳	۰/۰۴۱	-۰/۱۳۲	$SIZE_{i,t}$
۱/۲۳۱	۰/۰۰۰	-۵/۵۰۴	۰/۰۷۵	-۰/۴۱۲	$MBV_{i,t}$
۱/۰۹۸	۰/۰۰۰	۳/۸۱۹	۰/۰۱۳	۰/۰۵۲	$LEV_{i,t}$
۱/۶۵۸	۰/۰۱۵	۲/۴۰۵	۰/۰۷۴	۰/۱۷۸	$CFO_{i,t}$
۱/۴۷۳	۰/۰۰۶	۲/۶۹۸	۰/۰۵۳	۰/۱۴۳	$SG_{i,t}$
		۰/۵۶۰			R^2 تعدیل شده
		۲/۰۹۳			دوربین واتسون
		۹/۵۵۱			آماره F
		۰/۰۰۰			احتمال آماره F

نتیجه‌گیری و پیشنهادها

این مطالعه با هدف بررسی تأثیر ارتباطات سیاسی بر رابطه میان استراتژی تجاری و تهاجم مالیاتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران انجام شد. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد شرکت‌هایی که استراتژی تجاری تهاجمی اتخاذ می‌کنند، به طور کلی میزان تهاجم مالیاتی بالاتری دارند؛ اما نکته قابل توجه این است که در میان این شرکت‌ها، آن دسته از مدیرانی که فاقد ارتباطات سیاسی موثر هستند، رفتار تهاجمی تری در زمینه مالیات از خود نشان می‌دهند. این نتیجه حاکی از آن است که ارتباطات سیاسی می‌تواند به عنوان یک مکانیسم تعدیل کننده عمل کرده و میزان تهاجم مالیاتی را کاهش دهد.

برخلاف اقتصادهای توسعه یافته که چارچوب‌های نظارتی و قانونی قوی تری دارند، در اقتصادهای نوظهور، شرکت‌ها برای جبران ضعف نهادها و فقدان حمایت‌های قانونی، به ارتباطات سیاسی تکیه می‌کنند تا ریسک‌های قانونی و تجاری خود را کاهش دهند. این پژوهش نشان می‌دهد که هزینه‌های بالقوه مرتبط با از دست دادن ارتباطات سیاسی، از جمله از دست دادن فرصت‌های صرفه‌جویی مالیاتی، به اندازه‌ای است که شرکت‌ها را از تهاجم مالیاتی بیش از حد باز می‌دارد. این موضوع به طور خاص در ایران که نظام نهادی و حقوقی هنوز در حال تکامل است، اهمیت دوچندان دارد. علاوه بر این، یافته‌ها بیانگر آن است که مطالعه جداگانه هر یک از عوامل تعیین کننده تهاجم مالیاتی، مانند استراتژی تجاری یا ارتباطات سیاسی، نمی‌تواند تصویر کاملی از رفتارهای مالیاتی شرکت‌ها ارائه دهد. در واقع، تعامل و تأثیر متقابل این عوامل پیچیدگی‌های رفتار مالیاتی را شکل می‌دهد و مطالعه حاضر این ارتباطات متقابل را به طور ملموسی نشان می‌دهد. لذا، یکی از دستاوردهای کلیدی این تحقیق، تأکید بر لزوم بررسی همزمان عوامل مختلف در تحلیل رفتار تهاجم مالیاتی است.

این یافته‌ها در راستای نتایج کیم و لی (۲۰۲۴) قرار دارد که نشان دادند سرمایه سیاسی در کشورهای در حال توسعه به جای تقویت رفتارهای فرصت طلبانه مالیاتی، به دلیل افزایش نظارت عمومی و حساسیت رسانه‌ای، می‌تواند نقش بازدارنده داشته باشد. همچنین، یادگاری و هاشم‌زاده (۱۴۰۲) در بازار سرمایه ایران نشان دادند که ارتباطات سیاسی می‌تواند رابطه مثبت بین مدیریت سود و اجتناب مالیاتی را کاهش دهد، که این موضوع با یافته‌های ما مبنی بر نقش تعدیلی ارتباطات سیاسی همخوانی دارد.

مطالعات بین‌المللی نیز حمایت‌کننده این نتایج هستند؛ به‌عنوان مثال، لی و همکاران (۲۰۲۵) در پژوهش خود بر اهمیت هم‌افزایی بین نوآوری، مسئولیت‌پذیری اجتماعی و شفافیت در رفتار مالیاتی تأکید کردند و نشان دادند که در شرکت‌های دارای مسئولیت‌پذیری اجتماعی بالا، حتی با استراتژی‌های نوآورانه، تمایل به رفتارهای پرریسک مالیاتی کاهش می‌یابد. این یافته‌ها، ضمن تفاوت‌های ساختاری اقتصادهای توسعه یافته با نوظهور، به‌طور ضمنی با نتایج ما همسو است، چرا که ارتباطات سیاسی در ایران می‌تواند نقش مشابهی با مسئولیت‌پذیری اجتماعی در کنترل رفتارهای تهاجمی مالیاتی ایفا کند. از سوی دیگر، پژوهش ژائوو همکاران (۲۰۲۳) نشان داد که نوآوری گرچه انگیزه اجتناب مالیاتی را افزایش می‌دهد، اما در صورت وجود کنترل‌های نهادی قوی، این انگیزه کاهش می‌یابد؛ مشابه این موضوع در یافته‌های ما نیز مشاهده شد، جایی که نبود ارتباطات سیاسی قوی (یا به بیان دیگر، نبود حمایت نهادی کافی) با رفتارهای مالیاتی پرریسک‌تر همراه است.

در مجموع، یافته‌های این تحقیق با ادبیات موجود سازگار است و نشان می‌دهد که در اقتصادهای نوظهور مانند ایران، ارتباطات سیاسی به‌عنوان ابزاری حیاتی برای کاهش ریسک‌ها و هزینه‌های ناشی از محیط نهادی ناکامل عمل می‌کند و می‌تواند رفتارهای تهاجمی مالیاتی را کنترل کند. این موضوع به‌ویژه در شرکت‌هایی که استراتژی تجاری تهاجمی دارند، اهمیت بیشتری پیدا می‌کند، زیرا این شرکت‌ها به‌دلیل ماهیت پرریسک فعالیت‌هایشان، بیشتر در معرض رفتارهای مالیاتی فرصت‌طلبانه قرار دارند.

از دیدگاه کاربردی، یافته‌های این تحقیق می‌تواند به سیاست‌گذاران و نهادهای نظارتی در ایران کمک کند تا با درک بهتر نقش ارتباطات سیاسی در تنظیم رفتار مالیاتی شرکت‌ها، چارچوب‌های قانونی و سیاست‌های مالیاتی مناسب‌تری تدوین نمایند. همچنین، مدیران شرکت‌ها می‌توانند با توجه به اهمیت حفظ و مدیریت ارتباطات سیاسی، استراتژی‌های مالیاتی متعادل‌تر و پایداری‌تری اتخاذ کنند که ضمن بهره‌مندی از فرصت‌های صرفه‌جویی مالیاتی، ریسک‌های مرتبط با از دست دادن حمایت‌های نهادی را کاهش دهد.

منابع

- بادآور نهندی، یونس، و تقی‌زاده خانقاه، وحید. (۱۳۹۷). تأثیر ارتباطات سیاسی بر سرمایه‌گذاری بیشتر از حد و عملکرد شرکت. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۲۵(۲)، ۱۹۸-۱۸۱. doi: 10.22059/acctgrev.2018.252255.1007834
- رضازاده، جواد، و محمدی، عبدالله. (۱۳۹۸). توانایی مدیریتی، ارتباطات سیاسی و گزارشگری مالی متقلبان. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۲۶(۲)، ۲۱۷-۲۳۸. doi: 10.22059/acctgrev.2019.263263.1007956
- کاظمی سراسکانرود، زهرا، و شیرخدايي، میثم. (۱۴۰۲). تأثیر روابط سیاسی بر اجتناب مالیاتی: نقش تعدیل‌گر مسئولیت اجتماعی منابع انسانی در شرکت‌های کوچک و متوسط در بورس اوراق بهادار تهران. *دوفصلنامه مدیریت منابع انسانی پایدار*، ۵(۹)، ۲۳-۳۶. doi: 10.22080/shrm.2023.4217
- کاظمی علوم، مهدی، ختن لو، محسن، و سهرابی، امین. (۱۴۰۴). تأثیر کیفیت اطلاعات حسابداری بر اجتناب مالیاتی مبتنی بر روابط سیاسی. *تحقیقات حسابداری و حسابرسی*، مقاله آماده انتشار. doi: 10.22034/iaar.2025.489458.1790
- مرفوع، مهدی، ماهان‌نژاد، محمد، و قناد، مصطفی. (۱۳۹۸). بررسی رابطه بین استراتژی کسب‌وکار و اجتناب مالیاتی با تأکید بر نقش تعدیلی تخصص مالی اعضای کمیته حسابرسی. *نشریه پژوهش‌های حسابداری مالی*، ۱۱(۴)، ۶۷-۸۶. doi: 10.22108/far.2020.120013.1546
- یادگاری، سعید، و هاشم‌زاده، نرگس. (۱۴۰۲). تأثیر مدیریت سود بر اجتناب مالیاتی با در نظر گرفتن نقش ارتباطات سیاسی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. *رویکردهای پژوهشی نوین در مدیریت و حسابداری*، ۷(۲۵)، ۷۷۵-۷۹۳.
- Adhikari, A., Derashid, C. & Zhang, H. (2006). Public policy, political connections, and effective tax rates: Longitudinal evidence from Malaysia. *Journal of Accounting and Public Policy*, 25(5), 574-595. <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2006.06.003>

- Badavar Nahandi, Y. & Taghizadeh Khanqah, V. (2018). The Impact of Political Connections on Overinvestment and Firm Performance. *Accounting and Auditing Review*, 25(2), 181-198. doi: 10.22059/acctgrev.2018.252255.1007834 (In Persian)
- Bao, X., Johan, S. & Kutsuna, K. (2016). Do political connections matter in accessing capital markets? Evidence from China. *Emerging Markets Review*, 29, 24-41. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2016.02.001>
- Bentley-Goode, K. A., Newton, N. J. & Thompson, A. M. (2017). Business strategy, internal control over financial reporting, and audit reporting quality. *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 36(4), 49-69. <https://doi.org/10.2308/ajpt-51718>
- Bentley-Goode, K. A., Omer, T. C. & Sharp, N. Y. (2013). Business strategy, financial reporting irregularities, and audit effort. *Contemporary Accounting Research*, 30(2), 780-817. <https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.2012.01193.x>
- Boubakri, N., Guedhami, O., Mishra, D. & Saffar, W. (2012). Political connections and the cost of equity capital. *Journal of Corporate Finance*, 18(3), 541-559. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2012.03.004>
- Boubakri, N., Mansi, S. A. & Saffar, W. (2013). Political institutions, connectedness, and corporate risk-taking. *Journal of International Business Studies*, 44(3), 195-215. <https://doi.org/10.1057/jibs.2013.3>
- Bradshaw, M., Liao, G. & Ma, M. S. (2019). Agency costs and tax planning when the government is a major shareholder. *Journal of Accounting and Economics*, 67(2-3), 255-277. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2019.01.005>
- Chen, G.-Z. & Keung, E. (2019). The impact of business strategy on insider trading profitability. *Pacific-Basin Finance Journal*, 55(6), 270-282. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2019.04.007>
- Chen, Y. & Lin, M. (2021). The Role of Political Capital in Corporate Tax Avoidance: Evidence from Asian Markets. *Asian Journal of Accounting and Governance*, 12(2), 88-107. <https://doi.org/10.1016/j.ajag.2021.06.004>
- Chen, Y., Eshleman, J. D. & Soileau, J. S. (2017). Business strategy and auditor reporting. *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 36(2), 63-86. <https://doi.org/10.2308/ajpt-51630>
- Cho, E. & Tsang, A. (2020). Corporate social responsibility, product strategy, and firm value. *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 49(2), 272-298. <https://doi.org/10.1111/ajfs.12248>
- Claessens, S., Feijen, E. & Laeven, L. (2008). Political connections and preferential access to finance: The role of campaign contributions. *Journal of Financial Economics*, 88(3), 554-580. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2007.07.006>
- Canyon, M. J., He, L. & Zhou, X. (2015). Star CEOs or political connections? Evidence from China's publicly traded firms. *Journal of Business Finance and Accounting*, 42(3-4), 412-443. <https://doi.org/10.1111/jbfa.12144>
- Deng, Z., Yan, J. & Sun, P. (2020). Political status and tax haven investment of emerging market firms: Evidence from China. *Journal of Business Ethics*, 165, 469-488. <https://doi.org/10.1007/s10551-019-04158-7>
- Faccio, M. (2006). Politically connected firms. *American Economic Review*, 96(1), 369-386. <https://doi.org/10.1257/000282806777212620>
- Fan, H. & Chen, L. (2017). Politically connected independent directors and effective tax rates in China. *Asian Journal of Finance and Accounting*, 9(1), 333-350. <https://doi.org/10.5296/ajfa.v9i1.10805>
- Fan, H. & Song, X. (2019). Earnings management of Chinese central state-owned enterprises—the effects of state level incentives. *Asia-Pacific Journal of Accounting and Economics*, 26(6), 643-658. <https://doi.org/10.1080/16081625.2018.1460145>

- Frank, M. M., Lynch, L. J. & Rego, S. O. (2009). Tax reporting aggressiveness and its relation to aggressive financial reporting. *The Accounting Review*, 84(2), 467–496. <https://doi.org/10.2308/accr.2009.84.2.467>
- Han, K., Choi, S. & Park, Y. (2022). Competitive Strategy, Ownership Structure, and Corporate Tax Avoidance: Evidence from South Korea. *Asian Review of Accounting*, 30(4), 566–589. <https://doi.org/10.1108/ARA-05-2022-0138>
- Higgins, D., Omer, T. C. & Phillips, J. D. (2015). The influence of a firm's business strategy on its tax aggressiveness. *Contemporary Accounting Research*, 32(2), 674–702. <https://doi.org/10.1111/1911-3846.12074>
- Kazemi Saraskanrood, Z. & shirkhodaie, M. (2023). The Impact of Political Relations on Tax Aggressiveness with the Moderating Role of Human Resources Social Responsibility in Small and medium Enterprises in Tehran Stock Exchange. *Journal of Sustainable Human Resource Management*, 5(9), 48-33. doi: 10.22080/shrm.2023.4217 (In Persian)
- Kazemiloum, M., Khotanlou, M. & Sohrabi, A. (2025). The impact of accounting information quality on tax avoidance based on political relations. *Accounting and Auditing Research*, in Press. doi: 10.22034/iaar.2025.489458.1790 (In Persian)
- Kim, C. & Zhang, L. (2016). Corporate political connections and tax aggressiveness. *Contemporary Accounting Research*, 33(1), 78–114. <https://doi.org/10.1111/1911-3846.12132>
- Kim, J., & Lee, H. (2024). Political Connections and Corporate Tax Behavior in Emerging Markets. *Journal of International Accounting Research*, 23(1), 55–78. <https://doi.org/10.2308/JIAR-2023-0156>.
- Li, H. & Zhang, Y. (2007). The role of managers' political networking and functional experience in new venture performance: Evidence from China's transition economy. *Strategic Management Journal*, 28(8), 791–804. <https://doi.org/10.1002/smj.622>
- Li, H., Meng, L., Wang, Q. & Zhou, L.-A. (2008). Political connections, financing and firm performance: Evidence from Chinese private firms. *Journal of Development Economics*, 87(2), 283–299. <https://doi.org/10.1016/j.jdeveco.2007.06.003>
- Li, S., Yang, H. & Zhao, Q. (2025). Business Strategy, Financial Sustainability, and Tax Aggressiveness: Evidence from Post-COVID Emerging Economies. *Journal of Business Finance & Accounting*, 52(1), 1–29. <https://doi.org/10.1111/jbfa.12635>
- Lim, E. K., Chalmers, K. & Hanlon, D. (2018). The influence of business strategy on annual report readability. *Journal of Accounting and Public Policy*, 37(1), 65–81. <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2017.11.002>
- Lin, K. Z., Mills, L. F., Zhang, F. & Li, Y. (2018). Do political connections weaken tax enforcement effectiveness? *Contemporary Accounting Research*, 35(4), 1941–1972. <https://doi.org/10.1111/1911-3846.12322>
- Maniora, J. (2018). Mismanagement of sustainability: What business strategy makes the difference? Empirical evidence from the USA. *Journal of Business Ethics*, 152(4), 931–947. <https://doi.org/10.1007/s10551-016-3315-2>
- Marfou, M., Mahannejad, M. & Ghannad, M. (2019). The relationship between business strategy and tax avoidance: The modifying role of financial experts on the audit committee. *Financial Accounting Research*, 11(4), 67-86. doi: 10.22108/far.2020.120013.1546 (In Persian)
- Miles, R. E. & Snow, C. C. (2003). *Organizational strategy, structure, and process*. Stanford University Press.
- Minh, T., Kim, V. & Ngoc, A. (2021). Political connections, government support and SME tax payments: A note from fixed-effect quantile regression. *Finance Research Letters*, 40, 101771. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101771>

- Naughton, B. (2008). SASAC and rising corporate power in China. *China Leadership Monitor*, 24(2), 1–9. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1130913>
- Oppen, S., Nee, V. & Holm, H. J. (2017). Risk aversion and guanxi activities: A behavioral analysis of CEOs in China. *Academy of Management Journal*, 60(4), 1504–1530. <https://doi.org/10.5465/amj.2015.0461>
- Rezazadeh, J. & Mohammadi, A. (2019). Managerial ability, political connections, and fraudulent financial reporting. *Accounting and Auditing Reviews*, 26(2), 217–238. doi: 10.22059/acctgrev.2019.263263.1007956 (In Persian)
- Saeedi, A., Hosseini, S. M. & Rahmani, A. (2023). The Impact of Political Connections on the Relationship between Corporate Governance and Tax Avoidance: Evidence from Iran. *Iranian Journal of Management Studies*, 16(3), 45–70. <https://doi.org/10.22059/IJMS.2023.333001.674411>
- Sheng, Y., Huang, Z., Liu, C. & Yang, Z. (2019). How does business strategy affect wage premium? Evidence from China. *Economic Modelling*, 83, 31–41. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2019.04.003>
- Shi, W., Sun, S. L. & Peng, M. W. (2012). Sub-national institutional contingencies, network positions, and IJV partner selection. *Journal of Management Studies*, 49(7), 1221–1245. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6486.2012.01053.x>
- Yadegari, S. & Hashemzadeh, N. (2014). The Effect of Earnings Management on Tax Avoidance by Considering the Role of Political Connections in Companies Listed on the Tehran Stock Exchange. *Journal of New Research Approaches in Management and Accounting*, 7(25) 775–793. (In Persian)
- Zeng, T. (2010). Ownership concentration, state ownership, and effective tax rates: Evidence from China's listed firms. *Accounting Perspectives*, 9(4), 271–289. <https://doi.org/10.1111/j.1911-3838.2010.00096.x>
- Zhao, Y., Wang, X. & Chen, L. (2023). Business Strategy and Tax Avoidance: The Moderating Role of R&D Orientation. *China Journal of Accounting Research*, 16(2), 101–120. <https://doi.org/10.1016/j.cjar.2023.04.003>.



Paper type: Research Article

A Model of Ethical Investment Decision-Making Based on Islamic Values in the Iranian Stock Market

Yeganeh Sepehri¹, Nader Rezaei^{*2}, Rasool Abdi³, Asgar Pakmaram⁴

Received: 2025/08/17

Accepted: 2025/10/10

Abstract

Purpose: study aims to develop a localized and theoretically grounded model of Islamic behavioral finance that reflects the specific cultural, economic, and religious context of Iran. By integrating Shariah principles with behavioral and psychological frameworks, the research seeks to explain how Muslim investors make financial decisions in capital markets. The study addresses a key gap in the literature by bridging ethical Islamic finance with behavioral finance theory.

Method: Adopting a mixed-method (qualitative–quantitative) approach, the qualitative phase was conducted based on Grounded Theory using Strauss and Corbin’s methodology to derive the conceptual model. The data were collected through semi-structured interviews with 18 academic experts, Islamic finance specialists, and market practitioners, and were analyzed through the three stages of open, axial, and selective coding. The quantitative phase was carried out using structural equation modeling.

Findings: The conceptual model reveals that Muslim investors’ decision-making is influenced by a complex interplay of contextual condition (religious-ethical, socio-cultural, psychological, economic, and institutional), causal conditions (beliefs, Shariah literacy, economic structures, and risk tolerance), and intervening factors (macroeconomic uncertainty, family context, technological changes, and legal-cultural constraints). Identified strategies include halal asset selection, emotional regulation, transparency in decision-making, and long-term orientation. These lead to outcomes such as spiritual satisfaction, behavioral stability, social legitimacy, and market resilience.

Conclusion: This study, by integrating Shariah principles with behavioral finance foundations, proposes a localized model for Muslim investors’ decision-making in Iran’s capital market, explaining the role of economic and psychological factors and providing guidance for policymakers in developing Islamic financial instruments and enhancing market efficiency and sustainability.

Keywords: Islamic behavioral finance, Investment decision-making, Shariah-compliant investing, Grounded theory.



How to cite this article: Sepehri, Y., Rezaei, N., Abdi, R., & Pakmaram, A. (2025). A Model of Ethical Investment Decision-Making Based on Islamic Values in the Iranian Stock Market. *Accounting and Corporate Governance Researches*, 4(13), 63-85. (In Persian).

¹. Department of Accounting, Bon.C., Islamic Azad University, Bonab, Iran.

². Department of Accounting, Bon.C., Islamic Azad University, Bonab, Iran. *Corresponding Author: naderrezaei@iau.ac.ir

³. Department of Accounting, Bon.C., Islamic Azad University, Bonab, Iran.

⁴. Department of Accounting, Bon.C., Islamic Azad University, Bonab, Iran.



نوع مقاله: علمی پژوهشی

الگوی تصمیم‌های سرمایه‌گذاری اخلاقی مبتنی بر ارزش‌های اسلامی در بازار سهام ایران

یگانه سپهری^۱، نادر رضایی^{۲*}، رسول عبدی^۳، عسگر پاک‌مرام^۴

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۴/۰۷/۱۸

تاریخ دریافت: ۱۴۰۴/۰۵/۲۶

چکیده

هدف: پژوهش باهدف توسعه مدلی نظری و بومی از مالی رفتاری اسلامی انجام شده است؛ مدلی که در تعامل با شرایط خاص فرهنگی، اقتصادی و مذهبی ایران، تلاش می‌کند فرایند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران مسلمان را در بستر بازار سرمایه با رویکردی تلفیقی از اصول شریعت و مفروضات روان‌شناختی و رفتاری تبیین کند. این مطالعه به‌خلاف موجود در پیوند میان اخلاق مالی اسلامی و نظریه‌های رفتاری در ادبیات مالی پاسخ می‌دهد.

روش: با اتخاذ رویکرد ترکیبی کیفی-کمی، در بخش کیفی مبتنی بر نظریه داده‌بنیاد، از رهیافت استراوس و کوربین برای استنتاج الگوی مفهومی استفاده کرده است. داده‌ها از طریق مصاحبه‌های نیمه‌ساختاریافته با ۱۸ نفر از خبرگان دانشگاهی، متخصصان مالی اسلامی و فعالان بازار گردآوری و در سه مرحله کدگذاری باز، محوری و انتخابی تحلیل شد. بخش کمی مبتنی بر معادلات ساختاری انجام گردید.

یافته‌ها: مدل مفهومی نشان می‌دهد که تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران مسلمان تحت‌تأثیر شبکه‌ای پیچیده از عوامل زمینه‌ای (مذهبی - اخلاقی، فرهنگی - اجتماعی، روان‌شناختی، اقتصادی و نهادی)، شرایط علی (باورها، آگاهی شرعی، ساختارهای اقتصادی، ریسک‌پذیری)، و عوامل مداخله‌گر (نااطمینانی‌های اقتصادی، شرایط خانوادگی، تحولات فناورانه، الزامات قانونی و فرهنگی) قرار دارد. راهبردهایی چون انتخاب دارایی‌های حلال، تنظیم هیجان‌ها، شفاف‌سازی اطلاعات و نگرش بلندمدت، منجر به پیامدهایی چون رضایت معنوی، تعادل رفتاری، مشروعیت اجتماعی و تقویت پایداری بازار می‌شوند.

نتیجه‌گیری: این پژوهش با تلفیق اصول شریعت اسلامی و مبانی مالی رفتاری، مدلی بومی برای تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران مسلمان در بازار سرمایه ارائه می‌دهد که نقش عوامل اقتصادی و روان‌شناختی را تبیین کرده و می‌تواند راهنمای سیاست‌گذاران در توسعه ابزارهای مالی اسلامی و ارتقای کارایی و پایداری بازار باشد.

واژه‌های کلیدی: مالی رفتاری اسلامی، تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری، سرمایه‌گذاری مطابق شریعت، نظریه داده‌بنیاد.



استناد: سپهری، یگانه، رضایی، نادر، عبدی، رسول، پاک‌مرام، عسگر (۱۴۰۴). الگوی تصمیم‌های سرمایه‌گذاری اخلاقی مبتنی بر

ارزش‌های اسلامی در بازار سهام ایران. پژوهش‌های حسابداری و راهبری شرکتی، ۴(۱۳)، ۶۳-۸۵.

۱. گروه حسابداری، واحد بناب، دانشگاه آزاد اسلامی، بناب، ایران.

۲. گروه حسابداری، واحد بناب، دانشگاه آزاد اسلامی، بناب، ایران. *نویسنده مسئول: naderrezaei@iau.ac.ir

۳. گروه حسابداری، واحد بناب، دانشگاه آزاد اسلامی، بناب، ایران.

۴. گروه حسابداری، واحد بناب، دانشگاه آزاد اسلامی، بناب، ایران.

مقدمه

در دهه‌های اخیر، مالی رفتاری به عنوان یکی از تحول‌آفرین‌ترین پارادایم‌های علم مالی، با به چالش کشیدن فرض عقلانیت مطلق نظریه‌های کلاسیک، افق‌های تازه‌ای در فهم رفتار واقعی سرمایه‌گذاران گشوده است. این رویکرد، با عبور از قالب‌های خشک معادله‌های ریاضی‌محور، تلاش می‌کند تصمیم‌گیری‌های اقتصادی را در بسترهای پیچیده شناختی، هیجانی، اجتماعی و فرهنگی تحلیل کند. هم‌زمان، مالی اسلامی نیز باتکیه بر اصول شریعت مانند ممنوعیت ربا و قمار، عدالت اقتصادی، شفافیت و مسئولیت‌پذیری اجتماعی، درصدد طراحی الگویی اخلاق‌محور و انسان‌مدار برای فعالیت‌های مالی است. تقاطع این دو جریان فکری یعنی روان‌شناسی رفتاری و فقه اقتصادی نه تنها فرصتی ارزشمند برای بازآفرینی مدل‌های تصمیم‌گیری در جوامع اسلامی فراهم کرده، بلکه می‌تواند نقطه عطفی در پاسخ‌گویی به نیازهای نوپدید بازارهای سرمایه دینی باشد. پژوهش‌های اخیر، همچون پژوهش (م‌حی‌الدین و همکاران^۱، ۲۰۲۱) نشان می‌دهد که سوگیری‌هایی مانند توهّم کنترل و خود نسبت‌دهی، نقش مهمی در تقویت رفتارهای گله‌ای ایفا می‌کنند؛ درعین‌حال، سرمایه‌گذارانی که از سواد شریعتی بالاتری برخوردارند، واکنش‌های سنجیده‌تری نشان داده و کمتر در دام چنین سوگیری‌هایی می‌افتند. از این منظر، پرداختن به مالی رفتاری اسلامی نه فقط یک ضرورت علمی، بلکه یک پاسخ بایسته به نیازهای راهبردی نظام‌های مالی در جهان اسلام است.

تلفیق این دو رویکرد، به شکل‌گیری حوزه‌ای میان‌رشته‌ای با عنوان مالی رفتاری اسلامی منجر شده است؛ حوزه‌ای که در آن رفتارهای مالی مسلمانان، بر اساس تعامل پیچیده‌ای از باورهای دینی و ساختارهای روان‌شناختی بررسی می‌شوند. در این نگاه، مفاهیمی همچون صبر، توکل، قناعت، مشورت و نیت الهی، می‌توانند ابزارهای تعدیل سوگیری‌های رفتاری و راهنمای تصمیم‌گیری‌های مالی باشند. در سطح جهانی نیز، رشد سریع بازارهای مالی اسلامی و نوآوری‌هایی همچون فین‌تک اسلامی، هوش مصنوعی و بلاک‌چین، نشان از تحولی ژرف در فضای خدمات مالی اسلامی دارد. پژوهش‌های اخیر نیز نشان می‌دهند که ارزش‌های اخلاقی و کنترل درونی اسلامی نقش کلیدی در نیت خرید صکوک دارند، به گونه‌ای که مدل برنامه‌ریزی شده اسلامی می‌تواند نیت رفتاری را به طور معناداری پیش‌بینی کند (اشرف^۲، ۲۰۲۳).

در بستر ایران، باوجود گسترش بازار سرمایه و حضور پررنگ سرمایه‌گذاران حقیقی، همچنان شکاف عمیقی میان سیاست‌گذاری‌های مالی و واقعیت‌های فرهنگی - دینی جامعه وجود دارد. تصمیم‌های مالی در ایران، نه تنها تابع ملاحظات اقتصادی، بلکه به شدت تحت تأثیر باورهای مذهبی، انتظارات اجتماعی، تجربه‌های فردی، و سوگیری‌های رفتاری هستند. ساختار نهادهای مالی نیز در بسیاری موارد، فاقد ابزارهایی برای شناسایی و هدایت این رفتارها در جهت ارزش‌های اسلامی و اهداف نظام مالی کارآمد و عادلانه است. با توجه به پیچیدگی‌های رفتاری سرمایه‌گذاران در بازارهای مالی، به ویژه در بازار سرمایه ایران، تحلیل‌های صرفاً عقلانی دیگر قادر به تبیین کامل رفتارهای اقتصادی نیستند. به همین دلیل، توجه به هیجانات، سوگیری‌های رفتاری و باورهای ذهنی در فرایند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران اهمیت فزاینده‌ای یافته است.

در مطالعه داوودی و همکاران^۳ (۲۰۲۳) نشان داده شد که با استفاده از نظریه داده‌بنیاد، احساسات سرمایه‌گذار به عنوان یک عامل چندبعدی، می‌تواند مدل تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران را به طور معناداری شکل دهد و بر ترجیحات و رفتارهای آنان در مواجهه با عدم قطعیت و نوسان‌های بازار تأثیرگذار باشد. در این پژوهش نیز با استفاده از روش‌شناسی کیفی و نظریه داده‌بنیاد، تلاش شده است مدلی مفهومی و بومی شده طراحی شود که درک عمیقی از تصمیم‌گیری‌های مالی سرمایه‌گذاران مسلمان ایرانی در بازار سهام ارائه دهد. این مدل نه تنها بر ساختارهای علی، زمینه‌ای و مداخله‌گر تمرکز دارد، بلکه با پیوندی هوشمندانه میان آموزه‌های اسلامی، روان‌شناسی رفتاری و واقعیت‌های فرهنگی و اقتصادی کشور، چارچوبی نوآورانه و منسجم برای تحلیل رفتار مالی فراهم می‌آورد که فراتر از محدودیت‌های الگوهای غربی است.

^۱. Mohy Ul Din et al

^۲. Ashraf

^۳. Davoudi et al

این پژوهش با اتکا بر تجارب زیسته و باورهای دینی سرمایه‌گذاران، درصدد گشودن دریچه‌ای نوین به فهم پیچیدگی‌های روانی، اجتماعی و فرهنگی تصمیم‌های مالی است و قصد دارد مدلی ارائه کند که نه تنها جنبه‌های رفتاری بلکه عمق معنوی و اخلاقی سرمایه‌گذاری را به طور هم‌زمان در برگیرد. این مدل، امکان طراحی سیاست‌ها، برنامه‌های آموزشی و ابزارهای نظارتی را فراهم می‌آورد که همسو با ارزش‌های اسلامی و متناسب با اقتضات بومی بازار ایران، می‌توانند هم کارایی بازار را ارتقا داده و هم رضایت شرعی و روحی سرمایه‌گذاران را تضمین کنند. در نهایت این پژوهش، پاسخ به پرسشی بنیادین است، چگونه می‌توان الگوی مالی رفتاری اسلامی را به گونه‌ای تبیین کرد که علاوه بر تبیین دقیق رفتارهای سرمایه‌گذاری، نقش کلیدی در اصلاح تصمیم‌های مالی سرمایه‌گذاران حقیقی در ایران ایفا کند؟ پاسخی که نه تنها برای توسعه دانش علمی بلکه برای شکل‌دهی به سیاست‌گذاری‌های هوشمند، عادلانه و اخلاق‌محور در عرصه مالی کشور، نقشی حیاتی و راهگشا خواهد داشت. در ادامه، بخش دوم به مبانی نظری پژوهش اختصاص دارد، بخش سوم روش‌شناسی پژوهش را تشریح می‌کند، بخش چهارم یافته‌ها را بررسی می‌کند و در نهایت، بخش پنجم شامل نتیجه‌گیری و ارائه پیشنهادها است.

مبانی نظری

بازار سرمایه از زیرساخت‌های مهم نظام اقتصادی کنونی در تجهیز منابع و تخصیص بهینه آن از طریق تأمین مالی واحدهای فعال در اقتصاد به شمار می‌رود. این کارکرد به جلب مشارکت مردمی در توسعه ملی، گسترش مبانی مالکیت مردمی، جلوگیری از فرار سرمایه و گسترش اقتصاد غیررسمی، جذب سرمایه‌های خارجی، کاستن از فشار کسری بودجه دولت، کاهش فشار بر سیستم پولی و کمک به رشد اقتصادی می‌انجامد (بحرالعلوم و همکاران، ۱۳۹۹)؛ بنابراین با گسترش مالی رفتاری به عنوان رویکردی میان‌رشته‌ای، توجه به نقش عوامل روان‌شناختی، اجتماعی و فرهنگی در تصمیم‌گیری‌های مالی افزایش یافته است. این رویکرد، نارسایی نظریه‌های کلاسیک مبتنی بر عقلانیت کامل را در تبیین رفتار واقعی سرمایه‌گذاران آشکار ساخته و تلاش می‌کند با تلفیق یافته‌های روان‌شناسی و اقتصاد، تصویر دقیق‌تری از سازوکار تصمیم‌گیری مالی ارائه دهد. در موازات این تحول، بازارهای مالی اسلامی نیز با رشد چشمگیر مواجه بوده‌اند.

مطالعات مالی رفتاری نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران همواره منطقی عمل نمی‌کنند و سوگیری‌های شناختی و هیجانات روانی می‌تواند تصمیم‌های آن‌ها را منحرف کند. یکی از نظریه‌های بنیادین در حوزه مالی رفتاری، نظریه چشم‌انداز (کاهنمن و تورسکی^۱، ۱۹۷۹) است که بیان می‌کند افراد نسبت به سود و زیان واکنش‌های نامتقارن دارند و معمولاً زیان را بیش از سود درک می‌کنند. این نظریه، در پژوهش حاضر به عنوان مبانی برای تبیین رفتار ریسک‌گریزی سرمایه‌گذاران مسلمان در بازار سرمایه ایران به کاررفته است. در چارچوب اسلامی، پرهیز از معاملات پرریسک و شبهه‌ناک ریشه در اصول فقهی مانند اجتناب از غرر، قمار و ربا دارد؛ بنابراین، ترکیب نظریه چشم‌انداز با آموزه‌های شرعی کمک می‌کند تا نشان دهیم چگونه درک ذهنی از زیان در کنار ارزش‌های دینی، سرمایه‌گذاران را به سمت رفتارهای محتاطانه و انتخاب دارایی‌های حلال سوق می‌دهد.

همچنین، نظریه رفتار برنامه‌ریزی‌شده بر این فرض استوار است که قصد رفتاری تابعی از نگرش، هنجارهای ذهنی و کنترل ادراک شده است. این نظریه می‌تواند رفتار سرمایه‌گذاران مسلمان را توضیح دهد؛ زیرا نگرش آن‌ها نسبت به سرمایه‌گذاری، تحت تأثیر باورهای دینی و هنجارهای اجتماعی پیرامون مشروعیت و اخلاق اسلامی قرار دارد. در این پژوهش، از این نظریه برای تبیین چگونگی شکل‌گیری قصد سرمایه‌گذاری اسلامی استفاده شده است؛ بدین معنا که نگرش مثبت به سرمایه‌گذاری حلال، فشارهای اجتماعی برای رعایت احکام شرعی، و کنترل رفتاری ناشی از سواد مالی اسلامی، عواملی هستند که نیت و در نهایت رفتار سرمایه‌گذاری را تعیین می‌کنند. در راستای همین بحث، نظریه هنجارهای اجتماعی تأکید دارد که رفتار انسان‌ها تا حد زیادی از ارزش‌ها، باورها و انتظارات محیط اجتماعی سرچشمه می‌گیرد. از دیدگاه اسلامی، هنجارهای اجتماعی برگرفته از آموزه‌های دینی مانند عدالت، امانت‌داری، شفافیت و پرهیز از فریب است؛ بنابراین، در این پژوهش این نظریه به منظور توضیح نقش فشارهای فرهنگی و ارزش‌های مذهبی در تصمیم‌گیری مالی به کار گرفته شده است. در واقع، پایبندی به اصول اخلاقی و

^۱. Kahneman & Tversky

اجتماعی نه تنها مشروعیت اجتماعی سرمایه‌گذاران مسلمان را افزایش می‌دهد، بلکه به پایداری و ثبات بازار سرمایه نیز کمک می‌کند.

از سوی دیگر، نظریه اعتماد اجتماعی نیز برای تبیین رفتارهای اخلاقی در سرمایه‌گذاری اسلامی اهمیت دارد. این نظریه بیان می‌کند که اعتماد به نهادهای مالی و سایر بازیگران بازار، موجب افزایش مشارکت سرمایه‌گذاران و کاهش عدم اطمینان می‌شود. در بافت اسلامی، اعتماد نه صرفاً یک سازوکار اقتصادی بلکه یک تعهد دینی محسوب می‌شود که با مفاهیمی چون صداقت و امانت‌داری پیوند دارد؛ بنابراین، در این تحقیق از این نظریه برای نشان دادن نقش اعتماد دینی در افزایش شفافیت، کاهش سوگیری‌های رفتاری و ارتقای کیفیت تصمیم‌گیری استفاده شده است. افزون بر این، نظریه مالی رفتاری اسلامی که از تلفیق اصول شریعت با مبانی روان‌شناسی و اقتصاد رفتاری شکل گرفته، چارچوب اصلی این پژوهش را تشکیل می‌دهد. این نظریه بر این باور است که رفتار سرمایه‌گذاران مسلمان تحت تأثیر هم‌زمان عوامل عقلانی نظیر بازده و ریسک و عوامل اعتقادی و اخلاقی نظیر حلال بودن معامله، عدالت، و نیت معنوی است. پژوهش حاضر باتکیه بر این دیدگاه، تلاش می‌کند تا الگویی بومی از تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران مسلمان در بازار سرمایه ایران ارائه دهد؛ الگویی که بتواند نشان دهد چگونه ارزش‌های دینی، ساختارهای اقتصادی و زمینه‌های فرهنگی با سازوکارهای روان‌شناختی تصمیم‌گیری ترکیب می‌شوند و الگوهای رفتاری خاصی را به وجود می‌آورند.

به علاوه، نظریه‌های دیگری نظیر عقلانیت محدود و سوگیری‌های شناختی نیز در تحلیل پژوهش به کار رفته‌اند. عقلانیت محدود بیان می‌کند که افراد به دلیل محدودیت اطلاعات و توان پردازش ذهنی، همواره تصمیمی بهینه نمی‌گیرند. در زمینه اسلامی، این محدودیت با آموزه‌هایی مانند مشورت، توکل و پرهیز از شتاب‌زدگی جبران می‌شود. بنابراین، تلفیق این نظریه با اصول شرعی نشان می‌دهد که چگونه ارزش‌های اسلامی می‌توانند به عنوان سازوکارهای کنترلی، سوگیری‌های شناختی را کاهش داده و منجر به رفتارهای عقلانی‌تر شوند.

مالیه رفتاری کمک می‌کند تا با فرموله کردن مدل‌های رفتاری، بهتر بتوانیم بازار سرمایه خود را شناخته و در رفع برخی تنگناهای ناشی از الگوهای رفتاری بهتر عمل کرد (نایب محسنی، ۱۴۰۰). این حوزه سعی می‌کند تصمیم و رفتار سرمایه‌گذاران را درک کند و توضیح دهد. همچنین فرض می‌کند که اطلاعات و ویژگی‌های عوامل بازار بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری و نتایج بازار سهام اثرگذار است. احساسات سرمایه‌گذاران، در چرخه‌های مختلف اقتصادی، متفاوت بوده و می‌تواند هم بر بازارهای مالی و هم بر بخش واقعی اقتصاد تأثیر گذارد (چن و همکاران^۱، ۲۰۲۱). بر اساس مالی رفتاری، سرمایه‌گذاران همواره منطقی نبوده و رفتار آنها بر اساس دیدگاه‌های اجتماعی و روان‌شناسی قابل تبیین است (لوپز کابرس و همکاران^۲، ۲۰۲۰)؛ بنابراین در زمان تصمیم‌گیری، سرمایه‌گذاران به طور غیرمنطقی عمل می‌کنند و تصمیم‌های نامعقولی را اتخاذ می‌کنند. این تصمیم‌ها بر کارایی بازار سهام و ثروت شخصی افراد اثر می‌گذارد. لذا سیاست‌گذاران مالی و اقتصادی و تصمیم‌گیرندگان بازار سرمایه برای جذب سرمایه این قشر از افراد جامعه و کمک به آنان برای اتخاذ تصمیم‌های درست در بازار سرمایه، به گونه‌ای که به اهداف سرمایه‌گذاری خود دست یابند، بایستی شناخت کافی از رفتار آنها داشت باشند (بیهاری و همکاران^۳، ۲۰۲۳).

سواد مالی و آموزش‌های شرعی می‌تواند سوگیری‌های شناختی را کاهش دهد و کیفیت تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران را ارتقا بخشد (شهواری^۴، ۲۰۲۳). از طرفی یافته‌ها نشان می‌دهند که باورهای سرمایه‌گذاران و گستره تعامل‌های اجتماعی‌شان تأثیر مستقیمی بر تمایل به سرمایه‌گذاری دارد، گرچه سواد مالی اثر تعدیل‌کننده آن را کم‌رنگ‌تر نمی‌کند (صادقی و همکاران، ۱۴۰۳). مرور مطالعات اخیر نیز نشان می‌دهد که ادغام سوگیری‌های رفتاری با احکام شریعت، می‌تواند مدل‌های پیش‌بینی دقیق‌تری از رفتار سرمایه‌گذاران مسلمان ایجاد کند این رویکرد، به‌ویژه در بستر فرهنگی - دینی ایران که سرمایه‌گذاران حقیقی بخش

¹. Chen et al

². Lopes-Cabarcos et al

³. Bihari et al

⁴. Shahvari

عمده‌ای از بازار سهام را تشکیل می‌دهند و درعین حال از دانش مالی محدودی برخوردارند، می‌تواند به درک بهتر رفتارهای مالی و بهبود تصمیم‌گیری‌ها کمک کند.

باتوجه به پژوهش‌های صورت گرفته در بازارهای اسلامی، سوگیری‌های رفتاری نظیر اعتمادبه‌نفس بیش از حد، رفتار گله‌ای، سوگیری تأییدی، و اثر چارچوب به صورت متفاوتی نسبت به بازارهای غربی بروز می‌یابند، زیرا در این محیط‌ها هنجارهای دینی و فقهی بر الگوهای فکری و رفتاری سرمایه‌گذاران تأثیرگذارند؛ بنابراین، توسعه یک چارچوب نظری بومی با رویکرد اسلامی برای تحلیل رفتار مالی، ضرورتی اجتناب‌ناپذیر است. از این رو، حوزه نوظهور مالی رفتاری اسلامی باهدف تلفیق اصول اخلاقی و شرعی اسلام با مفاهیم روان‌شناسی مالی، در سال‌های اخیر به یکی از محورهای مهم پژوهش در اقتصاد و مالی اسلامی تبدیل شده است. این حوزه تلاش دارد تا با تحلیل انتقادی مفاهیم رایج در مالی رفتاری و بازطراحی آن‌ها در بستر اسلامی، به تبیین دقیق‌تری از رفتار سرمایه‌گذاران مسلمان دست یابد و مسیر طراحی ابزارهای مالی اسلامی کارآمدتر را هموار سازد.

پژوهش آودوکیچ و آسوتا^۱ (۲۰۲۴) با ارائه یک چارچوب مفهومی نوین، بر اهمیت هم‌افزایی میان اصول اسلامی همچون توکل، عدالت و رعایت حلال با سازوکارهای رفتاری نظیر سوگیری‌های شناختی و رفتار ریسک‌پذیر تأکید دارد، و نشان می‌دهد که تنها از این مسیر می‌توان به مدلی واقع‌گرایانه‌تر و فرهنگ‌محور برای تحلیل رفتار سرمایه‌گذاران مسلمان دست یافت. اسلامی‌سازی مالی رفتاری، نه تنها ضرورتی نظری، بلکه ضرورتی کاربردی در جهت بهبود کیفیت تصمیم‌گیری‌های مالی در جوامع مسلمان به شمار می‌رود.

با رشد سریع سرمایه‌گذاری‌های اسلامی در کشورهای مختلف، ضرورت نظریه‌پردازی منسجم در این حوزه بیش‌ازپیش احساس می‌شود از این رو، پژوهش حاضر با تمرکز بر شناسایی سوگیری‌های رفتاری در بافت اسلامی و بررسی نحوه تعامل آن‌ها با اصول شریعت، گامی در جهت توسعه ادبیات مالی رفتاری اسلامی برمی‌دارد و می‌کوشد مدلی بومی از تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران مسلمان ارائه دهد که ضمن هم‌خوانی با مبانی نظری علوم رفتاری، بازتاب‌دهنده ارزش‌ها و الزامات شرعی در بازار سرمایه ایران باشد. این مدل نه تنها درصدد تبیین رفتار سرمایه‌گذاران است، بلکه می‌تواند به عنوان راهنمایی برای سیاست‌گذاران و نهادهای مالی جهت توسعه ابزارهای اسلامی و ارتقای کارایی بازار مورد استفاده قرار گیرد.

اهداف و سؤالات پژوهش

باتوجه به نقش تعیین‌کننده رفتار سرمایه‌گذاران در کارایی بازار سرمایه و تأثیر ارزش‌ها و اصول اسلامی بر فرایندهای تصمیم‌گیری مالی، پژوهش حاضر باهدف شناسایی، تحلیل و ارائه یک الگوی مالی رفتاری اسلامی برای سرمایه‌گذاران حقیقی بورس اوراق بهادار تهران طراحی شده است. این مطالعه با رویکردی تحلیلی و سیستماتیک، به بررسی سازوکارهای اثرگذاری مؤلفه‌های مالی رفتاری اسلامی بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران می‌پردازد و روابط بین اجزای مختلف این رفتار را مدل‌سازی می‌کند.

اهداف پژوهش عبارت‌اند از:

۱. شناسایی ابعاد و مؤلفه‌های مالی رفتاری اسلامی مؤثر بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران حقیقی بورس اوراق بهادار تهران.
۲. تحلیل و ارزیابی نحوه تأثیرگذاری عوامل رفتاری و مالی اسلامی بر فرآیند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران و تعامل میان آن‌ها.
۳. ارائه و تبیین یک الگوی جامع مالی رفتاری اسلامی سرمایه‌گذاران حقیقی، همراه با تحلیل روابط بین مؤلفه‌های آن در فرآیند تصمیم‌گیری.

در راستای تحقق اهداف فوق، پژوهش به پاسخگویی به سؤالات کلیدی زیر می‌پردازد:

۱. چه عوامل رفتاری و مالی اسلامی بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران حقیقی بورس اوراق بهادار تهران تأثیرگذارند؟
۲. مؤلفه‌های اصلی اسلامی رفتار تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران حقیقی شامل چه اجزا و ویژگی‌هایی هستند؟

^۱. Avdukic & Asutay

۳. الگوی مالی رفتاری اسلامی ارائه شده چگونه شکل می‌گیرد و روابط بین مولفه‌های آن چگونه قابل تحلیل و تبیین است؟ این اهداف و پرسش‌ها چارچوب مفهومی پژوهش را تعریف کرده و مسیر تحلیل داده‌ها و استخراج نتایج را به شکلی علمی و منسجم هدایت می‌کنند، به گونه‌ای که هم جنبه اکتشافی و هم جنبه تحلیلی پژوهش به طور هم‌راستا پوشش داده شود.

سوگیری‌های شناختی در بستر مالی اسلامی و نقش اصول شریعت در تعدیل آنها

در مالیه رفتاری، سوگیری‌های شناختی به عنوان انحرافات ذهنی نظام‌مند، بر فرایند تصمیم‌گیری مالی افراد تأثیرگذارند. این سوگیری‌ها که از تلفیق نادرست اطلاعات، تجربه‌های گذشته و احساسات نشأت می‌گیرند، اغلب موجب رفتارهایی می‌شوند که از عقلانیت اقتصادی فاصله دارند (پروین و همکاران^۱، ۲۰۲۳). از جمله مهم‌ترین این انحرافات می‌توان به اعتمادبه‌نفس بیش از حد، رفتار گله‌ای و سوگیری تأییدی اشاره کرد که به‌ویژه در شرایط عدم قطعیت و نوسان بازار تشدید می‌شوند. با این حال، در نظام مالی اسلامی، تصمیم‌گیری‌های مالی تنها در چارچوب معیارهای سود و ریسک تحلیل نمی‌شوند؛ بلکه متأثر از ارزش‌ها، الزامات اخلاقی و اصول فقهی هستند. از این منظر، اصول بنیادینی همچون توکل، عدالت، پرهیز از غرر و شفافیت، نقش مهمی در کنترل سوگیری‌های رفتاری ایفا می‌کنند و زمینه‌ساز تعادل میان عقلانیت مالی و ارزش‌مداری اسلامی می‌شوند.

برای نمونه، رفتار گله‌ای در بازارهای متعارف منجر به تشکیل حباب‌های قیمتی می‌شود. اما در بازارهای اسلامی، الزام به اجتهاد فردی و نهی از تقلید کورکورانه که ریشه در آموزه‌های دینی دارند، افراد را به تأمل، پژوهش و تحلیل مبتنی بر اصول فقهی سوق می‌دهند. چنین نگاهی، پیروی غیرعقلانی از دیگران را محدود کرده و ثبات رفتاری را افزایش می‌دهد. در مورد سوگیری تأییدی نیز که طی آن افراد فقط اطلاعات هم‌راستا با باورهای خود را تأیید می‌کنند و سایر داده‌ها را نادیده می‌گیرند، آموزه‌های اسلامی نقش اصلاح‌گر دارند و بر تفکر انتقادی، تعقل و پذیرش انتقاد سازنده تأکید دارد؛ یافته‌های قیصری و همکاران^۲ (۲۰۲۳) نیز تأکید می‌کند که افزایش سواد مالی اسلامی، باعث کاهش ریسک‌پذیری افراطی در میان سرمایه‌گذاران حقیقی بازار سرمایه ایران شده است.

از منظر نهادی نیز، اقدامات جدید مانند معرفی استاندارد شماره ۶۲ صکوک از سوی AAOIFI در سال ۲۰۲۵، با تأکید بر مالکیت واقعی دارایی‌ها، شفافیت قراردادهای اجتناب از شبهه در معامله‌ها، موجب افزایش ادراک ریسک شرعی و ارتقای دقت رفتاری سرمایه‌گذاران شده است. این رویکرد، انگیزه تحلیل عمیق‌تری از ابزارهای مالی را در میان سرمایه‌گذاران مسلمان فراهم می‌آورد. نکته مهم دیگر، همگرایی روزافزون میان اهداف شریعت اسلامی و معیارهای نوین ESG (محیط‌زیست، مسئولیت اجتماعی و حاکمیت شرکتی) است. این هم‌راستایی، با تأکید بر پایداری، مسئولیت‌پذیری و اجتناب از منفعت‌طلبی کوتاه‌مدت، در کاهش رفتارهای هیجانی سرمایه‌گذاران نقش مهمی ایفا می‌کند و زمینه‌ساز تصمیم‌های متوازن میان سودآوری اقتصادی و تعهد اخلاقی می‌گردد. در مجموع، شریعت اسلامی نه تنها به عنوان نظامی فقهی، بلکه به عنوان چارچوبی رفتاری و تربیتی، می‌تواند نقشی مؤثر در کاهش انحرافات شناختی ایفا کند. این اصول با ارتقای عقلانیت، شفافیت، اخلاق‌مداری و خودکنترلی، ظرفیت تعدیل سوگیری‌های رفتاری را دارند و مسیر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران مسلمان را از هیجان‌گرایی به سمت خردگرایی سوق می‌دهند.

ضرورت توسعه الگوی بومی مالی رفتاری اسلامی

بازار سرمایه ایران، به عنوان یکی از ارکان حیاتی نظام مالی کشور، با پیچیدگی‌هایی مواجه است که بخش زیادی از آن به عدم انطباق کامل الگوهای رایج مالی رفتاری با بافت فرهنگی، دینی و نهادی جامعه ایرانی بازمی‌گردد. مدل‌های متعارف مالی رفتاری که عمدتاً در بستر جوامع غربی و سکولار توسعه یافته‌اند، اگرچه در تبیین پدیده‌هایی نظیر سوگیری‌های شناختی و رفتارهای هیجانی موفق بوده‌اند، اما نسبت به اصول دینی، الزامات شریعت و دغدغه‌های اخلاقی سرمایه‌گذاران مسلمان بی‌تفاوت‌اند (آودوکیچ و آسوتا، ۲۰۲۴). در بازار سرمایه‌ای که ساختار حقوقی و نظارتی آن بر پایه فقه اسلامی بنا شده، چنین

¹. Parveen et al

². Qaisari et al

الگوی تصمیم‌های سرمایه‌گذاری اخلاقی مبتنی بر ارزش‌های اسلامی در بازار سهام ایران

نارسیایی نظری می‌تواند به کاهش کارایی و ضعف در تحلیل رفتار سرمایه‌گذاران منجر شود. در سطح بین‌المللی، رشد قابل توجه صنعت مالی اسلامی و گسترش مطالعات میان‌رشته‌ای در حوزه‌های اقتصاد رفتاری و فقه مالی، نشان‌دهنده ضرورتی است برای بازاندیشی و بازطراحی الگوهای رفتاری متناسب با زمینه‌های دینی.

از سوی دیگر بخش زیادی از پژوهش‌های داخلی، صرفاً به آزمون کمی سوگیری‌های رفتاری مانند اعتمادبه‌نفس بیش از حد، رفتار گله‌ای، یا لنگراندازی بسنده کرده‌اند؛ بدون آنکه تلاش جدی برای تبیین آن‌ها در چارچوب ارزش‌ها و باورهای اسلامی صورت گرفته باشد. در چنین بستری، طراحی و توسعه یک الگوی بومی مالی رفتاری اسلامی، نه یک انتخاب اختیاری بلکه ضرورتی راهبردی است. الگویی که بتواند ضمن توجه به واقعیت‌های روان‌شناختی سرمایه‌گذاران، اصول شریعت و الزامات دینی را نیز در تصمیم‌سازی‌های مالی لحاظ کند. چنین مدلی می‌تواند به ارتقای تحلیل‌های رفتاری، طراحی دقیق‌تر سیاست‌های نظارتی، تولید ابزارهای مالی اسلامی نوین و افزایش اعتماد و مشارکت سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه منجر شود. در نهایت، توسعه الگوی بومی مالی رفتاری اسلامی، گامی اساسی برای تقویت کارایی بازار، ارتقای عدالت اقتصادی و تحقق سرمایه‌گذاری مسئولانه در چارچوب ارزش‌های دینی و فرهنگی ایران به شمار می‌رود؛ مدلی که هم‌زمان ریشه در داده، ارزش و واقعیت دارد.

راهبردهای مالی رفتاری اسلامی؛ پیوند عقلانیت، روان‌شناسی و شریعت

در دهه‌های اخیر، ضعف مدل‌های سنتی مالی نظیر مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای و فرضیه بازار کارا در تبیین واقعیت‌های رفتاری سرمایه‌گذاران، موجب ظهور و گسترش رویکرد مالی رفتاری شده است؛ رویکردی که بر نقش سوگیری‌های شناختی و عوامل روان‌شناختی، اجتماعی و هیجانی در تصمیم‌گیری‌های مالی تأکید دارد (ریسمان^۱، ۲۰۲۴). این سوگیری‌ها از جمله اعتمادبه‌نفس بیش از حد، رفتار گله‌ای، لنگراندازی، و زیان‌گریزی غالباً باعث انحراف سرمایه‌گذاران از مسیرهای عقلایی و بهینه می‌شوند. در این میان، مالی رفتاری اسلامی به‌عنوان رویکردی نوین و تلفیقی مطرح شده که تلاش می‌کند تعالیم اخلاقی، فقهی و ارزشی اسلام را با یافته‌های علوم رفتاری در هم آمیزد. این دیدگاه، تصمیم‌گیری مالی را نه صرفاً کنشی اقتصادی، بلکه عملی اخلاقی و مسئولانه در چارچوب شریعت تلقی می‌کند؛ جایی که اصولی چون نهی از ربا، اجتناب از غرر و قمار، توصیه به صداقت، عدالت، امانت‌داری و رعایت حقوق دیگران، نقش راهبردی در اصلاح و هدایت رفتار مالی ایفا می‌کنند. راهبردهای مالی رفتاری اسلامی را می‌توان در سه سطح طراحی و پیاده‌سازی کرد:

راهبردهای فردی: سرمایه‌گذاران مسلمان برای ارتقای کیفیت تصمیم‌گیری مالی خود، باید روی چهار مؤلفه کلیدی تمرکز کنند: افزایش خودآگاهی مالی، مشورت با متخصصان شریعت جهت تأیید شرعی تصمیم‌ها، تقویت کنترل هیجانات و جلوگیری از رفتارهای احساسی، پرهیز از طمع در تصمیم‌های اقتصادی. در این راستا مطالعه محی‌الدین و همکاران (۲۰۲۱) نشان داد که با ارتقای سواد شریعت، اثرهای مخرب سوگیری‌هایی مانند توهم کنترل و خود نسبت‌دهی بر رفتار جمعی کاهش می‌یابد و تصمیم‌های شخصی عمیق‌تر و منطبق‌تر با اصول اسلامی اتخاذ می‌گردد.

راهبردهای نهادی: در سطح مؤسسه‌های مالی، لازم است ابزارها و محصولات مالی شریعت‌محور طراحی شوند که نه تنها مبتنی بر اصول شرعی باشند، بلکه سوگیری‌های رفتاری رایج مثل حرص، و سوگیری تأییدی را نیز مدنظر قرار دهند. نمونه‌ای از این ابزار، صکوک مشارکتی با ساختار شفاف و عادلانه است که چارچوب‌های رفتاری و اخلاقی را در ساختار خود به کار می‌گیرد. ریسمان (۲۰۲۴) در چارچوب مفهومی مالی رفتاری اسلامی خاطرنشان می‌کند که ابزارهای مالی نوین از جمله صکوک و سرمایه‌گذاری اجتماعی باید به‌گونه‌ای طراحی شوند که تغییر رفتار فردی سرمایه‌گذار را نیز هدف قرار دهند؛ این تغییر رفتاری با تأکید بر شفافیت، انصاف و ارتباط معنادار با اهداف شریعت، قابل حصول است.

راهبردهای سیاست‌گذاری: تدوین مقرراتی مبتنی بر شریعت که شفافیت اطلاعات، انصاف در معاملات و کاهش اطلاعات نامتقارن را هدف قرار دهند. فزون بر این، رشد مستمر بازار مالی اسلامی و استقبال گسترده سرمایه‌گذاران از آن، اهمیت راهبردهای بومی و ارزش‌محور را دوچندان کرده است. در مجموع، مالی رفتاری اسلامی با ترکیب عقلانیت رفتاری و تعالیم

^۱. Risman

شرعی، مدلی نوآورانه برای تحلیل و هدایت رفتار مالی مسلمانان ارائه می‌دهد؛ مدلی که می‌تواند افق‌های تازه‌ای برای پایداری، عدالت و اخلاق در بازارهای سرمایه بگشاید.

پیشینه پژوهش

باتوجه به اهمیت درک رفتار سرمایه‌گذاران در بازارهای مالی از منظر مالی رفتاری اسلامی، در سال‌های اخیر پژوهش‌های متعددی با رویکردی تلفیقی میان مفاهیم روان‌شناسی مالی و اصول شریعت اسلامی انجام شده‌اند. در این بخش، به بررسی برخی از پژوهش‌های جدید داخلی و بین‌المللی پرداخته می‌شود که مبنای نظری قوی‌تری برای توسعه الگوی پیشنهادی فراهم می‌سازند. در تازه‌ترین پژوهش‌ها، بادر و خالد^۱ (۲۰۲۴) در مطالعه‌ای با تمرکز بر مسلمانان نسل هزاره در مالزی، با استفاده از مدل توسعه‌یافته نظریه رفتار برنامه‌ریزی‌شده آجزن^۲ (۱۹۹۱)، مسیرهای تأثیر سواد مالی اسلامی بر نیت‌های رفتاری در مدیریت مالی را بررسی کردند. نتایج نشان داد که سه مؤلفه دانش، مهارت و خودکارآمدی مالی اسلامی به طور قابل‌توجهی بر رفتار مالی نسل جوان مسلمان اثر دارد. در همین راستا، رامادانیا و همکاران^۳ (۲۰۲۴) به بررسی رفتار تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری در میان سرمایه‌گذاران مسلمان در دو بخش واقعی و مالی پرداخت. بر خلاف اغلب پژوهش‌هایی که بر بازار سرمایه تمرکز دارند، این پژوهش تلاش کرد تا تأثیر متغیرهای رفتاری را بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران اسلامی بررسی کند. یافته‌ها نشان داد که دین‌داری و باورهای اسلامی در رفتار سرمایه‌گذاران نقش مستقیمی دارند و می‌توانند تأثیر سوگیری‌های هیجانی را به طرز معنی‌داری کاهش دهند.

از سوی دیگر نظیر و ثاقب^۴ (۲۰۲۴) در مطالعه رفتاری مبتنی بر دین‌داری، رویکرد کاربران مالی اسلامی و استاندارد انتخاب، نشان دادند که افرادی که دین‌داری بالایی دارند تمایل زیادی به رعایت معیارهای شریعتی در انتخاب محصول‌های مالی داشتند و تصمیم‌هایشان بیش‌تر بر پایه ایمان شکل می‌گرفت. در پژوهشی دیگر با عنوان تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری در سهام شریعت‌محور: سواد مالی اسلامی، عوامل ریسک و ارتباط آن‌ها با سوگیری رفتاری، افروح و حافظی^۵ (۲۰۲۴) با بهره‌گیری از مدل معادلات ساختاری و نمونه‌ای متشکل از ۵۰۰ سرمایه‌گذار در استان جاوای شرقی اندونزی، تأثیر سواد مالی اسلامی و عوامل ریسک بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری در سهام شریعت‌محور را بررسی کردند. و نشان دادند که سواد سهام اسلامی مستقیماً بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری تأثیر دارد و سوگیری‌های رفتاری نقش میانجی این ارتباط را ایفا می‌کنند.

در همین راستا قیصری و همکاران^۶ (۲۰۲۳) نیز در پژوهشی با عنوان ارائه و تبیین مدل نقش ویژگی‌های رفتاری و سواد مالی سرمایه‌گذاران حقیقی بر رفتار مدیریت مالی در بازار سرمایه ایران به تحلیل چگونگی تأثیر ویژگی‌های رفتاری و سطح سواد مالی بر رفتار مدیریت مالی سرمایه‌گذاران حقیقی در بازار سرمایه پرداختند. یافته‌های پژوهش نشان داد که این دو عامل نقش تعیین‌کننده‌ای در درک روندهای بازار، تصمیم‌گیری مالی آگاهانه و افزایش امنیت و رضایت سرمایه‌گذاری ایفا می‌کند. همچنین یافته‌های پژوهش داوودی و همکاران^۷ (۲۰۲۳) بیانگر آن است که احساسات و برداشت‌های ذهنی نقش مهمی در تصمیم‌گیری‌های مالی سرمایه‌گذاران ایفا می‌کنند. به‌ویژه در بستر بازار سرمایه ایران که با نوسانات بالا و پیچیدگی‌های رفتاری همراه است، طراحی مدل‌های بومی‌شده رفتاری می‌تواند ابزار مؤثری برای تحلیل و پیش‌بینی رفتارهای سرمایه‌گذاران فراهم آورد؛ بنابراین در نظر گرفتن متغیرهای رفتاری، شناختی و هیجانی در سیاست‌گذاری‌های مالی و طراحی ابزارهای مالی اسلامی ضروری است.

شوکلا و همکاران^۸ (۲۰۲۰) در پژوهش خود به بررسی تأثیر تئوری‌های رفتاری بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری پرداختند. نتایج این پژوهش نشان داد که ۷ تئوری رفتاری حسابداری ذهنی، زیان‌گریزی، لنگر انداختن، اثر تمایلی، رفتار گله‌ای، بیش‌اعتمادی و نمایندگی بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاران در بازارهای سرمایه مختلف به طور مشترک اثرگذار بوده‌اند و از طرفی نیز اعتمادبه‌نفس

^۱. Bader & Khalid

^۲. Ajzen

^۳. Ramadhanian

^۴. Nazir & Saqib

^۵. Afroh & Hafidzi

^۶. Shukla et al

بیش از حد سرمایه‌گذاران همراه با سویه نامگری باعث می‌شود آنها در محیط عدم اطمینان بیش از حد به تصمیم‌های خود اطمینان کنند و دانش خود را بیش از آنچه هست تخمین بزنند. سرمایه‌گذاران گمان می‌کنند عملکرد گذشته بهترین شاخص برای اندازه‌گیری عملکرد آتی یک شرکت است. مطالعه محی‌الدین و همکاران (۲۰۲۱) به بررسی تأثیر سوگیری‌های رفتاری بر رفتار تقلیدی در بازار محصول‌های مالی اسلامی با نقش میانجی سواد شرعی پرداخته است. نتایج نشان می‌دهد که سوگیری شناختی نظیر توهم کنترل و خودافزایی می‌تواند منجر به رفتار گله‌ای در انتخاب محصول‌های مالی اسلامی شود، اگرچه سطح سواد شریعت می‌تواند این اثر را کاهش دهد.

در بستر بازار سرمایه ایران، بنا به یافته‌های بابایی و همکاران (۱۴۰۴)، سوگیری‌های شناختی و هیجانی، مانند اعتمادبه‌نفس بیش از حد، زیان‌گریزی و واکنش‌های هیجانی، تثبیت‌شده در بین سرمایه‌گذاران ایرانی، با باورهای دینی و الزامات شرعی در تعامل پیچیده‌ای هستند. این پژوهش نشان داده است که تقویت دانش شرعی و ابزارهای آموزش مالی مبتنی بر فرهنگ اسلامی می‌تواند تا حد زیادی شدت این سوگیری‌ها را کاهش دهد و تصمیم‌گیری را منضبط‌تر و هم‌راستا با اصول اخلاقی سازد.

مرادزاده و همکاران (۱۴۰۳) نیز در پژوهش خود با عنوان ارائه مدل تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری و حل مسئله رفتار هیجانی سرمایه‌گذاران تازه‌وارد در بورس اوراق بهادار تهران، دریافتند که آموزش و فرهنگ‌سازی، عرضه‌های سازمان‌یافته و با برنامه، مدیریت سرمایه، نوآوری و ساختاری، قوانین، مقررات و مجازات‌ها و اقتصادی و سیاسی راهبردهایی شناسایی شده‌ای هستند که اگر توسط سازمان و نهادهای مالی و سرمایه‌گذاران تازه‌وارد در اولویت قرار گیرند، آنگاه می‌توان انتظار کاهش رفتار هیجانی را در سرمایه‌گذاران تازه‌وارد داشت. زینی وند و همکاران (۱۴۰۲) در پژوهش خود با عنوان سوگیری‌های رفتاری و تصمیم‌های سرمایه‌گذاران حقیقی و حقوقی تحت شرایط عدم اطمینان در بورس اوراق بهادار تهران به بررسی سوگیری‌های رفتاری و تصمیم‌های سرمایه‌گذاران حقیقی و حقوقی در شرایط عدم اطمینان در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج نشان داد که در گروه سرمایه‌گذاران حقیقی تورش‌های سرمایه‌گذاری تدریجی، شایعه‌گرایی، رفتار گله‌ای، کوتاه‌نگری، اتکا و تعدیل، داشته بیش نگری، تکرار گرایی، سوگیری تقویمی و تازه‌گرایی تأثیر معناداری بر روی تصمیم‌های سرمایه‌گذاری داشته‌اند.

از سویی دیگر باتوجه‌به پژوهش باقرنیا و فرهادیان (۱۴۰۲) که به طراحی نظام سوگیری‌های رفتاری سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. محققان ۶۷ سوگیری مالی رفتاری را شناسایی، استخراج و در پنج مقوله شناختی، عاطفی، اجتماعی، فرهنگی و طبیعی دسته‌بندی کردند. نادری و همکاران (۱۴۰۳) نیز در مقاله‌ای با عنوان بررسی عوامل تأثیرگذار بر سواد مالی اسلامی با استفاده از تکنیک دنپ، به بررسی شناسایی و تحلیل مهم‌ترین عوامل مؤثر بر سواد مالی اسلامی در کشور جمهوری اسلامی ایران با استفاده از تکنیک دنپ پرداخته‌اند. نتایج حاصل نشان می‌دهد که عوامل اجتماعی دارای بیشترین اهمیت هستند. همچنین نگرش مالی اسلامی، فرهنگ، تعلقات مذهبی، دوستان و همسالان و دانش مالی اسلامی مهم‌ترین زیر عوامل مؤثر بر سواد مالی اسلامی در جمهوری اسلامی ایران است. در پژوهش دیگری نیز فاطمی و دهقانی‌عناری (۱۳۹۲) نشان دادند که ارزش‌های دینی، هنجارهای اجتماعی و تعلق مذهبی می‌توانند رفتار توده‌وار و هم‌رنگی اطلاعاتی را در بازار سرمایه ایران کاهش دهند.

مرور پژوهش‌های اخیر داخلی و بین‌المللی نشان می‌دهد که رویکرد ترکیبی میان نظریه‌های مالی رفتاری و آموزه‌های اسلامی، به‌ویژه در تحلیل رفتار سرمایه‌گذاران مسلمان، به‌تدریج جایگاه ویژه‌ای در پژوهش‌های مالی یافته است. نتایج این بررسی‌ها نشان می‌دهد که متغیرهایی مانند ایمان، تقوا، توکل، و اجتناب از معاملات شبهه‌ناک، می‌توانند از طریق تقویت خودکنترلی، تعدیل هیجانات و شکل‌دهی به انتظارات واقع‌بینانه‌تر، نقش مؤثری در کاهش سوگیری‌های رفتاری و ارتقای کیفیت تصمیم‌گیری‌های مالی ایفا کنند. باوجود این پیشرفت‌ها، بخش قابل‌توجهی از پژوهش‌های موجود به‌ویژه در فضای علمی ایران یا صرفاً به چارچوب‌های غربی در تبیین رفتار مالی بسنده کرده‌اند یا تنها به شرح آموزه‌های اسلامی بدون تحلیل تجربی و مدل‌سازی کاربردی پرداخته‌اند. این مطالعات عموماً نسبت به زمینه‌های فرهنگی، دینی و نهادی خاص بازار سرمایه ایران بی‌توجه بوده‌اند و از ارائه الگویی بومی و اجرایی ناتوان مانده‌اند. براین‌اساس، طراحی یک مدل مفهومی یکپارچه که در آن اصول مالی رفتاری با ارزش‌ها و آموزه‌های اسلامی تلفیق شود و مقتضیات خاص بازار سرمایه ایران را مدنظر قرار دهد، ضرورتی انکارناپذیر

است. پژوهش حاضر در راستای پاسخ‌گویی به این خلأ نظری و کاربردی، تلاش دارد الگویی تلفیقی و قابل‌اتکا برای تحلیل رفتار سرمایه‌گذاران مسلمان در بازار سرمایه ایران ارائه دهد.

روش‌شناسی پژوهش

باتوجه به اینکه هدف پژوهش در نهایت ارائه یک الگو است، جهت‌گیری پژوهش بر اساس هدف از نوع پژوهش‌های بنیادی و برحسب گردآوری اطلاعات اکتشافی و از منظر داده نیز کیفی - کمی (ترکیبی) است. پژوهش حاضر باهدف طراحی یک الگوی بومی مالی رفتاری اسلامی در بازار سرمایه ایران، نیازمند درک عمیق رفتار سرمایه‌گذاران و عوامل زمینه‌ای فرهنگی، دینی و اقتصادی بود؛ بنابراین از رویکرد ترکیبی کیفی - کمی استفاده شد تا هم ابعاد عینی و قابل‌سنجش رفتار سرمایه‌گذاران با داده‌های کمی تحلیل شود و هم لایه‌های پنهان ذهنی، نگرش‌ها و تعاملات فرهنگی آنان از طریق تحلیل کیفی استخراج گردد. این انتخاب روش، امکان توسعه یک مدل جامع و بومی مبتنی بر واقعیت‌های بازار ایران را فراهم می‌کند. پژوهش با بهره‌گیری از رویکرد نظریه‌پردازی داده‌بنیاد به تحلیل کیفی داده‌ها پرداخته است. سپس برای تکمیل و استفاده بهینه و کاربردی‌تر و نیز اخذ تصمیم‌های بهتر، به‌صورت کمی نیز تحلیل شده است. با استفاده از روش‌های پژوهش ترکیبی امکان درک بهتر از پدیده‌ها فراهم می‌شود. برای این منظور در مرحله نخست، مبانی نظری مرتبط از طریق مطالعات کتابخانه‌ای و جستجو در پایگاه‌های معتبر علمی گردآوری شد. به‌منظور توسعه نظریه میانی و تدوین مدل مفهومی مالی رفتاری اسلامی تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران فردی، داده‌های میدانی از طریق مصاحبه‌های نیمه‌ساختاریافته با خبرگان گردآوری شد و تحلیل داده‌ها با بهره‌گیری از روش کدگذاری سه‌مرحله‌ای (باز، محوری، انتخابی) صورت گرفت.

روش نظریه داده‌بنیاد به طور خاص برای تحلیل تجارب ذهنی و شناسایی ساختارهای پنهان در رفتار سرمایه‌گذاران در زمینه‌های فرهنگی پیچیده؛ مانند بازارهای مالی اسلامی مناسب است. همان‌طور که مک‌لئود^۱ (۲۰۲۴) اشاره می‌کند، ساختار نظام‌مند این روش شامل کدگذاری باز، محوری و انتخابی به پژوهشگران امکان می‌دهد تا نظریه‌هایی را مستقیماً از داده‌های میدانی توسعه دهند، نه صرفاً بر اساس مدل‌های پیش‌ساخته. این ویژگی برای درک نقش ارزش‌های اخلاقی و دینی در تصمیم‌گیری‌های مالی در بافت اسلامی اهمیت ویژه‌ای دارد. پژوهش حاضر نیز به‌منظور طراحی الگوی مالی رفتاری اسلامی، از روش کیفی نظریه داده‌بنیاد با رهیافت نظام‌مند استراوس و کوربین استفاده کرده است که باتکیه بر رویکرد استقرایی، از دل مصاحبه‌های نیمه‌ساختاریافته و مشاهدات، به تولید نظریه‌ای بومی می‌پردازد (داوودی و همکاران، ۲۰۲۳؛ صانعیان و همکاران^۲، ۲۰۲۳).

فرایند اجرای کیفی پژوهش شامل سه مرحله بوده است: ابتدا با مرور نظام‌مند پژوهش‌های پیشین، مؤلفه‌های مالی رفتاری و اسلامی استخراج شد. سپس از طریق مصاحبه‌های نیمه‌ساختاریافته با اساتید دانشگاه، خبرگان مالی با بیش از پنج سال سابقه در حوزه مالی اسلامی، تدریس دانشگاهی و تجربه عملی در بازار و سرمایه‌گذاران حقیقی در بازار سرمایه ایران، داده‌های عمیق گردآوری گردید. در نهایت، داده‌های کیفی با روش نظریه داده‌بنیاد تحلیل شده و مدل نهایی طراحی شد. شواهد مطالعات پیشین مانند کردکتولی و همکاران (۱۳۹۹) نیز اثربخشی این روش را در زمینه طراحی الگوی تأمین مالی اسلامی در صنایع کوچک و متوسط تأیید کرده‌اند. این روش، ابزار مناسبی برای فهم لایه‌های پنهان فرهنگی، نهادی و اخلاقی در رفتار مالی مسلمانان است. در مرحله کمی، پرسشنامه‌ای مبتنی بر یافته‌های بخش کیفی طراحی و میان جامعه آماری پژوهش شامل خبرگان، افراد صاحب‌نظر و سرمایه‌گذاران فردی فعال در بورس اوراق بهادار تهران، توزیع شد. نمونه پژوهش مشتمل بر برخی صاحب‌نظران بازار همچون تحلیلگران شرکت‌های کارگزاری، مدیر صندوق‌های سرمایه‌گذاری، سبدگردان‌ها و برخی از فعالان بازار سرمایه که آموزش‌های اصول و تحلیل بازار سرمایه را سپری کرده‌اند است. لازم به توضیح است در این مرحله تعداد ۴۱۰ پرسشنامه، توزیع و در بین آنها تعداد ۳۸۸ پرسشنامه که به طور کامل تکمیل شده بود وارد فرایند تجزیه و تحلیل شدند. داده‌های حاصل با استفاده از مدل‌یابی معادلات ساختاری جهت آزمون و اعتبارسنجی الگوی مفهومی تحلیل گردید.

^۱. McLeod

^۲. Saneian et al

تجزیه و تحلیل داده‌ها

نتایج پژوهش در دو بخش کیفی و کمی تنظیم شده‌اند. در بخش کیفی پژوهش بر اساس نتایج به‌دست‌آمده از مصاحبه‌ها و سه مرحله؛ کدگذاری باز، محوری و انتخابی، الگوی مالی رفتاری اسلامی تصمیم‌های سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه ایران تدوین شد.

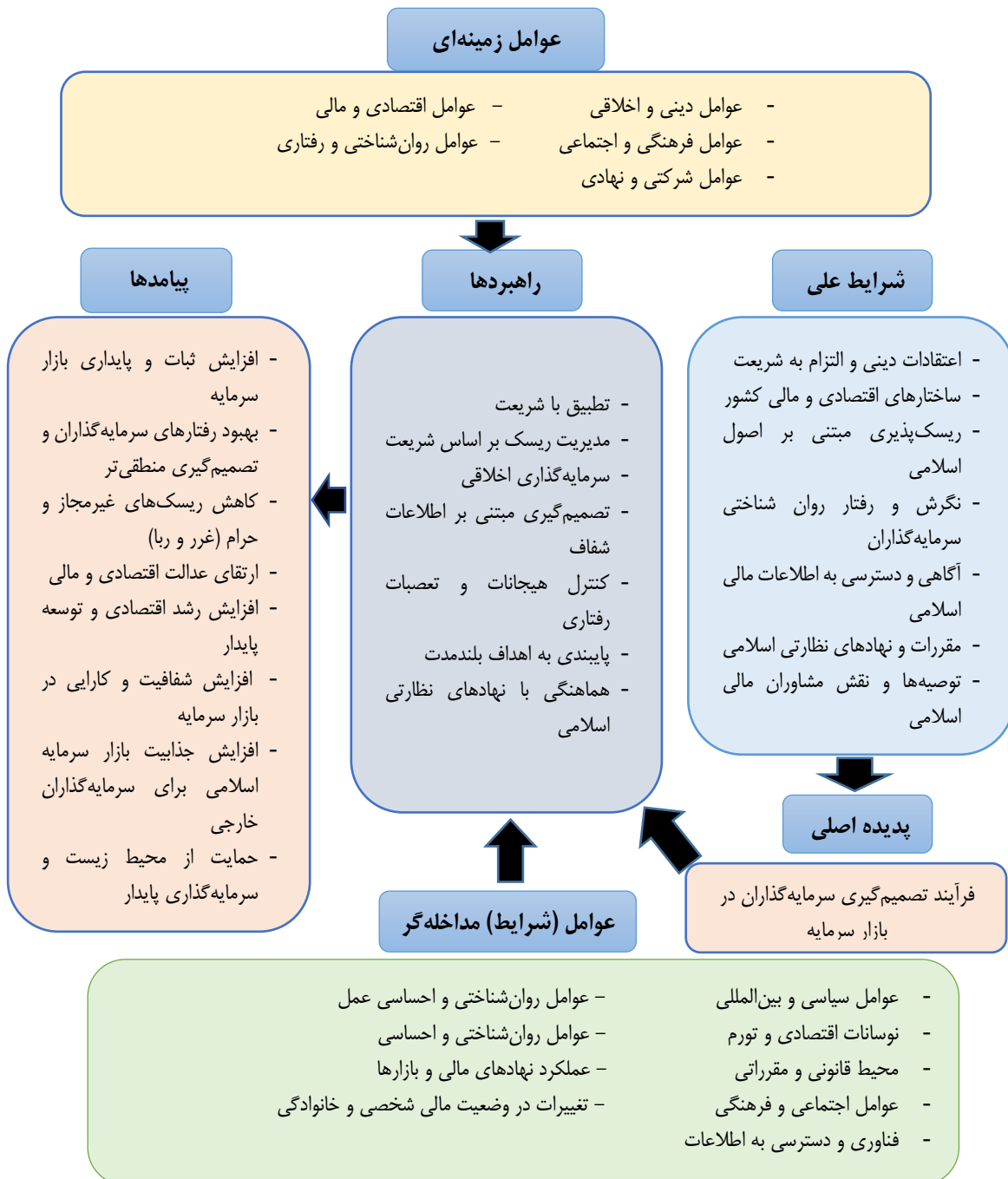
جامعه آماری پژوهش شامل ۱۸ نفر از اساتید دانشگاهی، تحلیل‌گران بازار سرمایه و سرمایه‌گذاران فردی باتجربه و تخصص در حوزه‌های مالی اسلامی و رفتار سرمایه‌گذاری بود. در این پیه‌منظور انتخاب مصاحبه‌شوندگان از روش نمونه‌گیری گلوله برفی استفاده شد، روشی که در آن از هر مصاحبه‌شونده درخواست می‌شود افراد دیگری را معرفی کند که تجربه یا دانش مرتبطی با موضوع پژوهش دارند این فرایند تا مرحله اشباع نظری ادامه یافت. جامعه آماری در نگاره (۱) ارائه گردیده است. در این پژوهش سرمایه‌گذاران مذهبی به افرادی اطلاق می‌شود که تصمیم‌های سرمایه‌گذاری خود را بر اساس اصول و ارزش‌های اسلامی اتخاذ می‌کنند. این افراد از سرمایه‌گذاری در فعالیت‌های حرام یا غیر اخلاقی اجتناب می‌کنند و علاوه بر بازده مالی، مطابقت سرمایه‌گذاری با شریعت و معیارهای اخلاقی برای آن‌ها اهمیت دارد. نمونه‌های انتخاب شده در این مطالعه، سرمایه‌گذاران حقیقی بورس اوراق بهادار تهران هستند که این ویژگی‌ها را دارند.

نگاره ۱. مشخصات مصاحبه‌شوندگان پژوهش (فعالان بازار سهام)

حوزه تخصصی	مدرک تحصیلی مشارکت‌کنندگان	تعداد مشارکت‌کنندگان	درصد فراوانی مشارکت‌کنندگان
کارشناس سرمایه‌گذاری	کارشناسی ارشد حسابداری	۵	۲۸٪
استادیار	دکتری حسابداری	۴	۲۲٪
دانشیار	دکتری حسابداری	۴	۲۲٪
سرمایه‌گذار مذهبی	کارشناسی ارشد حسابداری	۵	۲۸٪
جمع - نفرها		۱۸	۱۰۰٪

تحلیل داده‌های کیفی در این پژوهش با بهره‌گیری از رویکرد سه‌مرحله‌ای کدگذاری باز، محوری و انتخابی انجام شد تا الگوی مالی رفتاری اسلامی سرمایه‌گذاران حقیقی بورس تهران به شکل نظام‌مند، مبتنی بر داده‌های واقعی و علمی طراحی شود. در مرحله کدگذاری باز، تمامی داده‌های مصاحبه‌ها به‌دقت بررسی شد و مفاهیم اولیه، الگوهای رفتاری و مقوله‌های نوظهور استخراج گردید. این مرحله باهدف شناسایی جامع و بدون پیش‌فرض مفاهیم کلیدی رفتار سرمایه‌گذاران انجام شد و تمامی پاسخ‌ها بر اساس شباهت معنایی و زمینه مفهومی طبقه‌بندی شدند، تا مقوله‌های اولیه شکل گرفته و پایه‌ای برای مراحل بعدی فراهم شود. مرحله کدگذاری محوری شامل سازماندهی مقوله‌ها و تحلیل روابط بین آن‌ها بود. در این مرحله، پدیده مرکزی پژوهش یعنی تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران حقیقی مشخص شد و سایر مقوله‌ها حول آن تحلیل و تبیین شدند. این فرایند امکان بررسی تعامل بین مؤلفه‌های رفتاری و مالی اسلامی و ایجاد یک چارچوب مفهومی منسجم را فراهم کرد، به‌گونه‌ای که هر مقوله در ارتباط با پدیده مرکزی و سایر مؤلفه‌ها جایگاه منطقی خود را پیدا کند (قیصری و همکاران، ۲۰۲۳). در مرحله کدگذاری انتخابی، مقوله‌ها و تم‌های مرتبط با پدیده مرکزی یکپارچه‌سازی و تئوریزه شدند. یافته‌های حاصل از مراحل پیشین در قالب الگوی نهایی مالی رفتاری اسلامی سرمایه‌گذاران حقیقی تدوین شد. برای ارتقای اعتبار نظری و تضمین انطباق مدل با واقعیت‌های بازار، کدهای نهایی با همکاری دو نفر از مشارکت‌کنندگان و سه متخصص مستقل بازبینی و تأیید شد. این فرایند،

علاوه بر افزایش اعتبار علمی مدل، اطمینان می‌دهد که الگو با اصول و ساختارهای مالی اسلامی همسو باشد. روابط میان مؤلفه‌های مدل نیز در قالب الگوی پارادایمی در شکل (۱) نمایش داده شده است.

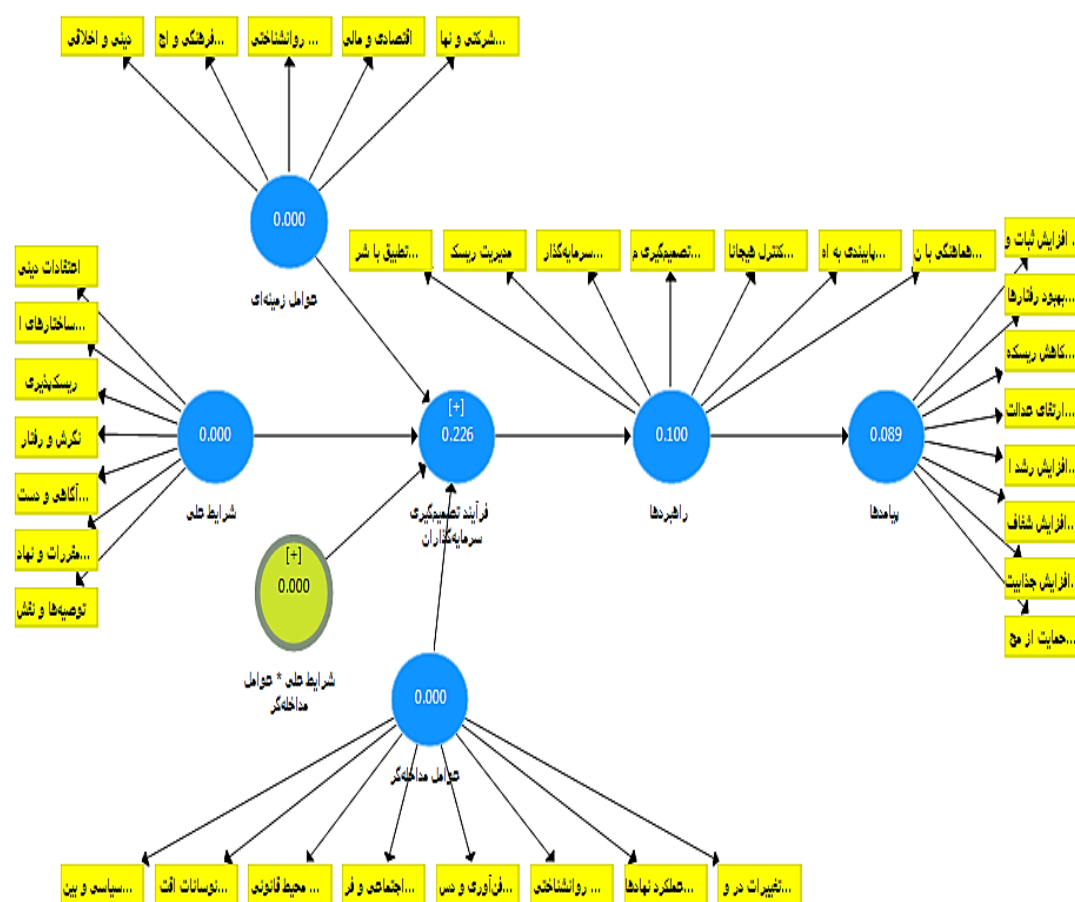


شکل ۱. مدل مالی رفتاری اسلامی تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران فردی

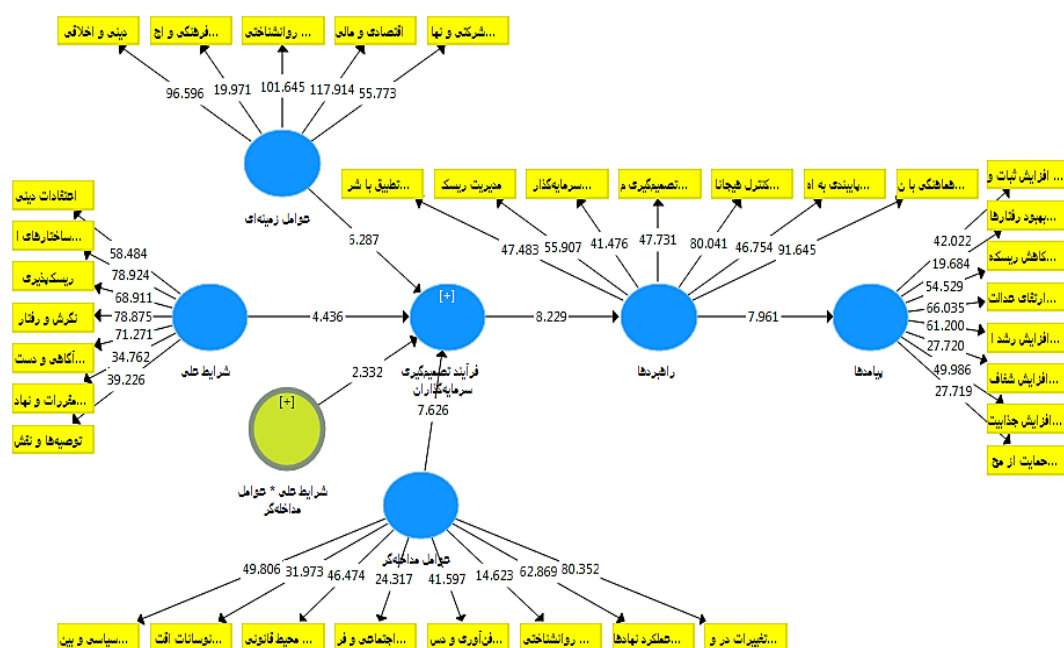
تحلیل داده‌ها فرآیند چند مرحله‌ای است که طی آن داده‌هایی که از طریق به‌کارگیری ابزارهای جمع‌آوری فراهم آمده‌اند، خلاصه، کدبندی و دسته‌بندی و در نهایت پردازش می‌شوند تا زمینه برقراری انواع تحلیل‌ها و ارتباط بین این داده‌ها به‌منظور آزمون فرضیه‌ها فراهم آید. برای سنجش پایایی سازه‌ها، از سه روش استفاده شد: آلفای کرونباخ، پایایی ترکیبی و بار عاملی گویه‌ها. نتایج نشان داد که تمامی سازه‌ها دارای مقادیر آلفای کرونباخ و پایایی ترکیبی بالاتر از ۰/۷ بودند و بارهای عاملی تمام

الگوی تصمیم‌های سرمایه‌گذاری اخلاقی مبتنی بر ارزش‌های اسلامی در بازار سهام ایران

گویه‌ها برابر یا بیشتر از $0/4$ و معنادر (t خارج از $0/05 \pm 1/96$ و $p < 0/05$) بود. این امر نشان می‌دهد که ابزار اندازه‌گیری از قابلیت اتکای کافی برخوردار است. برای بررسی روایی همگرا، شاخص میانگین واریانس استخراج شده (AVE) محاسبه شد و مقادیر آن برای تمام سازه‌ها بالاتر از $0/5$ بود، به این معنا که بیش از 50% واریانس شاخص‌ها توسط سازه‌ها تبیین می‌شود. روایی واگرا نیز با دو روش فورنل - لارکر و HTMT مورد ارزیابی قرار گرفت؛ جذر میانگین واریانس استخراج شده هر سازه از همبستگی آن با سایر سازه‌ها بیشتر بود و شاخص HTMT کمتر از $0/85$ بود که نشان‌دهنده روایی واگرای مناسب است. به این ترتیب، پرسشنامه هم از نظر پایایی و هم از نظر روایی همگرا و واگرا ابزار قابل اعتماد و معتبر برای جمع‌آوری داده‌های کمی پژوهش و آزمون مدل معادلات ساختاری محسوب گردید. در بخش دوم؛ یعنی تحلیل کمی، فرضیه‌های تحقیق بر اساس مدل معادلات ساختاری، آزمون شده‌اند. با استفاده از مدل معادلات ساختاری در PLS، بررسی ارتباط بین متغیرها، از طریق ضرایب مسیر (B) انجام گرفت. ضرایب مسیر بیانگر وجود رابطه علی خطی و شدت و جهت این رابطه بین دو متغیر مکنون (پنهان) است. اگر مقدار ضریب مسیر بین دو متغیر مثبت باشد، نتیجه می‌گیریم که با افزایش متغیر مستقل، شاهد افزایش در متغیر وابسته خواهیم بود و بالعکس. اگر مقدار ضریب مسیر بین متغیر منفی باشد، نتیجه می‌گیریم که با افزایش متغیر مستقل، شاهد کاهش در متغیر وابسته خواهیم بود. در اینجا، به دلیل انعکاسی بودن مدل، روابط و ضرایب و تأثیرگذاری مابین متغیرها ارائه شده است. به منظور بررسی معنادار بودن ضرایب مسیرها، از آماره t استفاده می‌شود. اگر t خارج از بازه $0/96 \pm 1$ باشد، ضریب مسیر در سطح $0/05$ و اگر t خارج از بازه $0/58 \pm 2$ باشد، ضریب مسیر در سطح $0/01$ معنادار است. شکل‌های (۲) و (۳) ضرایب مسیر و مقادیر t مدل آزمون شده و نگاره (۲) نتایج آزمون فرضیه‌ها را نشان می‌دهد.



شکل ۲. ضرایب مسیر (β)



شکل ۳. مقادیر t

نگاره ۲. نتایج پژوهش

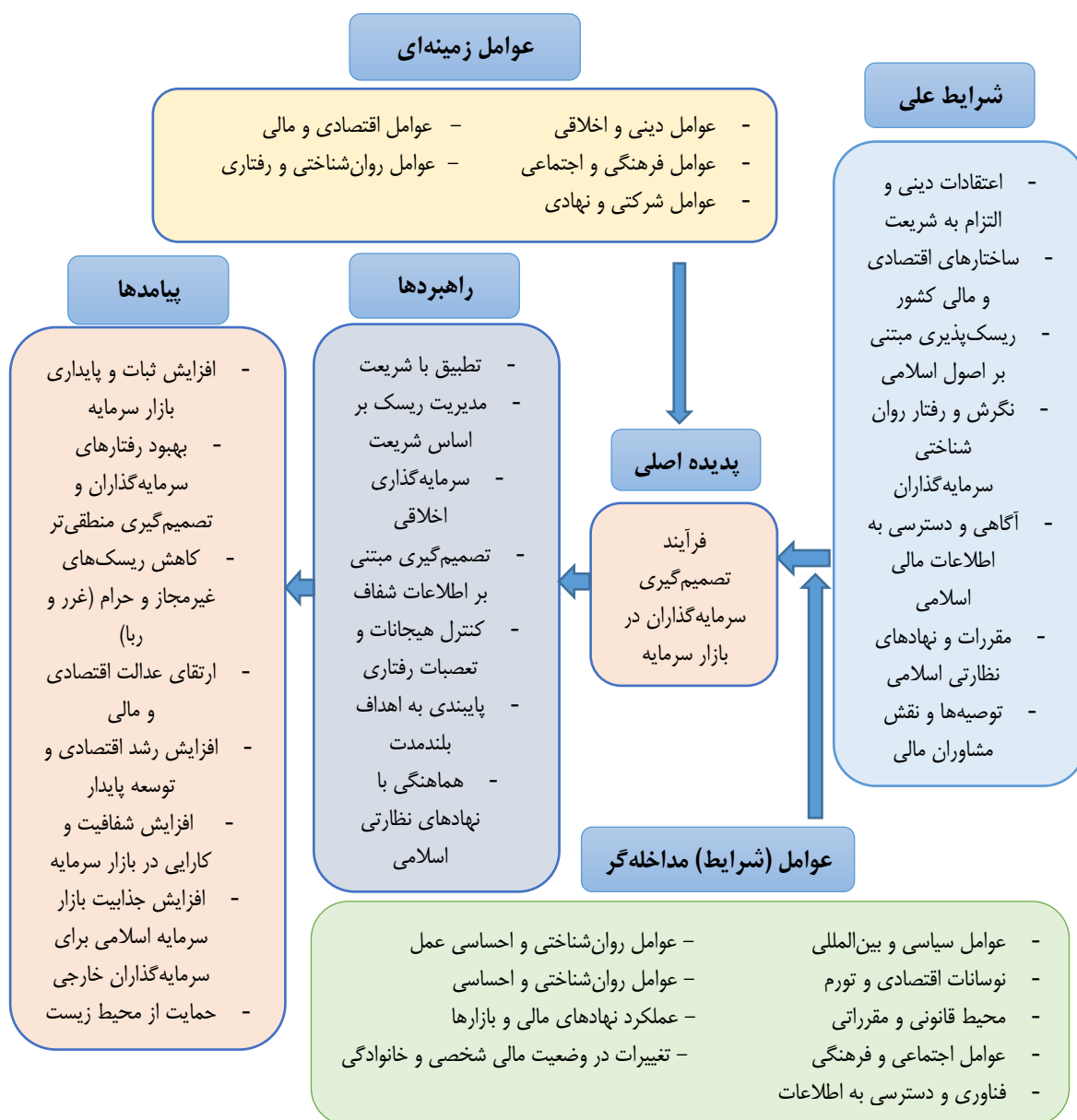
ردیف	فرضیه‌ها	ضریب مسیر	آماره t	ارزش P	نتیجه
۱	شرایط علی -> فرآیند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران	۰/۲۱	۴/۴۳	۰/۰۰۰	تأیید
۲	عوامل زمینه‌ای -> فرآیند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران	۰/۲۸	۶/۲۸	۰/۰۰۰	تأیید
۳	عوامل مداخله‌گر -> فرآیند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران	۰/۳۲	۷/۶۲	۰/۰۰۰	تأیید
۴	شرایط علی × عوامل مداخله‌گر -> فرآیند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران	۰/۰۸	۲/۳۳	۰/۰۲	تأیید
۵	فرآیند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران -> راهبردها	۰/۳۶	۸/۲۲	۰/۰۰۰	تأیید
۶	راهبردها -> پیامدها	۰/۳۵	۷/۹۶	۰/۰۰۰	تأیید

بر اساس نتایج نگاره (۲) مشاهده می‌شود:

- شرایط علی بر فرآیند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران، تأثیر مثبت (مستقیم) دارد و این ضریب مسیر در سطح ۰/۰۱ معنادار است. در نتیجه، این فرضیه یعنی، تأثیر شرایط علی بر فرآیند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در سطح اطمینان ۹۹٪ تأیید می‌شود ($t=4/43, \beta=0/21$).
- عوامل زمینه‌ای نیز بر فرآیند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران، تأثیر مثبت (مستقیم) دارد و این ضریب مسیر در سطح ۰/۰۱ معنادار می‌باشد؛ لذا، این فرضیه یعنی، تأثیر عوامل زمینه‌ای بر فرآیند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران هم در سطح اطمینان ۹۹٪ تأیید می‌شود ($t=6/28, \beta=0/28$).
- عوامل مداخله‌گر هم بر فرآیند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران، تأثیر مثبت (مستقیم) دارد و این ضریب مسیر در سطح ۰/۰۱ معنادار می‌باشد. از این رو، این فرضیه یعنی، تأثیر عوامل مداخله‌گر بر فرآیند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران نیز در سطح اطمینان ۹۹٪ تأیید می‌شود ($t=7/62, \beta=0/32$).
- عوامل مداخله‌گر، تأثیر شرایط علی بر فرآیند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران را تعدیل می‌کند و این ضریب مسیر در سطح ۰/۰۵ معنادار می‌باشد. در نتیجه، این فرضیه در سطح اطمینان ۹۵٪ تأیید می‌شود ($t=2/33, \beta=0/08$).

الگوی تصمیم‌های سرمایه‌گذاری اخلاقی مبتنی بر ارزش‌های اسلامی در بازار سهام ایران

- همچنین، فرآیند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران بر راهبردها، تأثیر مثبت (مستقیم) دارد و این ضریب مسیر در سطح ۰/۰۱ معنادار می‌باشد. از این رو، این فرضیه یعنی، تأثیر فرآیند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران بر راهبردها، در سطح اطمینان ۹۹٪ تأیید می‌شود ($t=۸/۲۲$, $\beta= ۰/۳۶$).
 - در نهایت، راهبردها نیز بر پیامدها، تأثیر مثبت (مستقیم) دارد و این ضریب مسیر در سطح ۰/۰۱ معنادار می‌باشد. بنابراین، این فرضیه یعنی، تأثیر راهبردها بر پیامدها هم در سطح اطمینان ۹۹٪ تأیید می‌شود ($t=۷/۹۶$, $\beta= ۰/۳۵$).
- باتوجه به نتایج تحلیل کیفی و با استفاده از نظریه داده‌بنیاد همچنین نتایج تحلیل عاملی اکتشافی و تأییدی و با در نظر گرفتن مدل طراحی شده بر اساس شاخص‌های برازش، باید گفت که مدل طراحی شده با استفاده از داده‌های کمی نیز مورد تأیید قرار گرفته است و مدل نهایی برازش شده پژوهش به صورت شکل (۴) طراحی گردیده است.



شکل ۴. مدل برازش شده مالی رفتاری اسلامی تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران فردی

بحث و نتیجه‌گیری

در بخش کیفی، بر اساس مصاحبه‌های انجام‌شده و رسیدن به اشباع نظری، در مجموع ۱۸ مصاحبه صورت گرفت. در تجزیه و تحلیل کیفی مصاحبه‌های اولیه، از روش تحلیل داده‌های کیفی موسوم به تحلیل تم استفاده شده است که نتایج آن در تبیین مدل تحلیلی پژوهش قابل دسترسی است. در نهایت، از طریق رویکرد کمی با استفاده از مدل معادلات ساختاری، به ارزیابی ابعاد مدل و روابط شناسایی شده اقدام گردید. همان‌گونه که در بخش‌های پیشین مقاله بیان شد، مدل مفهومی طراحی شده بر مبنای رویکرد نظریه‌پردازی داده‌بنیاد تدوین گردیده است. این مدل شامل پنج مؤلفه کلیدی است: شرایط علی، شرایط زمینه‌ای، شرایط مداخله‌گر، راهبردها و پیامدها که هر یک از آن‌ها نقشی حیاتی در تبیین فرایند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران حقیقی در بازار سرمایه ایران ایفا می‌کنند. در این چارچوب، مفاهیم استخراج‌شده از مصاحبه‌ها و داده‌های کیفی با توجه به نقش‌شان در شکل‌گیری پدیده اصلی و تعامل با یکدیگر طبقه‌بندی شده‌اند. براین اساس، با تحلیل داده‌های گردآوری‌شده از مصاحبه با خبرگان، اساتید دانشگاهی و فعالان بازار سرمایه، مدل پارادایمی تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران حقیقی در بازار سهام ایران ترسیم گردید. این مدل در نمایه (۱) قابل مشاهده است و ساختاری نظام‌مند از تعامل میان عوامل کلیدی اثرگذار بر رفتار مالی اسلامی سرمایه‌گذاران ارائه می‌دهد.

باتوجه به یافته‌های پژوهش، تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران مسلمان در بازار سرمایه ایران نتیجه تعامل چندلایه میان عوامل روان‌شناختی، اقتصادی، فرهنگی و شرعی است. ادراک ذهنی از سود و زیان و تمایل به اجتناب از ضرر از عناصر بنیادی رفتار سرمایه‌گذاران به شمار می‌رود، اما در بستر اسلامی، این تمایلات تحت تأثیر اصول فقهی مانند اجتناب از ربا و غرر تعدیل می‌شود، به‌گونه‌ای که رفتارهای مالی محتاطانه و انتخاب دارایی‌های حلال تقویت می‌گردد و گزارشگری شفاف اهمیت بیشتری می‌یابد، موضوعی که در نظریه چشم‌انداز کاهنمن و تورسکی (۱۹۷۹) مورد تأکید قرار گرفته است. این ادراکات ذهنی به باورها و نگرش‌های سرمایه‌گذاران نیز راه پیدا می‌کند.

نظریه رفتار برنامه‌ریزی‌شده آجزن (۱۹۸۰) بیان می‌کند که نگرش نسبت به مشروعیت معاملات، فشارهای اجتماعی برای رعایت احکام شرعی و میزان کنترل ادراک‌شده بر رفتار مالی، قصد سرمایه‌گذاری را شکل می‌دهد و به تصمیم‌گیری اخلاقی محور و مسئولانه منجر می‌شود. چنین نگرشی ارتباط مستقیمی باکیفیت حسابداری و شفافیت گزارشگری مالی دارد، زیرا پایبندی به اصول صداقت و امانت‌داری موجب اعتماد سرمایه‌گذاران و دیگر ذی‌نفعان می‌شود. از سوی دیگر، نظریه نمایندگی (جنسن و مک‌لینگ^۱، ۱۹۷۶) بر اهمیت شفافیت اطلاعاتی و اعتماد متقابل میان سرمایه‌گذار و کارگزار تأکید دارد؛ موضوعی که در نظام مالی اسلامی با اصول صداقت، امانت‌داری و عدالت اقتصادی هم‌خوان است.

همچنین، نظریه هنجارهای اجتماعی بیچیری^۲ (۲۰۰۶) نشان می‌دهد که رفتار انسان‌ها تحت تأثیر ارزش‌ها، انتظارات و فشارهای محیط اجتماعی شکل می‌گیرد در زمینه مالی اسلامی، این هنجارها می‌توانند برگرفته از آموزه‌های دینی و اخلاقی مانند عدالت، امانت‌داری و شفافیت باشند و جهت‌گیری سرمایه‌گذاران را به سمت تصمیم‌گیری مسئولانه و اخلاق‌مدارانه هدایت کنند. بنابراین، پایبندی به این اصول می‌تواند سازوکار اجتماعی و فرهنگی مناسبی برای ارتقای اعتماد، شفافیت گزارشگری و ثبات تصمیم‌گیری شود. در نهایت، مدل مالی رفتاری اسلامی ارائه‌شده در این پژوهش با تلفیق این نظریه‌ها و مبانی شریعت، الگویی بومی و کاربردی برای تصمیم‌گیری اخلاق‌محور، شفاف و مسئولانه در بازار سرمایه ایران فراهم می‌آورد. این مدل علاوه بر ارتقای پایداری مالی و تحقق عدالت اقتصادی، می‌تواند به بهبود فرآیندهای حسابداری و طراحی سیاست‌های مالی و نظارتی متناسب با ارزش‌ها و الزامات اسلامی کمک کند.

تحلیل مدل مفهومی مالی رفتاری اسلامی در تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری

مدل مفهومی ارائه‌شده در این پژوهش، حاصل تلفیق عمیق مبانی نظری مالی رفتاری، آموزه‌های شریعت اسلامی و داده‌های میدانی حاصل از مصاحبه با خبرگان حوزه مالی و سرمایه‌گذاران حقیقی در بازار سرمایه ایران است. این مدل، با بهره‌گیری از

^۱. Jensen

^۲. Bicchieri

الگوی تصمیم‌های سرمایه‌گذاری اخلاقی مبتنی بر ارزش‌های اسلامی در بازار سهام ایران

رویکرد نظریه داده‌بنیاد، ساختاری شش‌گانه متشکل از شرایط علی، زمینه‌ای، مداخله‌گر، راهبردها، پدیده محوری و پیامدها را در قالبی منسجم و نظام‌مند طراحی کرده است که به‌خوبی پویایی رفتاری سرمایه‌گذاران مسلمان را تبیین می‌کند.

شرایط علی: در این مدل، شرایط علی به‌عنوان منشأ بروز پدیده اصلی، به مؤلفه‌هایی چون ضعف سواد مالی اسلامی، نبود دسترسی به مشاوره شرعی و پیروی از رفتار جمعی اختصاص یافته است. این عوامل باعث می‌شوند که تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاران از مسیر عقلانیت شرعی منحرف شده و تحت‌تأثیر فضای روانی و اجتماعی حاکم قرار گیرند. به طور خاص، مطالعه عباس نقوی و همکاران^۱ (۲۰۲۵) نشان می‌دهد که فقدان آموزش ساختارمند در زمینه فقه مالی می‌تواند موجب رفتارهای غیرمطلوب در سرمایه‌گذاران شود.

عوامل زمینه‌ای: این عوامل، بستر محیطی و ساختاری رفتار مالی را شکل می‌دهند و شامل ساختارهای قانونی، فرهنگ عمومی، زیرساخت‌های بازار و عدم نهادینه‌سازی اصول اسلامی در ابزارهای سرمایه‌گذاری هستند. همان‌طور که شبرینا و همکاران^۲ (۲۰۲۴) در مورد بازار سرمایه اندونزی مطرح کرده‌اند، نبود زیرساخت‌های اسلامی مؤثر یکی از موانع اصلی گسترش سرمایه‌گذاری مبتنی بر شریعت است. همچنین، شفاف‌سازی مقررات حاکم بر ابزارهای مالی اسلامی می‌تواند اعتماد و مشارکت سرمایه‌گذاران را افزایش دهد.

عوامل مداخله‌گر: عوامل مداخله‌گر همچون تورم، نوسانات سیاسی - اقتصادی، تبلیغات رسانه‌ای و فشارهای اجتماعی، بر شدت یا جهت رفتار مالی اثر می‌گذارند. این مؤلفه‌ها می‌توانند تصمیم‌گیری‌های شریعت‌محور را دچار چالش کنند و حتی به رفتارهای هیجانی و غیرشرعی منجر شوند. در پژوهش طارق^۳ (۲۰۲۴) آمده است که عواملی چون نوسان اقتصادی و تبلیغات رسانه‌ای باعث انحراف از تصمیم‌گیری شریعت‌محور می‌شود. همچنین طبق بررسی رنگا و همکاران^۴ (۲۰۲۵) شناخت و کنترل این متغیرها می‌تواند به حفظ رفتار عقلایی و اخلاقی سرمایه‌گذار مسلمان کمک کند.

راهبردها: راهبردها، واکنش‌های کنشی سرمایه‌گذاران به پدیده تصمیم‌گیری هستند. مدل حاضر مجموعه‌ای از اقدامات مانند استفاده از مشاوره شرعی، تحلیل بنیادی اسلامی، خودکنترلی و اجتناب از معاملات ربوی را به‌عنوان راهبردهای موفق معرفی می‌کند. تحلیل راهبردها نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران مؤمن نیازمند ابزارهای هوشمند غربالگری اسلامی، الگوریتم‌های تحلیل اخلاقی و دسترسی گسترده به مشاوره مالی حلال هستند. همان‌طور که در مدل ریسمان و همکاران (۲۰۲۱) استفاده از چارچوب‌های تحلیلی مبتنی بر مقاصد شریعت یکی از ابزارهای کلیدی در تصمیم‌گیری مؤمنانه است.

پدیده محوری: پدیده محوری این مدل، تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران حقیقی در بازار سرمایه با رویکرد مالی رفتاری اسلامی است؛ یعنی تعامل بین باورهای دینی، شناخت رفتاری، عوامل محیطی و تصمیم‌نهایی سرمایه‌گذار. این محوریت، نقطه کانونی مدل بوده و سایر مؤلفه‌ها در نسبت با آن معنا می‌یابند. این تصمیم‌گیری تحت‌تأثیر باورهای دینی، تحلیل رفتاری و محیط قرار دارد. طبق مطالعه رنگا و همکاران (۲۰۲۵) تطابق تصمیم‌گیری با اصول اخلاقی اسلامی منجر به آرامش روانی و ثبات در عملکرد مالی می‌شود.

پیامدها: بر اساس مدل، راهبردهای اسلامی - اخلاقی اتخاذشده منجر به پیامدهایی چون افزایش رضایت معنوی، کاهش رفتارهای هیجانی، ثبات در تصمیم‌گیری، و ارتقاء سلامت بازار سرمایه می‌شود.

بر اساس مطالعه داودی و همکاران (۲۰۲۳) کسانی که از معیارهای دینی در سرمایه‌گذاری بهره می‌برند، در مواجهه با نوسانات بازار احتمال کمتری برای اتخاذ تصمیم‌های شتابزده دارند. این یافته‌ها تأیید می‌کند که الگوی رفتاری اسلامی، با تقویت تاب‌آوری روانی و افزایش ثبات در فرایند تصمیم‌گیری همراه است. مدل طراحی‌شده، با ساختاری منسجم و پایه‌گذاری شده بر شواهد بومی و بین‌المللی، تصویری دقیق و عمیق از رفتار سرمایه‌گذاران مسلمان در بازار سرمایه ارائه می‌دهد. این مدل، علاوه بر درک علمی، ابزار سیاست‌گذاری، آموزشی و طراحی محصول‌هایی مالی اسلامی نیز به شمار می‌آید. انسجام اجزای مدل

¹. Abbas Naqvi et al

². Shabrina et al

³. Tariq

⁴. Rangga et al

و ارتباطات علی‌راهبردی میان آن‌ها، الگویی قانع‌کننده و کاربردی برای تبیین، اصلاح و ارتقای رفتار سرمایه‌گذاران مسلمان در بازارهای نوظهور فراهم کرده است. تمایز اصلی این مدل در اصالت و بومی‌سازی آن نهفته است. برخلاف پژوهش‌های پیشین که صرفاً مدل‌های موفق بازارهای غربی را در ایران آزمون کرده‌اند، این پژوهش عوامل مؤثر بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران مسلمان را مستقیماً از طریق تحلیل گفته‌های خبرگان بازار ایران استخراج کرده است. مدل حاضر با ادغام اصول مالی رفتاری و آموزه‌های اسلامی، ضمن توجه به شرایط فرهنگی، اقتصادی و نهادی کشور، تمامی اجزای یک مدل داده‌بنیاد شامل شرایط علی، زمینه‌ای، مداخله‌گر، راهبردها و پیامدها را در بر می‌گیرد و تصویری جامع و کاربردی از رفتار سرمایه‌گذاران مسلمان ارائه می‌دهد.

یافته‌های پژوهش

یافته‌های این پژوهش نشان می‌دهد که فرایند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران مسلمان در بازار سرمایه ایران، برخاسته از تعامل چندلایه میان عوامل شناختی، عاطفی، اجتماعی، فرهنگی و دینی است. مدل مالی رفتاری اسلامی طراحی شده در این پژوهش، با بهره‌گیری از روش نظریه داده‌بنیاد، ساختاری جامع و بومی را برای تحلیل رفتار سرمایه‌گذاران ارائه می‌دهد که هم‌راستا با نظریات نوین مالی رفتاری و نیز اصول اسلامی است. در بخش شرایط علی، نتایج مدل تأکید می‌کند که اعتقادات دینی، پایبندی به اصول شریعت، ساختارهای اقتصادی و نهادی، ریسک‌پذیری رفتاری، و سواد مالی اسلامی، از جمله عوامل کلیدی در شکل‌گیری انگیزه‌ها و جهت‌گیری‌های اولیه سرمایه‌گذاران مسلمان هستند. این یافته‌ها با نتایج انیسا و فجری^۱ (۲۰۲۴) مطابقت دارد که نشان می‌دهد سواد مالی اسلامی در بین نسل Z تأثیر مستقیمی بر تصمیم‌گیری اخلاقی در بازار سرمایه شریعت‌محور دارد.

در محور عوامل زمینه‌ای، مؤلفه‌هایی همچون زمینه فرهنگی و اجتماعی، ویژگی‌های روان‌شناختی و رفتاری، شرایط اقتصادی کلان و ساختار نهادی، به‌عنوان بستری برای شکل‌گیری و جهت‌دهی رفتار مالی عمل می‌کنند. مشابهت معنایی این یافته در پژوهش افروح و حافظی (۲۰۲۴) برجسته شده است؛ آنها درمی‌یابند افرادی که دارای سواد در بورس شریعت‌محور هستند، رفتارهای هجومی و تبعیت کورکورانه را کمتر تجربه می‌کنند و در نتیجه تصمیم‌های سرمایه‌گذاری پایدارتری اتخاذ می‌کنند. یافته‌های مدل با پژوهش محی‌الدین (۲۰۲۱) نیز همسو است؛ در این پژوهش شواهدی از تأثیر تعصبات رفتاری نظیر غرایز تعمیم‌پذیری و تصدیق نفس بر رفتار گروهی در میان سرمایه‌گذاران اسلامی ارائه کردند و نشان دادند شریعت می‌تواند نقش تعدیل‌کننده مهمی در کاهش این انحرافات رفتاری ایفا کند. در بخش عوامل مداخله‌گر، عوامل سیاسی و بین‌المللی، نوسانات قانونی و مقرراتی، محیط اقتصادی متغیر، سطح فناوری اطلاعات، و وضعیت فردی و خانوادگی سرمایه‌گذاران، شناسایی شده‌اند. این عوامل می‌توانند به‌عنوان متغیرهایی بیرونی، بر فرایند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران تأثیر گذاشته و حتی آن را از مسیر اصلی منحرف کنند.

در بخش راهبردها، الگوی طراحی شده نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران مسلمان از راهبردهایی نظیر انتخاب سهام حلال، اجتناب از سفته‌بازی، تصمیم‌گیری مبتنی بر اطلاعات شفاف، و هماهنگی با اهداف نظارتی اسلامی بهره می‌گیرند. این راهبردها نیز هم‌راستا با یافته‌های انیسا و فجری (۲۰۲۴) بر اهمیت ترکیب سواد مالی با تحلیل عقلانی و اخلاقی تأکید دارند. ترکیب تحلیل فنی و تعهد معنوی، شیوه غالب تصمیم‌گیری در میان سرمایه‌گذاران مؤمن در بازار سرمایه ایران است. در بخش پیامدها، مدل نشان می‌دهد که اتخاذ راهبردهای مبتنی بر شریعت و ارزش‌های اسلامی، منجر به کاهش هیجانات، افزایش ثبات تصمیم‌گیری، بهبود رفتارهای منطقی و افزایش رضایت روانی و اخلاقی سرمایه‌گذاران می‌شود. در مجموع، مدل مالی رفتاری اسلامی طراحی شده در این پژوهش، فراتر از یک چارچوب نظری صرف، به‌عنوان ابزاری کارآمد برای تحلیل، آموزش، سیاست‌گذاری، و توسعه ابزارهای هوشمند شریعت‌محور قابل‌بهره‌برداری است. باتوجه به اشتراکات دینی، فرهنگی و ارزشی میان جوامع اسلامی، این الگو قابلیت تطبیق در دیگر بازارهای سرمایه اسلامی را نیز دارد و می‌تواند گامی مؤثر در جهت هم‌راستاسازی بازارهای مالی با آموزه‌های شریعت و اخلاق اسلامی تلقی گردد.

^۱. Anisa & Fajri

پیشنهادهای راهبردی

پژوهش حاضر باهدف طراحی الگوی بومی و مفهومی از مالی رفتاری اسلامی در بازار سرمایه ایران انجام شد. یافته‌ها نشان دادند که رفتار سرمایه‌گذاران مسلمان نه تنها متأثر از عوامل اقتصادی و روان‌شناختی، بلکه تحت تأثیر مستقیم باورهای دینی، هنجارهای فرهنگی و ساختارهای اجتماعی قرار دارد. این رویکرد تلفیقی از نظریه‌های رفتاری با اصول شریعت، زمینه را برای ارائه الگوی جامع و قابل کاربرد فراهم کرده است. از منظر سیاست‌گذاری، نتایج این مطالعه می‌تواند مبنایی برای طراحی و اصلاح سیاست‌های ناظر بر رفتار سرمایه‌گذاران در بازارهای مالی اسلامی باشد. در این راستا، پیشنهادهای راهبردی این پژوهش در دو سطح کاربردی و پیشنهادهای آتی باهدف بهبود رفتار سرمایه‌گذاری مسلمانان و ارتقا کارایی و مشروعیت بازار سرمایه ایران، بر پایه یافته‌های مدل مالی رفتاری اسلامی ارائه می‌شود.

پیشنهادهای کاربردی

الف) برای سازمان بورس و نهادهای ناظر

- طراحی و پیاده‌سازی سامانه‌های هوشمند رصد رفتار سرمایه‌گذاران جهت شناسایی و مهار رفتارهای هیجانی، گله‌ای و پرریسک.
- تأسیس مرکز مشاوره مالی اسلامی تحت نظارت سازمان بورس، باهدف ارائه خدمات مشاوره‌ای تلفیقی در حوزه فقه مالی و روان‌شناسی رفتاری به سرمایه‌گذاران.
- الزام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس به ارائه گزارش‌های شریعت‌محور و طراحی ابزارهای مالی جدید که هم شفافیت اطلاعاتی داشته باشند و هم با احکام شرعی سازگار باشند، به منظور ارتقای اعتماد عمومی و مشروعیت بازار.
- گنجاندن دوره‌های آموزشی نظام‌مند در حوزه فقه مالی اسلامی و روان‌شناسی سرمایه‌گذاری در فرایند اعطای کد بورسی و ارتقای سطح سواد شرعی فعالان بازار.

ب) برای سرمایه‌گذاران حقیقی

- بهره‌گیری از پلتفرم‌ها و مشاوران مالی اسلامی برای تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری مبتنی بر اصول شریعت و کاهش اثر سوگیری‌های رفتاری.
- مشارکت در کارگاه‌ها و انجمن‌های آموزشی برای افزایش دانش مالی و دینی، و کاهش اثرپذیری از شایعات.
- پایبندی به آموزه‌های اخلاقی اسلامی همچون انصاف، پرهیز از طمع و مسئولیت‌پذیری اجتماعی در فرآیند تصمیم‌گیری مالی، به عنوان معیارهای مکمل در کنار تحلیل‌های اقتصادی و فنی.

ج) برای کارگزاران و شرکت‌های مشاوره مالی

- ایجاد واحدهای تخصصی تحلیل رفتاری و شرعی در ساختار کارگزاری‌ها با حضور کارشناسان فقه مالی و روان‌شناسان رفتاری برای ارائه خدمات مشورتی جامع‌تر.
- طراحی و عرضه بسته‌های مشاوره شخصی‌سازی شده که هم‌زمان ابعاد رفتاری و الزامات شرعی سرمایه‌گذاران را پوشش دهند و نیازهای سرمایه‌گذاران مذهبی را پاسخ دهند.
- توسعه سرویس‌های آموزشی و تحلیل‌گر رفتاری برای کمک به سرمایه‌گذاران در شناسایی و کنترل سوگیری‌های مالی و تصمیم‌گیری آگاهانه‌تر در چارچوب شریعت.

پیشنهادهایی برای پژوهش‌های آتی

- انجام پژوهش‌های تجربی با تمرکز بر نقش آموزش شرعی و اخلاقی در کاهش سوگیری‌های رفتاری ازجمله بیش‌اعتمادی، رفتار گله‌ای و تمایل به ریسک در میان سرمایه‌گذاران مسلمان.

- توسعه و آزمون مدل‌های پیش‌بینی رفتار سرمایه‌گذاران مذهبی با ترکیب متغیرهای روان‌شناختی و اعتقادی در چارچوب فرهنگی - اجتماعی ایران.
 - انجام مطالعات تطبیقی بین‌المللی برای مقایسه الگوهای مالی رفتاری اسلامی ایران با سایر کشورهای اسلامی به‌منظور شناسایی شباهت‌ها، تفاوت‌ها و الگوهای موفق سیاست‌گذاری.
 - بررسی نقش شاخص‌های مذهبی‌بودن سرمایه‌گذاران - نظیر میزان رعایت اصول شریعت در انتخاب پرتفوی - به‌عنوان متغیر میانجی در مدل‌های تصمیم‌گیری مالی.
 - بهره‌گیری از روش‌های ترکیبی (کیفی - کمی) برای تبیین دقیق‌تر روابط میان دین‌داری، سوگیری‌های رفتاری و عملکرد سرمایه‌گذاری در بستر فرهنگی - اجتماعی جامعه اسلامی.
- در مجموع، پیشنهاد‌های ارائه‌شده در این پژوهش می‌توانند نقشه راهی عملی برای سازمان بورس، سرمایه‌گذاران، کارگزاران و سایر ذی‌نفعان بازار سرمایه فراهم آورند و مسیر سیاست‌گذاری‌های هوشمندانه، طراحی ابزارهای مالی بومی و ارتقای شفافیت، پایداری در بازار سرمایه ایران و مشروعیت بازار را در چارچوب ارزش‌های اسلامی هموار سازند.

منابع

- بابایی، هلسا، رضایی، نادر، پاکرام، عسگر، و عبدی، رسول. (۱۴۰۴). مدل کیفی مالی رفتاری از منظر سوگیری‌های احساسی و شناختی در بازار سرمایه ایران. *مجله دانش سرمایه‌گذاری*، ۱۶(۳)، ۳۵-۶۰.
- باقرنئی سعدآبادی، فاطمه، و فرهادیان، علی. (۱۴۰۲). طراحی نظام تورش‌های رفتاری سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران با رویکرد فراترکیب. *پژوهش‌های مدیریت راهبردی*، ۲۹(۹۰)، ۱۳-۴۱.
- بحرالعلوم، محمدمهدی، مبرهن، الیاس، و فاضلی، سید سهیل. (۱۳۹۹). شناسایی عوامل رفتاری مؤثر بر شکست سرمایه‌گذاران فعال بازار سرمایه ایران با استفاده از نقشه‌های شناختی. *بورس اوراق بهادار*، ۱۳(۵۰)، ۸۱-۱۰۸.
- زینی وند، محمد، جنانی، مصطفی، همت فر، محمد، و ستایش، محمد. (۱۴۰۲). سوگیری‌های رفتاری و تصمیم‌های سرمایه‌گذاران حقیقی و حقوقی در شرایط عدم اطمینان در بورس اوراق بهادار تهران. *فصلنامه علمی - پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری*، ۱۲(۴۵)، ۲۲۳-۲۰۳.
- صادقی یخدانی، غزل، اژدری، علی، و اشکورجیری، همایون. (۱۴۰۳). تأثیر باورها و تعاملات اجتماعی سرمایه‌گذاران بر تمایل سرمایه‌گذاری آنها: نقش تعدیل‌کننده سواد مالی. *مجله حسابداری/ارزش و رفتاری*، ۹(۱۸)، ۴۶۳-۴۱۹.
- فاطمی، سیما، و دهقانی‌عناری، فاطمه. (۱۳۹۲). بررسی عوامل جامعه‌شناختی مؤثر بر رفتار هم‌رنگی اطلاعاتی و هنجاری سرمایه‌گذاران در بورس. *پژوهش‌های مدیریت ایران*، ۱۷(۳)، ۲۵-۴۵.
- کردک‌تولی، محمد، خضین، احمد، دیده‌خوانی، حسن، و عباسی، احسان. (۱۳۹۹). الگوی جامع تأمین مالی اسلامی در صنایع کوچک و متوسط ایران با رویکرد نظریه‌پردازی داده‌بنیاد. *فصلنامه سیاست‌های مالی و اقتصادی*، ۸(۳۰)، ۷۹-۴۷.
- مرادزاده، مسلم، کرد، باقر، قاسمی، محمد، یعقوبی، نورمحمد، و ریگی کوه، بهزاد. (۱۴۰۳). ارائه مدل تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری و حل مسئله رفتار هیجانی سرمایه‌گذاران تازه‌وارد در بورس اوراق بهادار تهران محورهای. *پژوهش‌های مالی و حسابرسی*، ۱۶(۱۶)، ۵۰-۵۰.
- نادری، جلال، رامشینی، محمود، و زارعی، فاطمه. (۱۴۰۳). بررسی عوامل تأثیرگذار بر سواد مالی اسلامی با استفاده از تکنیک دنپ. *پژوهش‌های مالی اسلامی*، ۱۱(۲۱)، ۵۰-۷۰.
- نایب محسنی، شیدا، خلیفه سلطانی، سید احمد، و حجازی، رضوان. (۱۴۰۰). توسعه مدل رفتاری تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران حقیقی در بازار سرمایه ایران. *پژوهش‌های مالی*، ۲۳(۴)، ۶۵۲-۶۲۵.
- Abbas Naqvi, N., Siddiqui, D. A. & Mir, M. M. (2025). Financial Literacy and Investment decisions of Investors of Islamic Banks in Pakistan: The Role of Intention to invest and Religiosity. *Interdisciplinary Journal of Management Studies (IJMS)*, 18(2), 225-239

- Afroh, I. K. F. & Hafidzi, A. H. (2024). Sharia stock investment decisions: Sharia stock literacy and risk factors and their relations with behavioral bias. *Jurnal Akuntansi dan Investasi*, 25(1), 231-248.
- Ajzen, I. (1991). The theory of planned behavior. *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, 50(2), 179–211. [https://doi.org/10.1016/0749-5978\(91\)90020-T](https://doi.org/10.1016/0749-5978(91)90020-T)
- Anisa, S. N. & Fajri, M. S. F. A. (2024). The impact of Islamic financial literacy on Gen Z's investment decisions. *Islamic Capital Market Journal*, 2(2), 1-10.
- Ashraf, M. A. (2023). Theory of Islamic planned behavior: Applying to investors' Sukuk purchase intention. *Journal of Islamic Accounting and Business Research*, 14(4), 554–573.
- Avdukic, A. & Asutay, M. (2024). Testing the Development Impact of Islamic Banking: Islamic Moral Economy Approach to Development. *Economic Systems*, 49(2), 101229.
- Babaei, H., Rezaei, N., Pakmaram, A. & Abdi, R. (2025). The qualitative model of behavioral finance from the perspective of emotional and cognitive biases in Iran's capital market. *Journal of Investment Knowledge*, 16(3), 35–60. (In Persian)
- Bader, A. & Khalid, L. (2024). The dilemma of millennial Muslims towards financial management: an Islamic financial literacy perspective. *Journal of Islamic Marketing*, 15(1), 59-78. doi:10.1108/JIMA-09-2021-0283.
- Bahr al-Oloom, M., Mobarhen, E. & Fazeli, S. (2020). Identifying behavioral factors affecting the failure of active investors in the Iranian capital market using cognitive maps. *Journal of Securities Exchange*, 13(50), 81–108. (In Persian)
- Baqerniaei, F. & Farhadyan, A. (2023). Designing the behavioral bias regime of Tehran Stock Exchange investors: An integrated approach. *Strategic Management Research*, 29(90), 13–41. (In Persian).
- Bicchieri, C. (2006). *The Grammar of Society: The Nature and Dynamics of Social Norms*. Cambridge University Press.
- Bihari, A., Dash, M., Muduli, K., Kumar, A., Mulat-Weldemeskel, E. & Luthra, S. (2023). Does Cognitive Biased Knowledge Influence Investor Decisions? An Empirical Investigation Using Machine Learning And Artificial Neural Network. *Vine Journal Of Information And Knowledge Management Systems*, 55(2), 445-469. <https://doi.org/10.1108/VJIKMS-08-2022-0253>
- Chen, Z., Lien, D. & Lin, Y. (2021). Sentiment: the bridge between financial markets and macroeconomy. *Economic Behavior & Organization*, 188, 1177-1190.
- Davoudi, A., Khozein, A. & Naderian, A. (2023). A Model of Investor Sentiment Based on Grounded Theory Approach. *Journal of Financial Research*, 1283-1301.
- Fatemi, S. & Dehghani Anari, F. (2013). Sociological factors influencing informational and normative conformity of stock investors. *Iranian Management Research*, 17(3), 25–45. (In Persian)
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360.
- Kahneman, D., & Tversky, A. (1979). Prospect theory: An analysis of decision under risk. *Econometrica*, 47(2), 263–292. <https://doi.org/10.2307/1914185>
- Kord Ketoli, M., Khazin, A., Didakhani, H. & Abbasi, E. (2020). A comprehensive Islamic finance model for Iranian SMEs based on grounded theory. *Financial & Economic Policies Quarterly*, 8(30), 47–79. (In Persian)
- Lopes-Cabarcos, M. A., & Perez-Pico, A. M., Vazque-Rodriguez, P. & Lopez-Perez, M. L. (2020). Investor Sentiment in the Theoretical Field of Behavioural Finance. *Economic Research- Ekonomska Istrazivanja*, 33(1), 2101-2119.
- McLeod, S. (2024). Grounded theory in qualitative research: A practical guide. *Simply Psychology*.

- Mohy Ul Din, S., Mehmood, S. K., Shahzad, A., Ahmad, I., Davidyants, A. & Abu-Rumman, A. (2021). The impact of behavioral biases on herding behavior of investors in Islamic financial products. *Frontiers in Psychology*, 11, 600570.
- Moradzadeh, M., Kord, B., Yaghoubi, N. & Regi Koteh, B. (2024). Decision-making model and addressing emotional behavior of novice investors in Tehran Stock Exchange. *Financial & Auditing Research*, 16(2), 25–50. (In Persian)
- Naderi, J., Rameshini, M. & Zarei, F. (2024). Factors influencing Islamic financial literacy using DEMATEL technique. *Islamic Financial Research*, 11(21), 50–70. (In Persian)
- Nayeb Mohseni, S., Khalifa Soltani, A. & Hejazi, R. (2021). Developing a behavioral model of individual investors' decision-making in the Iranian capital market. *Financial Research*, 23(4), 625–652. (In Persian)
- Nazir, M. & Saqib, S. E. (2024). Religiosity-based behavioral study, Islamic finance users' approach and selection standard: empirical evidence from Pakistan. *Journal of Islamic Accounting and Business Research*, 16(5), Vol. ahead-of-print.
- Parveen, S., Satti, Z. W., Subhan, Q. A., Riaz, N., Baber, S. F. & Bashir, T. (2023). Examining Investors' Sentiments, Behavioral Biases And Investment Decisions During Covid-19 In The Emerging Stock Market: A Case Of Pakistan Stock Market. *Journal Of Economic And Administrative Sciences*, 39(3) 549–570.
- Qaisari, R., Salehi, A. K. & Ghobadi, S. (2023). Presenting and explaining the model of the role of behavioral characteristics and financial literacy of real investors on financial management behavior in the Iranian capital market. *Advances in Mathematical Finance and Applications*, 8(4), 1372–1384.
- Ramadhania, H., Masyita, D., Herwany, A., Aldrin, M. & Faisal, A. Y. (2024). Individual Islamic Investors' Behavior on Investment Decisions: An Empirical Study from East Kalimantan Province, Indonesia. *Journal of Islamic Accounting and Business Research*. 28(2), 537-553. doi: 10.22059/IER.2022.89059.
- Rangga, S. P., Aryani, Y. A., Setiawan, D. & Wijaya, I. F. (2025). Better behavioral control in Sharia investment decision. *Journal of Islamic Accounting and Finance Research*, 7(1), 39–58.
- Risman, A. (2024). The Behavioral Islamic Finance: Conceptual Framework and Literature Review. *Indonesian Interdisciplinary Journal of Sharia Economics*, 7(2), 3216–3230.
- Sadeghi Yakhdani, G., Azhdari, A. & Ashkorjiri, H. (2024). The impact of investors' beliefs and social interactions on their investment intentions: The moderating role of financial literacy. *Journal of Value & Behavioral Accounting*, 9(18): 419-463. (In Persian)
- Saneian, Z. S., Tabataba'i-Nasab, S. M., Saeida Ardakani, S. & Khodadadi, M. (2023). Discovering Islamic values: A classical grounded theory approach. *Journal of Islamic Marketing*, 14(4), 2285–2305.
- Shabrina, R. N., Ismal, R. & Firdaus, A. (2024). Factors influencing investors to invest in the Sharia capital market. *Tazkia Islamic Finance and Business Review*, 18(2), 140–157.
- Shahvari, N. (2023). Financial literacy, economic factors and investing decisions: A study of individual investors in Iran. *International Journal of Innovation in Management, Economics and Social Sciences*, 3(3), 10–21.
- Shukla, A., Rushdi, N. J. & Katiyar, R. C. (2020). Impact of Behavioral Biases on Investment Decisions: A Systematic Review. *International Journal of Management*, 11(4), 68–76.
- Tariq, A. (2024). Islamic financial technology and sustainable income. *Archives of Management and Social Sciences*, 1(2), 70–86.
- Zini Vand, M., Jenani, M., Hemmatfar, M. & Setayesh, M. (2023). Behavioral biases and decisions of individual and institutional investors under uncertainty in Tehran Stock Exchange. *Investment Knowledge Quarterly*, 12(45), 203–223. (In Persian)



Paper type: Research Article

The Impact of Environmental Information Disclosure on the Cost of Debt Considering the Moderating Role of State Ownership

Maedeh Ansari¹, Masood Fooladi^{*2}

Received: 2025/07/11

Accepted: 2025/10/06

Abstract

Purpose: Based on agency theory, environmental information disclosure reduces information asymmetry and increases creditors' trust, thereby leading to a decrease in the cost of debt. In state-owned enterprises, due to political influence and access to governmental resources, this effect is amplified, and the role of information transparency in improving financial conditions becomes more pronounced. Accordingly, the primary objective of this study is to investigate the effect of environmental information disclosure on the cost of debt among companies listed on the Tehran Stock Exchange, considering the moderating role of state ownership.

Method: This research employs a descriptive-correlational and ex-post facto design. Data were collected using a systematic elimination method from 142 active listed companies during the period from 2017 to 2023. To analyze the data and test the hypotheses, multivariate regression and panel data techniques were applied.

Findings: The findings reveal a significant negative relationship between environmental information disclosure and the cost of debt, indicating that higher levels of disclosure lead to lower financing costs. Additionally, state ownership also has a significant negative effect on the cost of debt and strengthens the negative impact of environmental disclosure by reducing credit risk and enhancing creditor confidence.

Conclusion: These results underscore the critical role of information transparency and ownership structure in improving firms' financial conditions.

Keywords: Environmental Information Disclosure, Cost of Debt, State Ownership.



How to cite this article: Ansari, M., & Fooladi, M. (2025). The Impact of Environmental Information Disclosure on the Cost of Debt Considering the Moderating Role of State Ownership. *Accounting and Corporate Governance Researches*, 4(13), 87-104. (In Persian).

¹. MSc. Student, Department of Accounting, ShahinShahr Branch, Islamic Azad University, ShahinShahr, Iran.

². Assistant Professor, Department of Accounting, Isf.C., Islamic Azad University, Isfahan, Iran.

*Corresponding Author: foladim57@iau.ac.ir



نوع مقاله: علمی پژوهشی

تأثیر افشای اطلاعات محیطی بر هزینه بدهی با توجه به نقش تعدیلگر مالکیت دولتی

مائده انصاری^۱، مسعود فولادی^{۲*}

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۴/۰۷/۱۴

تاریخ دریافت: ۱۴۰۴/۰۴/۲۰

چکیده

هدف: براساس نظریه نمایندگی، افشای اطلاعات زیست‌محیطی با کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و افزایش اعتماد بستانکاران، به کاهش هزینه بدهی منجر می‌شود. در شرکت‌هایی با مالکیت دولتی، به دلیل نفوذ سیاسی و دسترسی به منابع، این اثر تقویت شده و نقش شفافیت اطلاعاتی در بهبود وضعیت مالی پررنگ‌تر می‌شود. لذا؛ هدف اصلی پژوهش، بررسی تأثیر افشای اطلاعات زیست‌محیطی بر هزینه بدهی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، با در نظر گرفتن نقش تعدیلگر مالکیت دولتی است.

روش: روش پژوهش حاضر توصیفی-همبستگی بوده و به صورت پس رویدادی است. اطلاعات مورد بررسی با روش حذف سیستماتیک از بین ۱۴۲ شرکت فعال در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۹۶ تا ۱۴۰۲ جمع‌آوری شده و برای تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه‌ها از رگرسیون چندمتغیره و داده‌های ترکیبی استفاده شده است.

یافته‌ها: یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که افشای اطلاعات محیطی تأثیر منفی و معناداری بر هزینه بدهی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران دارد؛ به این معنا که افزایش سطح افشای اطلاعات زیست‌محیطی منجر به کاهش هزینه تأمین مالی می‌شود. همچنین، مالکیت دولتی نیز رابطه منفی و معناداری با هزینه بدهی دارد و با کاهش ریسک اعتباری و افزایش اعتماد بستانکاران، اثر کاهش‌دهنده افشای اطلاعات محیطی بر هزینه بدهی را تقویت می‌کند. **نتیجه‌گیری:** این نتایج بر نقش مهم شفافیت اطلاعاتی و ساختار مالکیت در بهبود شرایط مالی شرکت‌ها تأکید دارد.

واژه‌های کلیدی: افشای اطلاعات محیطی، هزینه بدهی، مالکیت دولتی.



10.71600/JACGR.2024.977451



استناد: انصاری، مائده، فولادی، مسعود. (۱۴۰۴). تأثیر افشای اطلاعات محیطی بر هزینه بدهی با توجه به نقش تعدیلگر مالکیت دولتی.

پژوهش‌های حسابداری و راهبری شرکتی، ۱۳(۴)، ۸۷-۱۰۴.

۱. دانشجوی کارشناسی ارشد، گروه حسابداری، واحد شاهین شهر، دانشگاه آزاد اسلامی، شاهین شهر، ایران.

۲. استادیار، گروه حسابداری، واحد اصفهان (خوراسگان)، دانشگاه آزاد اسلامی، اصفهان، ایران. *نویسنده مسئول: foladim57@iau.ac.ir

مقدمه

هزینه بدهی یکی از مفاهیم کلیدی در مالی و حسابداری است که نشان‌دهنده هزینه واقعی تأمین مالی از طریق بدهی‌ها می‌باشد (زرعیان و همکاران، ۱۴۰۳). این هزینه شامل نرخ بهره مؤثر پرداختی به وام‌دهندگان و سرمایه‌گذاران اوراق قرضه است و بسته به ریسک اعتباری شرکت، شرایط بازار و اعتبار مالی آن متفاوت خواهد بود. به عبارتی، هزینه بدهی معادل بازده مورد انتظار بستانکاران بوده و شامل هزینه‌های جانبی مانند کارمزدها و شرایط بازپرداخت نیز می‌شود. فاما و فرنچ^۱ (۱۹۹۸) هزینه بدهی را به عنوان نرخ تنزیل تعهدات مالی آتی شرکت معرفی کرده‌اند که معمولاً به دلیل مزایای مالیاتی، کمتر از هزینه حقوق صاحبان سهام است. همچنین، هزینه بدهی نقش مهمی در تصمیم‌گیری‌های مالی، ساختار سرمایه و ارزش‌گذاری شرکت‌ها دارد و تعیین دقیق آن بر اساس ریسک نکول و وضعیت اقتصادی، برای مدیریت مالی شرکت‌ها حیاتی است (دینگ و همکاران^۲، ۲۰۲۲؛ محمدی و همکاران، ۱۴۰۱).

افشای اطلاعات محیطی به معنای گزارش‌دهی شفاف و جامع درباره عملکرد زیست‌محیطی شرکت و تأثیرات آن بر محیط‌زیست است. این فرآیند که بخشی از گزارش‌گری پایداری و مسئولیت اجتماعی محسوب می‌شود، شامل ارائه داده‌هایی درباره انتشار گازهای گلخانه‌ای، مدیریت پسماند، مصرف انرژی و اقدامات کاهش آلاینده‌گی است. با رشد آگاهی عمومی و افزایش فشارهای نظارتی، افشای محیطی به یکی از اجزای کلیدی گزارش‌های شرکتی تبدیل شده است. از منظر نظریه مشروعیت، این افشا به شرکت کمک می‌کند با همسوسازی فعالیت‌ها با انتظارات اجتماعی، مشروعیت کسب کند. بر اساس نظریه ذی‌نفعان نیز، افشای زیست‌محیطی زمینه پاسخ‌گویی به نیازهای اطلاعاتی گروه‌های مختلف را فراهم کرده و به مدیریت بهتر روابط با ذی‌نفعان می‌انجامد. در نتیجه، این نوع افشا ابزاری مؤثر برای افزایش شفافیت، اعتماد عمومی و مسئولیت‌پذیری اجتماعی است (رضائی و همکاران، ۱۴۰۲؛ دو و همکاران^۳، ۲۰۲۲؛ وانگ^۴، ۲۰۲۴). شرکت‌هایی که اطلاعات محیطی خود را به صورت شفاف و جامع افشا می‌کنند، معمولاً با کاهش ریسک‌های مرتبط با مسائل زیست‌محیطی مواجه هستند. این کاهش ریسک‌ها می‌تواند منجر به کاهش هزینه بدهی شود، زیرا وام‌دهندگان و سرمایه‌گذاران اطمینان بیشتری از پایداری و مسئولیت‌پذیری شرکت پیدا می‌کنند. علاوه بر این، افشای اطلاعات محیطی ممکن است موجب بهبود رتبه اعتباری شرکت شود، که به نوبه خود می‌تواند به کاهش نرخ بهره‌های پرداختی منجر شود (رایمو و همکاران^۵، ۲۰۲۱). افشای اطلاعات محیطی با کاهش ریسک‌های قانونی، افزایش اعتماد سرمایه‌گذاران و بهبود رتبه اعتباری، نقش مؤثری در کاهش هزینه بدهی و ارتقای پایداری مالی شرکت‌ها دارد. شرکت‌هایی که از این افشا خودداری می‌کنند، با هزینه‌های مالی بیشتری مواجه می‌شوند. این افشا شامل اطلاعات زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی است که می‌تواند تصمیم‌گیری‌ها و عملکرد مالی و اجتماعی شرکت‌ها را به‌طور مثبت تحت تأثیر قرار دهد (افلاطونی و همکاران، ۱۴۰۲). افشای اطلاعات محیطی با افزایش شفافیت و کاهش عدم تقارن اطلاعاتی، نقش مؤثری در کاهش هزینه بدهی شرکت‌ها دارد. این افشا با جلب سرمایه‌گذاران اخلاقی و ارتقای اعتماد عمومی، توان شرکت‌ها را در شناسایی و مدیریت ریسک‌های محیطی افزایش می‌دهد. همچنین، با کاهش ریسک نقدینگی برای بستانکاران، هزینه تأمین مالی کاهش می‌یابد. در مقابل، عدم افشا یا افشای ناقص، منجر به افزایش هزینه‌های مالی و کاهش ارزش شرکت می‌شود. به‌طور کلی، افشای اطلاعات محیطی به بهبود پایداری مالی و عملکرد بلندمدت شرکت‌ها کمک می‌کند (ژانگ و همکاران^۶، ۲۰۲۲؛ ویی و همکاران^۷، ۲۰۲۴).

نظریه علامت‌دهی با هدف کاهش عدم تقارن اطلاعاتی، بر انتقال اطلاعات مثبت از سوی خودی‌ها به افراد بیرونی تمرکز دارد. این نظریه تأکید می‌کند که سازمان‌ها از طریق ارائه عمدی اطلاعات مطلوب، سعی در نمایش ویژگی‌های مثبت خود به

^۱. Fama & French

^۲. Ding et al

^۳. Du et al

^۴. Wang

^۵. Raimo et al

^۶. Zhang et al

^۷. Wei et al

تأثیر افشای اطلاعات محیطی بر هزینه بدهی با توجه به نقش تعدیلگر مالکیت دولتی

دینفعان دارند. (لی و همکاران^۱، ۲۰۲۱؛ خوشکار و ترابی، ۱۴۰۱). مطالعات نشان می‌دهند که کیفیت افشای اطلاعات بخشی نقش مهمی در کاهش هزینه تأمین بدهی دارد. شرکت‌هایی که اطلاعات زیست‌محیطی با کیفیت افشا می‌کنند، از وام‌های بانکی با هزینه کمتر بهره‌مند می‌شوند. همچنین، افشای داوطلبانه این اطلاعات با کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و افزایش اعتماد بانکی، به کاهش هزینه سرمایه و بهبود وضعیت مالی شرکت‌ها منجر می‌شود (آبگینه و همکاران، ۱۴۰۲؛ یانگ و همکاران^۲، ۲۰۲۴).

شرکت‌هایی که بیش از ۵۰ درصد سهام آن‌ها در اختیار دولت یا نهادهای دولتی باشد، به‌عنوان شرکت دولتی شناخته می‌شوند. طبق قانون محاسبات عمومی، این شرکت‌ها یا با اجازه قانون تأسیس شده‌اند یا به حکم دادگاه به دولت واگذار شده‌اند. همچنین، شرکت‌های تجاری تأسیس شده توسط شرکت‌های دولتی نیز تا زمانی که اکثریت سهام آن‌ها دولتی باشد، دولتی محسوب می‌شوند. شرکت‌های دولتی نقش مهمی در اقتصاد ملی دارند و بخش قابل توجهی از تولید ناخالص داخلی، اشتغال و زیرساخت‌های کلیدی مانند انرژی، حمل‌ونقل و ارتباطات را در اختیار دارند (دارابی و همکاران، ۱۴۰۲؛ آرای و همکاران^۳، ۲۰۲۱). در این میان مالکیت دولتی می‌تواند نقش تعدیل‌گر مؤثری در رابطه بین افشای اطلاعات محیطی و هزینه بدهی ایفا کند. شرکت‌های دولتی به دلیل ماهیت مالکیتی خود، تحت نظارت و کنترل بیشتر دولت و نهادهای نظارتی قرار دارند و ملزم به رعایت استانداردهای افشای بالاتر هستند. این نظارت موجب افزایش شفافیت و افشای جامع‌تر اطلاعات زیست‌محیطی در این شرکت‌ها می‌شود. در نتیجه، تعهد به مسئولیت‌پذیری اجتماعی و محیطی تقویت شده و می‌تواند به کاهش هزینه بدهی کمک کند. مالکیت دولتی به دارایی‌هایی اطلاق می‌شود که مستقیماً در اختیار دولت هستند و با مالکیت خصوصی متفاوت‌اند (هاشمی و همکاران، ۱۴۰۱؛ مینگ و ژانگ^۴، ۲۰۲۲). افشای اطلاعات محیطی در شرکت‌های دولتی شامل گزارش تأثیرات زیست‌محیطی و اجتماعی است. مالکیت دولتی با افزایش تعهد به پایداری مالی و محیطی و توجه به منافع ملی، شرکت‌ها را به افشای بیشتر ترغیب می‌کند، که این اقدام می‌تواند منجر به کاهش هزینه بدهی شود (اسدیان و همکاران، ۱۳۹۹). در برخی موارد، مالکیت دولتی می‌تواند تأثیر دوگانه‌ای بر افشای اطلاعات محیطی داشته باشد. از یک سو، وابستگی شرکت‌های دولتی به دولت ممکن است موجب کاهش انگیزه افشا شود، زیرا شرکت‌ها ممکن است مسئولیت افشا را متوجه دولت بدانند. از سوی دیگر، مالکیت دولتی می‌تواند با سیاست‌گذاری مالی مستقیم مانند کاهش هزینه بدهی، به بهبود شرایط مالی شرکت‌ها کمک کند. با این حال، این تصمیمات ممکن است در تضاد با سیاست‌هایی قرار گیرند که به شفافیت زیست‌محیطی بیشتر منجر می‌شوند، که نشان‌دهنده نقش پیچیده مالکیت دولتی در این رابطه است (دینگ و همکاران، ۲۰۲۲؛ هاشمی و همکاران، ۱۴۰۱).

در عصر حاضر، شفافیت زیست‌محیطی فراتر از یک تعهد اخلاقی، به ابزاری راهبردی در جهت بهبود عملکرد مالی شرکت‌ها تبدیل شده است. افشای اطلاعات محیطی با افزایش اعتماد ذی‌نفعان و کاهش هزینه بدهی، جایگاه ویژه‌ای در تصمیم‌گیری‌های مالی یافته است. نوآوری این تحقیق در بررسی نقش تعدیل‌گر مالکیت دولتی نهفته است؛ جایی که ساختار مالکیت می‌تواند اثرگذاری افشای زیست‌محیطی را تشدید یا تضعیف کند. این رویکرد، نگاهی نو به تعامل میان شفافیت اطلاعاتی، ساختار مالکیت و سیاست‌گذاری مالی پایدار ارائه می‌دهد و راه را برای تصمیم‌سازی‌های مسئولانه هموار می‌سازد. بر این اساس؛ برای درک دقیق‌تر تأثیر افشای اطلاعات محیطی بر هزینه بدهی و نقش مالکیت دولتی در این میان، نیاز به تحلیل‌های عمیق‌تری از سیاست‌های مالی و زیست‌محیطی دولت و رویکردهای مدیریتی شرکت‌های دولتی احساس می‌شود. این تحلیل‌ها می‌توانند مسیر بهبود پایداری مالی و زیست‌محیطی شرکت‌ها را برای مدیران و سرمایه‌گذاران هموار سازند. در همین راستا، پرسش‌های اساسی این تحقیق به شرح زیر مطرح می‌شود:

۱. آیا افشای اطلاعات محیطی بر هزینه بدهی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر منفی دارد؟

۲. آیا مالکیت دولتی به‌تنهایی بر کاهش هزینه بدهی شرکت‌ها مؤثر است؟

¹. Li et al

². Yang et al

³. Aray et al

⁴. Meng & Zhang

۳. آیا مالکیت دولتی نقش تعدیل‌گر را در تقویت رابطه بین افشای اطلاعات محیطی و هزینه بدهی ایفا می‌کند؟

چارچوب نظری و ارائه فرضیه‌ها پژوهش

افشای اطلاعات محیطی و هزینه بدهی

رابطه میان افشای اطلاعات محیطی و هزینه بدهی، به عنوان یکی از موضوعات کلیدی در تحقیقات مالی، به بررسی تأثیر شفافیت زیست‌محیطی شرکت‌ها بر ارزیابی ریسک اعتباری آن‌ها می‌پردازد. افشای اطلاعات محیطی، که شامل گزارش‌های دقیق از عملکرد زیست‌محیطی و اقدامات کاهش‌دهنده ریسک است، می‌تواند درک وام‌دهندگان از تعهد شرکت به مسئولیت‌پذیری را بهبود بخشد. این شفافیت موجب کاهش ریسک اعتباری و در نتیجه کاهش هزینه بدهی می‌شود، چرا که وام‌دهندگان تمایل بیشتری به ارائه تسهیلات با نرخ بهره پایین‌تر به شرکت‌های کم‌ریسک دارند (محمدی و همکاران، ۱۴۰۱). از سوی دیگر، افشای اطلاعات محیطی باعث کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین شرکت و اعتباردهندگان می‌شود. زمانی که اطلاعات زیست‌محیطی به درستی ارائه می‌شود، ابهام‌های مربوط به توانایی شرکت در مدیریت ریسک‌های زیست‌محیطی کاهش می‌یابد و هزینه تأمین مالی پایین‌تر خواهد بود (گیگانتی و همکاران^۱، ۲۰۲۲). همچنین، این شرکت‌ها به عنوان بنگاه‌هایی پایدار و دارای چشم‌انداز روشن‌تر تلقی می‌شوند، که باعث کاهش ریسک قانونی و شهرتی در نگاه وام‌دهندگان می‌شود. در مقابل، شرکت‌هایی که از افشای اطلاعات محیطی خودداری می‌کنند یا گزارش‌هایی ناقص ارائه می‌دهند، با نرخ‌های بهره بالاتر مواجه می‌شوند. این امر ناشی از افزایش ابهام، احتمال جرمه‌های قانونی و خطرات شهرتی است (افلاطونی و همکاران، ۱۴۰۲). شواهد تجربی نیز نشان می‌دهند که در صنایعی با ریسک زیست‌محیطی بالا مانند انرژی و پتروشیمی، افشای شفاف اطلاعات می‌تواند هزینه بدهی را به طور معناداری کاهش دهد، به‌ویژه زمانی که این اطلاعات با کیفیت و مورد حسابرسی قرار گرفته باشند (رایمو و همکاران، ۲۰۲۱). بر این اساس فرضیه اول به شرح زیر مطرح می‌شود:

فرضیه اول: افشای اطلاعات محیطی بر هزینه بدهی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر منفی دارد.

مالکیت دولتی و هزینه بدهی

مالکیت دولتی به عنوان یکی از عوامل مؤثر بر هزینه بدهی شرکت‌ها، نقش مهمی در تعیین ریسک و نحوه تأمین مالی ایفا می‌کند. این نوع مالکیت زمانی مطرح می‌شود که دولت به عنوان سهامدار عمده در شرکت حضور داشته و نفوذ قابل‌توجهی بر تصمیم‌گیری‌های سازمانی دارد. در حوزه مدیریت مالی، رابطه میان مالکیت دولتی و هزینه بدهی مورد توجه پژوهشگران قرار گرفته است، زیرا مالکیت دولتی می‌تواند هم به شکل مثبت و هم منفی بر هزینه تأمین مالی اثر بگذارد. از جنبه مثبت، شرکت‌های دارای مالکیت دولتی معمولاً از ریسک کمتر و حمایت‌های مالی بیشتری برخوردارند. دولت به عنوان یک سهامدار قدرتمند قادر است در شرایط بحرانی، تسهیلات مالی یا تضمین‌های لازم را فراهم کند که این امر باعث افزایش اطمینان وام‌دهندگان می‌شود و در نتیجه هزینه بدهی شرکت کاهش می‌یابد (کمپا و همکاران^۲، ۲۰۲۱). به عنوان مثال، بانک‌ها معمولاً نرخ بهره کمتری به شرکت‌های دولتی اختصاص می‌دهند، زیرا احتمال نکول در این شرکت‌ها پایین‌تر ارزیابی می‌شود (دارابی و همکاران، ۱۴۰۲). اما مالکیت دولتی می‌تواند آثار منفی نیز داشته باشد. مداخلات سیاسی ممکن است به عدم کارایی در مدیریت و کاهش بازدهی شرکت منجر شود، چرا که دولت ممکن است اهدافی مانند اشتغال‌زایی یا سیاست‌های اجتماعی را بر سودآوری ترجیح دهد. این موضوع باعث افزایش ریسک مالی و به دنبال آن افزایش هزینه بدهی می‌شود (آرای و همکاران، ۲۰۲۱). همچنین، شرکت‌های دولتی ممکن است شفافیت کمتری در گزارشگری مالی داشته باشند که موجب افزایش عدم تقارن اطلاعاتی و نگرانی وام‌دهندگان می‌شود؛ این امر نیز هزینه تأمین مالی را افزایش می‌دهد. محیط نهادی و ساختار قانونی کشور نیز در تعیین اثر مالکیت دولتی بر هزینه بدهی نقش حیاتی دارند. در کشورهایی با نهادهای قوی و حمایت منطقی دولت، مالکیت

^۱. Gigante et al

^۲. Kempa et al

تأثیر افشای اطلاعات محیطی بر هزینه بدهی با توجه به نقش تعدیلگر مالکیت دولتی

دولتی معمولاً به کاهش هزینه بدهی منجر می‌شود، اما در کشورهایی با فساد و مداخلات غیرضروری، تأثیر آن می‌تواند بالعکس باشد (ابراهیمی و همکاران، ۱۴۰۳). علاوه بر این، اندازه و صنعت فعالیت شرکت نیز اهمیت دارد. شرکت‌های بزرگ‌تر یا فعال در صنایع حیاتی مانند انرژی و حمل‌ونقل معمولاً از حمایت‌های بیشتری برخوردار بوده و هزینه بدهی کمتری دارند، در حالی که شرکت‌های کوچک‌تر و صنایع غیرحیاتی چنین مزایایی را ندارند (وانگ و جیانگ^۱، ۲۰۲۱). در مجموع، مالکیت دولتی اثرات دوگانه‌ای بر هزینه بدهی دارد؛ از یک سو کاهش ریسک و هزینه و از سوی دیگر افزایش ریسک ناشی از کارایی پایین و مداخلات سیاسی. برای فهم بهتر این رابطه، تحلیل دقیق شرایط اقتصادی، ویژگی‌های شرکت و بازار مالی ضروری است (رستمی و همکاران، ۱۴۰۲). بر این اساس فرضیه دوم به شرح زیر مطرح می‌شود:

فرضیه دوم: مالکیت دولتی بر هزینه بدهی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر منفی دارد.

مالکیت دولتی، افشای اطلاعات محیطی و هزینه بدهی

مالکیت دولتی می‌تواند به عنوان یک متغیر تعدیلگر، نقش مهمی در رابطه بین افشای اطلاعات محیطی و هزینه بدهی ایفا کند. شرکت‌های دولتی به دلیل ساختار مالکیتی خاص و ارتباط نزدیک با نهادهای حاکمیتی، دارای ویژگی‌هایی هستند که می‌توانند این رابطه را تضعیف یا تقویت کنند. از یک سو، حمایت‌های ضمنی دولت از شرکت‌های دولتی - نظیر تضمین پرداخت بدهی‌ها و دسترسی به منابع مالی ارزان‌تر - وجب کاهش ریسک اعتباری و در نتیجه کاهش هزینه بدهی می‌شود. این حمایت‌ها باعث می‌شود حتی در صورت افشای ناقص اطلاعات محیطی، نرخ بهره کمتری بر این شرکت‌ها اعمال شود. بنابراین، در چنین مواردی، مالکیت دولتی می‌تواند اثر افشای محیطی بر هزینه بدهی را تضعیف کند (گرامی و همکاران، ۱۴۰۱). از سوی دیگر، شرکت‌های دولتی به دلیل نظارت شدیدتر و فشارهای اجتماعی بیشتر، ملزم به شفافیت بیشتری در گزارش‌دهی زیست‌محیطی هستند. این فشارها ممکن است کیفیت افشای اطلاعات محیطی را افزایش داده و در نتیجه، کاهش هزینه بدهی را در پی داشته باشد. همچنین، نزدیکی این شرکت‌ها به سیاست‌گذاری‌های زیست‌محیطی باعث می‌شود که سریع‌تر با مقررات جدید سازگار شوند و ریسک‌های قانونی کمتری داشته باشند؛ عاملی که اعتماد وام‌دهندگان را افزایش می‌دهد (کمپا و همکاران، ۲۰۲۱). با این حال، در برخی شرایط، حمایت‌های دولتی ممکن است انگیزه شرکت‌ها را برای ارائه اطلاعات شفاف کاهش دهد. اگر وام‌دهندگان فرض کنند که حمایت دولت تمامی ریسک‌های مالی را پوشش می‌دهد، اهمیت افشای محیطی در تصمیم‌گیری آن‌ها کم‌رنگ می‌شود. در چنین شرایطی، مالکیت دولتی می‌تواند به جای تقویت، اثر مثبت افشای اطلاعات محیطی را بر کاهش هزینه بدهی تضعیف کند (رایمو و همکاران، ۲۰۲۱). به طور کلی، نقش تعدیلگر مالکیت دولتی در این رابطه به میزان نظارت، سطح حمایت‌های دولتی و حساسیت وام‌دهندگان به اطلاعات محیطی بستگی دارد. در بازارهایی با ساختار نظارتی قوی، مالکیت دولتی می‌تواند اثر افشای محیطی را تقویت کند، اما در بازارهایی با حمایت‌های گسترده و نظارت ضعیف، این اثر ممکن است خنثی یا منفی شود (تران^۲، ۲۰۲۱). بر این اساس فرضیه سوم به شرح زیر مطرح می‌شود:

فرضیه سوم: مالکیت دولتی به عنوان نقش تعدیلگر رابطه بین افشای اطلاعات محیطی و هزینه بدهی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را تقویت می‌کند.

پیشینه پژوهش

وانگ و همکاران^۳ (۲۰۲۵)، این پژوهش به بررسی تأثیر وجود چند سهامدار عمده بر هزینه تأمین مالی از طریق بدهی پرداخته و نقش میانجی افشای اطلاعات زیست‌محیطی در شرکت‌های آلاینده پذیرفته‌شده در بورس چین طی سال‌های ۲۰۱۳ تا ۲۰۲۲، پرداخته است. نتایج نشان می‌دهد که حضور چند سهامدار عمده، به‌ویژه سهامداران دولتی، موجب شفافیت بیشتر در افشای اطلاعات زیست‌محیطی و کاهش معنادار هزینه بدهی می‌شود. این اثر در مقایسه با شرکت‌هایی که تنها یک سهامدار

^۱. Wang & Jiang

^۲. Tran

^۳. Wang et al

عمده دارند، چشمگیرتر است. همچنین در شرکت‌های دولتی یا شرکت‌هایی با فاصله اندک بین مالکیت و کنترل، نقش نظارتی سهام‌داران دولتی تقویت می‌شود.

لیانگ^۱ (۲۰۲۵)، این پژوهش به بررسی تأثیر جریمه اداری زیست‌محیطی بر هزینه بدهی و نقش میانجی افشای محیطی در ۱۷۵ شرکت بورسی چین طی سال‌های ۲۰۱۴ تا ۲۰۲۱، پرداخته است. نتایج نشان می‌دهد که جریمه‌ها موجب کاهش کیفیت افشای محیطی شده و این کاهش کیفیت در سال بعد هزینه بدهی را به‌طور معناداری افزایش می‌دهد. افزون بر این، تغییر سطح افشا به تنهایی تأثیر مستقیم جریمه بر هزینه بدهی را خنثی نمی‌کند. یافته‌ها نشان می‌دهند که افشای محیطی میانجی اصلی این رابطه است؛ کاهش شفافیت پس از جریمه، هزینه تأمین مالی بدهی را افزایش می‌دهد.

یو و همکاران^۲ (۲۰۲۵)، در این مطالعه رابطه منفی بین کیفیت افشای معیارهای ESG (محیط زیست، اجتماعی و حکمرانی) و هزینه تأمین مالی بدهی در شرکت‌های بورسی چین طی سال‌های ۲۰۱۱ تا ۲۰۲۰ با استفاده از رگرسیون دو مرحله‌ای با استفاده از متغیر ابزاری و اندازه‌گیری‌های جایگزین کیفیت افشا، اعتبار و پایداری بررسی شده است. نتایج نشان داده که این ارتباط تنها برای شرکت‌های غیر دولتی، شرکت‌های فعال در مناطق با سطح بالاتر بازاریابی، شرکت‌هایی با شفافیت حسابداری پایین‌تر، شرکت‌هایی که به‌طور داوطلبانه گزارش مسئولیت اجتماعی منتشر می‌کنند و شرکت‌های غیرآلاینده معنادار است.

یانگ و همکاران (۲۰۲۴)، در تحقیق خود به تأثیر افشای اطلاعات زیست‌محیطی بر هزینه بدهی پرداختند. جامعه آماری این تحقیق شرکت‌های فهرست شده در چین برای بازه زمانی ۲۰۱۶ تا ۲۰۲۳ می‌باشد که ۱۸۵ شرکت به عنوان نمونه انتخاب شد. یافته‌ها نشان داد که بر اساس داده‌های شرکت‌های فهرست شده در چین، یک مدل اثرات ثابت دو طرفه در این مطالعه برای تعیین تأثیر افشای اطلاعات زیست‌محیطی بر هزینه بدهی استفاده شده است. این نشان می‌دهد که افشای اطلاعات زیست‌محیطی می‌تواند هزینه بدهی شرکت‌ها را کاهش دهد و دوگانگی مدیرعامل و تمرکز مالکیت نقش‌های حیاتی در این رابطه دارند. پس از در نظر گرفتن مشکلات درون زایی و تست استحکام، نتایج معتبر باقی می‌مانند.

ژنگ و شن^۳ (۲۰۲۴)، این مطالعه تأثیر مالکیت مدیریتی بر تأمین مالی بدهی شرکت‌ها را با تمرکز بر نقش میانجی افشای اطلاعات زیست‌محیطی در شرکت‌های آلاینده چین طی سال‌های ۲۰۱۶ تا ۲۰۲۰ بررسی کرده است. نتایج نشان می‌دهد که مالکیت مدیریتی با کاهش افشای اطلاعات زیست‌محیطی، هزینه بدهی را افزایش داده و مانع شفافیت می‌شود.

لی و همکاران^۴ (۲۰۲۳)، به بررسی تأثیر مسئولیت اجتماعی شرکت بر هزینه تأمین مالی بدهی و نقش تعدیل‌گر دستورالعمل‌های سیستم مالی سبز در ۱۴۸ شرکت آلاینده در چین طی سال‌های ۲۰۱۴ تا ۲۰۱۹، با استفاده از روش‌های تطبیق امتیاز گرایش و مدل هکمن پرداخته‌اند. نتایج نشان می‌دهد عملکرد مطلوب مسئولیت اجتماعی در حوزه‌های مختلف، با کاهش هزینه بدهی مرتبط است. همچنین، سیاست‌های مالی سبز این اثر را تقویت می‌کنند. مسئولیت‌پذیری اجتماعی با کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و ریسک تجاری، هزینه بدهی را کاهش می‌دهد. یافته‌ها با آزمون‌های آماری جایگزین، از جمله، تأیید شده‌اند.

دینگ و همکاران (۲۰۲۲)، به بررسی تأثیر جریمه‌های اداری زیست‌محیطی بر افشای اطلاعات محیطی و هزینه بدهی در ۱۷۵ شرکت فهرست شده در چین طی سال‌های ۲۰۱۴ تا ۲۰۲۱، پرداخته‌اند. نتایج نشان می‌دهد که جریمه‌های زیست‌محیطی با کاهش کیفیت افشا، موجب افزایش هزینه بدهی در سال بعد می‌شوند و افشای محیطی نقش میانجی در این رابطه دارد. همچنین، تغییر سطح افشا به تنهایی نمی‌تواند اثر جریمه بر هزینه بدهی را خنثی کند. این پژوهش نشان می‌دهد که کاهش شفافیت پس از جریمه، هزینه تأمین مالی شرکت‌ها را افزایش می‌دهد و ادبیات موجود را توسعه می‌دهد.

موسی‌زاده و ملالو (۱۴۰۴)، این پژوهش به بررسی تأثیر افشای اطلاعات زیست‌محیطی بر هزینه سرمایه، با تأکید بر نقش تعدیلی کیفیت حاکمیت شرکتی در ۱۴۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۵ تا ۱۴۰۲

¹. Liang

². You et al

³. Zheng & Shen

⁴. Li et al

تأثیر افشای اطلاعات محیطی بر هزینه بدهی با توجه به نقش تعدیلگر مالکیت دولتی

پرداخته‌اند و برای تحلیل داده‌ها از مدل رگرسیون چندمتغیره و داده‌های ترکیبی استفاده شده است. یافته‌ها نشان می‌دهد که افشای اطلاعات زیست‌محیطی به‌طور معناداری موجب کاهش هزینه سرمایه شرکت‌ها می‌شود. همچنین، کیفیت بالای حاکمیت شرکتی این اثر را تقویت می‌کند؛ به‌طوری که در شرکت‌های دارای ساختار حاکمیتی قوی‌تر، تأثیر افشای زیست‌محیطی بر کاهش هزینه سرمایه محسوس‌تر است. این نتایج می‌تواند برای ارتقای شفافیت، مسئولیت‌پذیری و پایداری مالی، راهگشای مدیران، سرمایه‌گذاران و سیاست‌گذاران باشد.

کریمی و همکاران (۱۴۰۳)، در مقاله‌ای با عنوان تأثیر نوآوری بر عملکرد زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیتی در ۸۵ شرکت بورس اوراق بهادار تهران برای فاصله زمانی ۱۳۹۶ تا ۱۴۰۱ با استفاده از رگرسیون چندمتغیره به این نتایج دست یافته‌اند که شرکت‌های نوآورتر، عملکرد پایدارتری دارند. این یافته‌ها تأیید می‌کند که نوآوری نقش مهمی در بهبود پایداری و ارتقای شهرت شرکت‌ها دارد.

آبگینه و همکاران (۱۴۰۲) این پژوهش با هدف ارائه مدلی برای تبیین عملکرد مالی بر مبنای افشای اطلاعات زیست‌محیطی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران انجام شده است. روش تحقیق به‌صورت ترکیبی در دو مرحله صورت گرفته: ابتدا با مرور نظام‌مند منابع داخلی و خارجی، متغیرهای مدل شناسایی شده و در مرحله دوم، داده‌های ۸۹ شرکت از صنایع آلاینده و پاک طی سال‌های ۱۳۹۵ تا ۱۳۹۹ مورد بررسی قرار گرفته است. نتایج نشان داد که بین افشای اطلاعات زیست محیطی و عملکرد مالی رابطه معناداری وجود دارد و شدت این رابطه تحت تأثیر نوع صنعت قرار دارد. افشای زیست‌محیطی، به‌ویژه در صنایع آلاینده، می‌تواند نقش مؤثری در خلق ارزش و توسعه پایدار ایفا کند.

زرعیان و همکاران (۱۴۰۲)، این تحقیق به بررسی تأثیر کارایی شرکت بر هزینه بدهی با استفاده از سرمایه فکری در ۱۳۰ شرکت پذیرفته‌شده در بورس تهران طی سال‌های ۱۳۹۵ تا ۱۴۰۱ پرداخته است. برای اندازه‌گیری کارایی عملکرد از مدل اندرسون-پیترسون و تحلیل پوششی داده‌ها استفاده شده است. نتایج نشان داد که بین رتبه کارایی عملکرد و هزینه بدهی رابطه معکوس و معناداری وجود دارد؛ یعنی هرچه کارایی بیشتر باشد، هزینه بدهی کمتر است. همچنین، افزایش اهرم مالی با افزایش هزینه بدهی همراه است، در حالی که درصد مالکیت سهامداران نهادی و اندازه شرکت با هزینه بدهی رابطه منفی دارند.

محمدی خانقاه و مشایخ (۱۴۰۲)، در مقاله‌ای با عنوان بررسی نقش تعدیل‌گری ساختار مالکیت دولتی بر تأثیر برجام بر رتبه اعتباری در ۱۳۹ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۹ با استفاده از مدل رگرسیون چندمتغیره و حداقل مربعات تعمیم‌یافته به این نتایج دست یافته‌اند که در دوره وجود برجام، رتبه اعتباری شرکت‌ها کاهش یافته است و ساختار مالکیت تأثیر معناداری بر این رابطه نداشته است.

رضایی و همکاران (۱۴۰۲)، در مقاله‌ای با عنوان بررسی رابطه بین افشای اطلاعات زیست محیطی و هزینه‌های تحقیق و توسعه با تأکید بر نقش تعدیلی ارتباطات سیاسی هیات مدیره در ۱۱۰ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران برای فاصله زمانی ۱۳۹۳ تا ۱۳۹۹ با استفاده از مدل‌های رگرسیونی و به روش حداقل مربعات تعمیم یافته پرداخته‌اند. نتایج نشان داد که شرکت‌هایی که افشای زیست محیطی بیشتری دارند، هزینه تحقیق و توسعه بالاتری دارند و تمایل به تولید محصولات کم‌آلاینده دارند. اما در شرکت‌هایی با ارتباطات سیاسی قوی، هزینه‌های تحقیق و توسعه کاهش یافته و این ارتباط مثبت تضعیف می‌شود. حمایت سیاسی دولت فشار زیست محیطی را کاهش داده و انگیزه شرکت‌ها برای سرمایه‌گذاری در کاهش آلودگی را کم می‌کند.

هاشمی و همکاران (۱۴۰۱)، این پژوهش تأثیر مسئولیت اجتماعی شرکت را بر هزینه بدهی و دسترسی به تأمین مالی از طریق بدهی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس تهران طی سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۶ بررسی کرده است. با انتخاب ۱۰۸ شرکت و تحلیل داده‌ها با استفاده از نرم‌افزارهای آماری، نتایج نشان داد مسئولیت اجتماعی شرکت تأثیر معناداری بر کاهش هزینه بدهی و بهبود تأمین مالی دارد.

روش پژوهش

پژوهش حاضر، از نظر هدف، کاربردی، از نظر ماهیت و محتوا از نوع توصیفی همبستگی و با توجه به استفاده از مطالعات تاریخی، پس رویدادی است. همچنین این پژوهش از نوع مطالعات کتابخانه‌ای و تحلیلی – علی بوده و مبتنی بر تحلیل داده‌های تابلویی (پانل دیتا) است و برای تجزیه و تحلیل داده‌ها، از نرم افزارهای ایویوز و اکسل استفاده شده و نیز داده‌های مورد نیاز از طریق وب سایت کدال گردآوری شده است. جامعه آماری این پژوهش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. همچنین قلمرو زمانی پژوهش سال‌های ۱۳۹۶ لغایت ۱۴۰۲ است. برای نمونه‌گیری از روش حذف نظام‌مند استفاده خواهد شد که شرایط آن به صورت زیر تعریف شده است:

- ۱- به منظور قابل مقایسه بودن اطلاعات، سال مالی شرکت‌ها منتهی به پایان اسفند هر سال باشد.
 - ۲- به منظور همگن بودن اطلاعات، شرکت‌ها از نوع بانک‌ها، موسسات مالی و اعتباری، بیمه و لیزینگ نباشند.
 - ۳- در دوره زمانی ۱۳۹۶ - ۱۴۰۲ پژوهش از بورس خارج نشده باشد.
 - ۴- در دوره زمانی پژوهش تغییر سال مالی نداشته باشد.
 - ۵- در دوره زمانی پژوهش بیش از سه ماه وقفه معاملاتی نداشته باشد.
 - ۶- اطلاعات مربوط به متغیرهای انتخاب شده در این پژوهش در دسترس باشد.
- با در نظر گرفتن محدودیت‌های اعمال شده در فرایند نمونه‌گیری، حجم نمونه پژوهش شامل ۹۹۴ مشاهده سال-شرکت است که از داده‌های ۱۴۲ شرکت طی یک دوره زمانی ۷ ساله استخراج شده است.

متغیرهای و مدل پژوهش

متغیر وابسته

هزینه بدهی ($COD_{i,t}$) است و بر اساس پژوهش هاشمی و همکاران (۱۴۰۱) عبارت است درصد نسبت هزینه بهره به مجموع بدهی بلندمدت و کوتاه مدت است.

متغیر مستقل

افشای اطلاعات محیطی ($EID_{i,t}$) است بر اساس تحقیق عرض پیمای و همکاران (۱۴۰۱) در این تحقیق جهت اندازه‌گیری افشای اطلاعات محیطی از شش مورد استفاده شده است. این شش مورد به شرح زیر است:

- ۱- ترکیبی از سه اقدام پسماند که منعکس‌کننده سیاست‌ها، اقدامات یا فناوری‌های اتخاذ شده توسط شرکت برای کاهش گازهای خروجی، فاضلاب، پسماندها و انتشار گازهای گلخانه‌ای است.
- ۲- اقتصاد دایره‌ای که به سیاست‌ها و اقدامات شرکت در جهت استفاده از انرژی‌های تجدیدپذیر یا اتخاذ یک اقتصاد دایره‌ای اشاره دارد.

- ۳- صرفه‌جویی در انرژی که به سیاست‌ها، اقدامات یا فناوری‌های شرکت برای صرفه‌جویی در انرژی اشاره دارد.
- ۴- گواهی زیست‌محیطی که به شرکت‌های دارای گواهینامه ISO 14001 ارجاع می‌دهد.
- ۵- این شاخص به شرکت‌هایی اشاره دارد که از سوی مراجع معتبر یا سازمان‌های زیست‌محیطی، به خاطر اقدامات مثبت‌شان در حوزه محیط‌زیست، شناخته شده و مورد تقدیر قرار گرفته‌اند.
- ۶- سایر مزیت‌ها که نشان‌دهنده سایر مزیت‌های موجود در محیط شرکت است که توسط شاخص‌های فوق پوشش داده نمی‌شود. اطلاعات فوق از گزارش صورت‌های مالی سالانه شرکت‌ها استخراج می‌شود به طوری که هر کدام از موارد فوق داشته باشد عدد یک می‌گیرد در غیر این صورت صفر و نهایتاً این اعداد با هم جمع می‌شوند و افشای اطلاعات محیطی به دست می‌آید. به عبارتی به یک شرکت که هیچ کدام از موارد فوق را نداشته باشد عدد صفر ولی اگر همه موارد فوق را داشته باشد عدد شش اختصاص می‌یابد.

متغیر تعدیل‌گر

مالکیت دولتی ($GP_{i,t}$) است که مطابق با پژوهش هاشمی و همکاران (۱۴۰۱) شرکت‌های دولتی در ایران به شرکت‌هایی گفته می‌شوند که بیش از ۵۰٪ سهام آنها در اختیار ارگان‌ها یا نهادهای دولتی باشند و همچنین نهادهای و موسساتی وابسته به دولت محسوب می‌شوند که در مالکیت وزارتخانه‌ها و دستگاه‌های دولتی باشند و بودجه آنان نیز توسط دولت تامین و پرداخت شود. اگر سهم دولت در هر شرکتی کمتر از ۵۰ درصد باشد قوانین بخش خصوصی بر آنها حاکم هست. اطلاعات سهامداران عمده در سایت بورس^۱ و از صورت‌های مالی سالانه و یادداشت سرمایه برای هر شرکتی مشخص شده است.

متغیرهای کنترلی

بر اساس پژوهش یانگ و همکاران (۲۰۲۴) متغیرهای کنترلی پژوهش عبارت است: اندازه شرکت ($SIZE_{i,t}$): برابر لگاریتم طبیعی کل دارایی‌های شرکت، نسبت اهرمی ($LEV_{i,t}$): عبارت است نسبت کل بدهی به کل دارایی، نرخ رشد فروش سالانه ($REVGROWTH_{i,t}$) برابر با درصد نسبت ما به تفاوت فروش سال گذشته از فروش سال جاری بر فروش سال گذشته و سن شرکت (AGE): عبارت است از لگاریتم سن شرکت از تاریخ عرضه در بورس تا پایان دوره نمونه است.

مدل‌های آماری فرضیه‌های پژوهش

$$COD_{i,t} = a + \beta_1 EID_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 REVGROWTH_{i,t} + \beta_5 AGE_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (۱)$$

$$COD_{i,t} = a + \beta_1 GP_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 REVGROWTH_{i,t} + \beta_5 AGE_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (۲)$$

$$COD_{i,t} = a + \beta_1 EID_{i,t} + \beta_2 GP_{i,t} + \beta_3 EID \times GP_{i,t} + \beta_4 SIZE_{i,t} + \beta_5 LEV_{i,t} + \beta_6 REVGROWTH_{i,t} + \beta_7 AGE_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (۳)$$

یافته‌ها پژوهش

آمار توصیفی

آمار توصیفی تنظیم و طبقه‌بندی داده‌ها، نمایش ترسیمی، و محاسبه مقادیری از قبیل نما، میانگین، میانه و... می‌باشد که حاکی از مشخصات اعضای جامعه مورد بحث است. نگاره (۱) و (۲) آمار توصیفی متغیرهای مدل را نشان مشخص شده است.

نگاره ۱. آمار توصیفی متغیرها

نام متغیر	نماد	میانگین	میانه	بیشترین	کمترین	انحراف استاندارد
هزینه بدهی	COD	۰/۰۸۸	۰/۰۸۴	۰/۱۶۳۸	۰/۰۰۰۲	۰/۰۴۸۳
افشای اطلاعات محیطی	EID	۲/۸۸۶	۳/۰۰۰	۶/۰۰۰	۰/۰۰۰	۱/۸۸۳
اندازه شرکت	SIZE	۶/۰۱۸	۶/۰۰۲	۷/۹۸۹	۴/۰۰۴	۰/۹۹۳
اهرم مالی	LEV	۰/۱۸۲	۰/۱۶۱	۰/۳۲۰	۰/۱۰۰	۰/۰۶۲
نرخ رشد فروش سالانه	REVGROWTH	۰/۵۹۷	۱/۱۱۲	۱۹/۹۶	-۱۹/۹۶۹	۱۱/۴۵۴
سن شرکت	AGE	۲۷/۸۸	۲۶/۰۰	۴۹/۰۰	۲/۰۰۰	۱۱/۸۹۴

منبع: یافته‌های پژوهش

نگاره ۲. شاخص‌های توصیف کننده متغیرهای مجازی پژوهش

نام متغیر	تعداد	اندازه گیری	درصد
مالکیت دولتی	۹۹۴	دولتی	۴۹/۵
		خصوصی	۵۱/۵

منبع: یافته‌های پژوهش

^۱. <https://tsetmc.ir>

آزمون فرضیه اول پژوهش

قبل از تخمین لازم است، آزمون‌های تشخیصی انجام شود. لذا، آزمون‌های اف-لیمر، ولدویج، عامل تورم واریانس انجام شده که در نگاره (۳)، بیان شده است. لذا، با توجه به نتایج آزمون اف لیمر که بیشتر از ۰/۰۵ شده، مدل (۱) پژوهش از روش تلفیقی برآورد شده و نیز بر اساس، نتایج آزمون ولدویج، مشخص شد که مدل دارای همبستگی نیست. مطابق نتایج معیار عامل تورم واریانس متغیرهای پژوهش مشکل هم‌خطی ندارد. در نهایت، با توجه به مقدار احتمال به دست آمده برای آماره اف که معنی داری کل مدل را نشان می‌دهد کمتر از ۰/۰۵ است، در نتیجه فرض صفر رد شده و مشخص می‌شود که مدل پژوهش معنادار است. نتایج تحلیل آماری نشان می‌دهد که مقدار آماره F برابر با (۲۷۱/۱۲) بوده و سطح معناداری آن صفر است که کمتر از سطح آزمون (۰/۰۵) می‌باشد. بنابراین، مدل مورد نظر معنادار بوده و تأیید می‌شود. ضریب تعیین تعدیل شده مدل (۰/۵۷۸) است که بیانگر این است که متغیرهای وارد شده به مدل توانسته‌اند (۵۷/۸) درصد از تغییرات متغیر وابسته، یعنی هزینه بدهی، را توضیح دهند. ضریب افشای اطلاعاتی محیطی برابر با (۰/۱۹۱-) و معنادار است. به این معنا که افشای اطلاعات محیطی تأثیر منفی و معنادار بر هزینه بدهی دارد و با افزایش افشای اطلاعات محیطی، هزینه بدهی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران کاهش می‌یابد. این نتایج به روشنی فرضیه اول پژوهش را تأیید می‌کند و نشان می‌دهد که شفافیت بیشتر در زمینه مسائل زیست محیطی نقش موثری در کاهش هزینه تأمین مالی از طریق بدهی دارد.

نگاره ۳. نتایج تخمین آزمون‌های تشخیصی و تخمین مدل (۱) پژوهش در جهت آزمون فرضیه اول

متغیر	ضریب	انحراف استاندارد	آماره تی	احتمال	VIF
EID	-۰/۱۹۱	۰/۰۰۷	-۱۶/۱۴۹	۰/۰۰۰	۱/۴۷
SIZE	۰/۰۷۳	۰/۰۱۱	۶/۶۲۷	۰/۰۰۰	۱/۳۸
LEV	۲/۶۳۶	۰/۲۰۵	۱۲/۸۳۳	۰/۰۰۰	۱/۰۹
REVGROWTH	-۰/۰۰۲	۰/۰۰۰۸	-۲/۲۹۳	۰/۰۲۲	۱/۰۳
AGE	-۰/۰۰۰۷	۰/۰۰۰۸	-۰/۸۹۹	۰/۳۶۷	۱/۰۲
C	۰/۲۵۱	۰/۰۸۶	۲/۹۱۶	۰/۰۰۴	---
ضریب تعیین	۰/۵۷۸	آماره اف(احتمال) ۱/۰۳۹(۰/۳۹۸)			
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۵۷۶	آماره آزمون ولدریج(احتمال) ۰/۰۰۴(۰/۹۵۳)			
آماره اف- لیمر(احتمال)		۲۷۱/۱۲(۰/۰۰۰)			

منبع: یافته‌های پژوهش

آزمون فرضیه دوم پژوهش

همانند قبل از تخمین لازم است، آزمون‌های تشخیصی انجام شود. لذا، آزمون‌های اف-لیمر، ولدویج، عامل تورم واریانس انجام شده که در نگاره (۴)، بیان شده است. لذا، با توجه به نتایج آزمون اف لیمر که بیشتر از ۰/۰۵ شده، مدل (۲) پژوهش از روش تلفیقی برآورد شده و نیز بر اساس، نتایج آزمون ولدویج، مشخص شد که مدل دارای همبستگی نیست. مطابق نتایج معیار عامل تورم واریانس متغیرهای پژوهش مشکل هم‌خطی ندارد. در نهایت، با توجه به مقدار احتمال به دست آمده برای آماره اف که معنی داری کل مدل را نشان می‌دهد کمتر از ۰/۰۵ است، در نتیجه فرض صفر رد شده و مشخص می‌شود که مدل پژوهش معنادار است. نتایج تحلیل آماری نشان می‌دهد که مقدار آماره F برابر با (۲۰۸/۷۳) بوده و سطح معنی داری آن صفر است که کمتر از سطح آزمون (۰/۰۵) می‌باشد. بنابراین، مدل مورد نظر معنی دار بوده و تأیید می‌شود. ضریب تعیین تعدیل شده مدل (۰/۵۱۳) است که بیانگر این است که متغیرهای وارد شده به مدل توانسته‌اند (۵۱/۳) درصد از تغییرات متغیر وابسته، یعنی هزینه بدهی، را توضیح دهند. نتایج تحلیل نشان می‌دهد که متغیر مالکیت دولتی با ضریب منفی ۰/۲۳۸- و با سطح معناداری کمتر از ۰/۰۵، تأثیر منفی و معناداری بر هزینه بدهی دارد. به عبارت دیگر، در شرکت‌هایی که دارای مالکیت دولتی هستند، هزینه بدهی به‌طور قابل توجهی کمتر است. این یافته، فرضیه دوم پژوهش را تأیید می‌کند؛ به این معنا که مالکیت دولتی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران باعث کاهش هزینه بدهی می‌شود.

نگاره ۴. نتایج تخمین آزمون‌های تشخیصی و تخمین مدل (۲) پژوهش در جهت آزمون فرضیه دوم

متغیر	ضریب	انحراف استاندارد	آماره تی	احتمال	VIF
GP	-۰/۲۳۸	۰/۰۲۴	-۹/۷۲۶	۰/۰۰۰	۱/۹۷
SIZE	۰/۰۹۶	۰/۰۱۲	۸/۲۵۷	۰/۰۰۰	۱/۸۹
LEV	۳/۶۲۷	۰/۲۰۳	۱۷/۸۵۴	۰/۰۰۰	۱/۷۹
REVGROWTH	-۰/۰۰۲	۰/۰۰۰۹	-۲/۱۷۲	۰/۰۳۰	۱/۹۸
AGE	-۰/۰۰۰۷	۰/۰۰۰۹	-۰/۷۹۳	۰/۴۲۶	۱/۵۶
C	-۰/۲۶۸	۰/۰۸۱	-۳/۳۲۲	۰/۰۰۰۹	---
ضریب تعیین	۰/۵۱۳	آماره اف(احتمال) ۰/۵۳۵(۰/۷۸۲)			
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۵۱۱	آماره آزمون ولدريج(احتمال) ۰/۰۰۳(۰/۹۸۹)			
آماره اف - لیمر(احتمال)	۸/۷۳(۰/۰۰۰)				

منبع: یافته‌های پژوهش

آزمون فرضیه سوم پژوهش

همانند قبل از تخمین لازم است، آزمون‌های تشخیصی انجام شود. لذا، آزمون‌های اف- لیمر، ولدوج، عامل تورم واریانس انجام شده که در نگاره(۵)، بیان شده است. لذا، با توجه به نتایج آزمون اف لیمر که بیشتر از ۰/۰۵ شده، مدل (۳) پژوهش از روش تلفیقی برآورد شده و نیز بر اساس، نتایج آزمون ولدريج، مشخص شد که مدل دارای همبستگی نیست. مطابق نتایج معیار عامل تورم واریانس متغیرهای پژوهش مشکل هم‌خطی ندارد. در نهایت، با توجه به مقداراحتمال به دست آمده برای آماره اف که معنادار کل مدل را نشان می‌دهد کمتر از ۰/۰۵ است، در نتیجه فرض صفر رد شده و مشخص می‌شود که مدل پژوهش معنادار است. نتایج تحلیل آماری نشان می‌دهد که مقدار آماره F برابر با (۲۱۳/۸۵) بوده و سطح معناداری آن صفر است که کمتر از سطح آزمون (۰/۰۵) می‌باشد. بنابراین، مدل مورد نظر معنی‌دار بوده و تأیید می‌شود. ضریب تعیین تعدیل شده مدل (۰/۶۰۲) است که بیانگر این است که متغیرهای وارد شده به مدل توانسته‌اند (۶۰/۲) درصد از تغییرات متغیر وابسته، یعنی هزینه بدهی را توضیح دهند. با توجه به ضریب منفی متغیر مالکیت دولتی به‌عنوان نقش تعدیل‌گر (EID×GP) برابر ۰/۰۱۹- و سطح معناداری ۰/۰۲۵ نشان می‌دهد که مالکیت دولتی به‌عنوان نقش تعدیل‌گر رابطه بین افشای اطلاعات محیطی و هزینه بدهی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را تقویت می‌کند. به عبارتی دیگر مالکیت دولتی باعث تقویت اثر کاهنده افشای اطلاعات محیطی بر هزینه بدهی می‌شود. به- طور کلی نتایج به‌دست آمده نشان‌دهنده تایید فرضیه سوم این پژوهش است یعنی مالکیت دولتی به‌عنوان نقش تعدیل‌گر رابطه بین افشای اطلاعات محیطی و هزینه بدهی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را تقویت می‌کند.

نگاره ۵. نتایج تخمین آزمون‌های تشخیصی و تخمین مدل (۳) پژوهش در جهت آزمون فرضیه سوم

متغیر	ضریب	انحراف استاندارد	آماره تی	احتمال	VIF
EID	-۰/۰۸۹	۰/۰۰۹	-۱۰/۰۲۸	۰/۰۰۰	۱/۷۹
GP	-۰/۱۱۸	۰/۰۳۹	-۲/۹۸۵	۰/۰۰۳	۱/۶۹
EID×GP	-۰/۰۱۹	۰/۰۰۸	-۲/۲۲۷	۰/۰۲۵	۱/۴۹
SIZE	۰/۰۶۴	۰/۰۱۱	۵/۹۰۲	۰/۰۰۰	۱/۰۵
LEV	۲/۲۳۵	۰/۲۰۷	۱۰/۸۱۹	۰/۰۰۰	۱/۴۰
REVGROWTH	-۰/۰۰۲	۰/۰۰۰۸	-۲/۲۵۹	۰/۰۲۴	۱/۲۳
AGE	-۰/۰۰۰۷	۰/۰۰۰۸	-۰/۹۵۳	۰/۳۴۱	۱/۴۹
C	۰/۴۱۹	۰/۰۸۸	۴/۷۹۱	۰/۰۰۰	---
ضریب تعیین	۰/۶۰۲	آماره اف(احتمال)		۱۱/۱۱۴(۰/۰۱۹)	
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۶۰۰	آماره آزمون ولدريج(احتمال)		۰/۰۰۵(۰/۸۸۱)	
آماره اف- لیمر(احتمال)		۲۱۳/۸۵(۰/۰۰۰)			

منبع: یافته‌های پژوهش

نتیجه‌گیری و پیشنهادات

هدف اصلی پژوهش حاضر بررسی تأثیر افشای اطلاعات محیطی بر هزینه بدهی با در نظر گرفتن نقش تعدیل‌گر مالکیت دولتی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از روش تلفیقی در طی سال‌های ۱۳۹۶ تا ۱۴۰۲ بوده و داده‌های پژوهش از ۱۴۲ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران که پس از اعمال محدودیت‌های مورد نظر انتخاب شده و جمع‌آوری شده است.

در فرضیه اول، مشخص گردید؛ که افشای اطلاعات محیطی تأثیر منفی و معناداری بر هزینه بدهی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران دارد. به عبارت دیگر، هرچه سطح شفافیت و مسئولیت‌پذیری شرکت‌ها در ارائه اطلاعات زیست‌محیطی افزایش یابد، ریسک ادراک‌شده توسط وام‌دهندگان و سرمایه‌گذاران کاهش یافته و در نتیجه، شرکت‌ها می‌توانند منابع مالی موردنیاز خود را با نرخ بهره کمتری تأمین کنند. این اثر به‌ویژه در صنایعی که با ریسک‌های زیست‌محیطی بالا مواجه هستند، بیشتر نمایان است. از منظر نظریه‌های سرمایه‌گذاری مسئولانه و اقتصاد اطلاعات، این یافته کاملاً قابل تبیین است؛ چراکه شفافیت اطلاعاتی و کاهش عدم تقارن اطلاعاتی، اعتماد ذی‌نفعان را افزایش داده و ریسک اعتباری شرکت را کاهش می‌دهد. همچنین، افشای مسئولانه اطلاعات محیطی به بهبود روابط با نهادهای دولتی، نظارتی و جامعه منجر شده و ریسک‌های غیرمالی شرکت را کاهش می‌دهد. در مجموع، نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که افشای اطلاعات زیست‌محیطی، ابزاری کارآمد برای کاهش هزینه‌های تأمین مالی و بهبود پایداری مالی شرکت‌ها محسوب می‌شود. یافته‌های فرضیه اول پژوهش با نتایج مطالعات داخلی همچون آبگینه و همکاران (۱۴۰۲)، هاشمی و همکاران (۱۴۰۰) و خوشکار و ترابی (۱۴۰۱) مطابقت دارد که همگی تأثیر مثبت افشای زیست‌محیطی و مسئولیت اجتماعی را بر عملکرد مالی و کاهش هزینه بدهی تأیید کرده‌اند. در سطح بین‌المللی نیز، پژوهش‌های یانگ و همکاران (۲۰۲۴) و لی و همکاران (۲۰۲۳) نتایج مشابهی در شرکت‌های چینی، به‌ویژه در صنایع آلاینده، گزارش کرده‌اند.

در فرضیه دوم، مشخص گردید؛ که مالکیت دولتی تأثیر منفی و معناداری بر هزینه بدهی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران دارد؛ به عبارت دیگر، شرکت‌های با مالکیت دولتی، هزینه تأمین مالی کمتری را تجربه می‌کنند. این نتیجه بیانگر آن است که پشتوانه دولتی می‌تواند نقش کاهنده‌ای در ریسک ادراک‌شده توسط وام‌دهندگان ایفا کند. در واقع، نهادهای مالی، شرکت‌های دولتی را به دلیل احتمال پایین نکول بدهی و برخورداری از دسترسی به منابع اعتباری دولتی، کم‌ریسک‌تر ارزیابی کرده و در نتیجه، تسهیلات مالی را با نرخ بهره پایین‌تر در اختیار آن‌ها قرار می‌دهند. همچنین، حضور دولت در ساختار مالکیت، با افزایش شفافیت، نظارت و حمایت نهادی همراه بوده و موجب تقویت اعتماد بازارهای مالی به این نوع شرکت‌ها می‌شود. از منظر نظری نیز، این یافته‌ها با ادبیات موجود در حوزه کاهش ریسک اعتباری، اعتماد سرمایه‌گذاران و اقتصاد اطلاعات هم‌راستا هستند. به‌ویژه در زمینه مسئولیت اجتماعی، شرکت‌های دولتی به دلیل نقش عمومی و اجتماعی، اغلب در اجرای سیاست‌های زیست‌محیطی و اجتماعی فعال‌تر عمل می‌کنند، که این امر ریسک‌های غیرمالی را کاهش داده و هزینه بدهی را پایین می‌آورد. در مجموع، یافته‌ها نشان می‌دهد که مالکیت دولتی به‌عنوان یک ضمانت ساختاری، عامل مؤثر در کاهش هزینه‌های تأمین مالی محسوب می‌شود. نتایج فرضیه دوم پژوهش با مطالعات داخلی هم‌مانند زرعیان و همکاران (۱۴۰۳)، هاشمی و همکاران (۱۴۰۰) و خوشکار و ترابی (۱۴۰۱) و نیز در پژوهش‌های بین‌المللی هم‌مانند لی و همکاران (۲۰۲۳) و رایمو و همکاران (۲۰۲۱) هم‌جهت است.

اما در فرضیه سوم، مشخص گردید؛ که مالکیت دولتی نقش تعدیل‌گر مثبتی در رابطه بین افشای اطلاعات محیطی و هزینه بدهی ایفا می‌کند؛ به عبارتی، افشای اطلاعات زیست‌محیطی در شرکت‌های دولتی تأثیر بیشتری در کاهش هزینه بدهی دارد. این یافته تأکید می‌کند که ساختار مالکیت دولتی با بهره‌گیری از حمایت‌های نهادی، نظارت مؤثر و اعتبار حکومتی، اثربخشی افشای محیطی را در نگاه وام‌دهندگان افزایش می‌دهد. در شرکت‌های دولتی، افشای زیست‌محیطی به‌عنوان نشانه‌ای از تعهد واقعی به توسعه پایدار تلقی می‌شود و نه صرفاً یک اقدام نمادین. این امر باعث افزایش اعتماد نهادهای مالی به اطلاعات افشاشده شده، که در نهایت با کاهش ریسک ادراک‌شده، به کاهش هزینه تأمین مالی از طریق بدهی می‌انجامد. در مجموع، این تحقیق بر

تأثیر افشای اطلاعات محیطی بر هزینه بدهی با توجه به نقش تعدیلگر مالکیت دولتی

اهمیت نقش دولت در ایجاد محیطی شفاف و پایدار برای فعالیت شرکت‌ها تأکید می‌کند و نشان می‌دهد که مالکیت دولتی با تقویت اعتماد و کاهش ریسک اطلاعاتی، می‌تواند افشای زیست‌محیطی را به مزیتی مالی تبدیل کند. این موضوع، بر ضرورت حمایت سیاست‌گذاران از شفافیت زیست‌محیطی در چارچوب ساختارهای دولتی و نهادی صحنه می‌گذارد. یافته‌ها فرضیه سوم پژوهش با مطالعات داخلی مانند هاشمی و همکاران (۱۴۰۱) و خوشکار و ترابی (۱۴۰۰) و با پژوهش‌های بین‌المللی نظیر یانگ و همکاران (۲۰۲۴)، لی و همکاران (۲۰۲۳) و رایمو و همکاران (۲۰۲۱) هم‌سو است. با توجه به نتایج پژوهش پیشنهادهایی به شرح زیر ارائه شده است:

- **تقویت شفافیت افشای اطلاعات محیطی:** با توجه به تأثیر قابل توجه افشای اطلاعات محیطی بر هزینه بدهی، پیشنهاد می‌شود که شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس تهران، با ایجاد فرآیندهای دقیق و شفاف برای افشای اطلاعات محیطی، به خصوص در حوزه‌های مربوط به ریسک‌های زیست‌محیطی، اجتماعی و مدیریتی، نسبت به کاهش هزینه بدهی خود اقدام کنند. این اقدام می‌تواند به ارتقاء اعتبار شرکت‌ها نزد سرمایه‌گذاران و نهادهای مالی کمک کرده و هزینه تأمین مالی را کاهش دهد.

- **ارزیابی مجدد نقش مالکیت دولتی در تصمیمات مالی:** بر اساس نتایج پژوهش، مالکیت دولتی می‌تواند به‌عنوان یک عامل تعدیل‌گر در تأثیر افشای اطلاعات محیطی بر هزینه بدهی عمل کند. به‌منظور بهره‌برداری بهینه از این یافته، پیشنهاد می‌شود که شرکت‌هایی که سهام دولتی در آن‌ها حضور دارند، فرآیندهای تصمیم‌گیری خود را بر اساس الزامات خاص دولتی و نیز الزامات محیطی طراحی کرده و هم‌زمان سیاست‌های مدیریت بدهی را به‌گونه‌ای تنظیم کنند که هزینه‌های تأمین مالی کاهش یابد. این کار می‌تواند شامل اصلاح ساختارهای مدیریتی و افزایش شفافیت در گزارش‌دهی باشد.

- **توسعه سیاست‌های حمایتی برای شرکت‌های با مالکیت دولتی در زمینه افشای اطلاعات:** با توجه به اینکه شرکت‌های دولتی ممکن است در معرض فشارهای بیشتری در زمینه‌های اجتماعی و محیطی قرار داشته باشند، توصیه می‌شود که نهادهای دولتی و ناظر بورس اوراق بهادار تهران، سیاست‌های حمایتی ویژه‌ای برای این‌گونه شرکت‌ها طراحی کنند. این سیاست‌ها می‌تواند شامل مشوق‌های مالی یا تسهیلات در راستای ارتقاء کیفیت افشای اطلاعات محیطی و رعایت استانداردهای زیست‌محیطی باشد تا شرکت‌ها بتوانند هزینه‌های بدهی خود را کاهش دهند و در عین حال با رعایت الزامات محیطی به بهبود عملکرد مالی خود بپردازند.

در پژوهش‌های آتی می‌توان به بررسی تأثیر متغیرهای کلان اقتصادی مانند نرخ بهره و تورم بر هزینه بدهی شرکت‌های با مالکیت دولتی پرداخت و نقش آن‌ها را در رابطه با افشای اطلاعات محیطی تحلیل کرد. همچنین، انجام مطالعات مقایسه‌ای در صنایع مختلف می‌تواند نشان دهد که آیا تأثیر افشای اطلاعات محیطی بر هزینه بدهی در صنایع پرریسک با صنایع کم‌ریسک متفاوت است. از سوی دیگر، تحلیل نقش مالکیت دولتی در بازارهای مالی کشورهای مختلف و مقایسه آن با ایران، می‌تواند به درک عمیق‌تری از تأثیر دولت در تعیین هزینه بدهی و سیاست‌های افشا منجر شود. این موضوعات مسیریهای پژوهشی ارزشمندی برای تحقیقات آینده فراهم می‌کنند.

در نهایت؛ از محدودیت‌های پژوهش، عدم تعدیل داده‌های مالی نسبت به تورم در دوره‌ای با نوسانات شدید اقتصادی است که می‌تواند دقت تحلیل‌ها را کاهش دهد. همچنین، جامعه آماری شامل ۱۴۲ شرکت بورسی طی سال‌های ۱۳۹۶ تا ۱۴۰۲ بوده که تحت نظارت و الزامات افشای خاصی هستند. بنابراین، تعمیم نتایج به شرکت‌های غیربورسی یا فعال در بازارهای غیررسمی که ساختار مالی و رفتاری متفاوتی دارند، با احتیاط همراه است.

منابع

- ابراهیمی، رضا، و رجبی، علی اکبر. (۱۴۰۳). رابطه بین مالکیت دولتی باقی‌مانده و مالکیت خارجی با الگوهای تامین مالی (مورد مطالعه: شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران). *رویکردهای پژوهشی نوین مدیریت و حسابداری*، ۷(۲۶)، ۱۹۴۴-۱۹۶۱. <https://majournal.ir/index.php/ma/article/view/2409>
- آبگینه، مریم، قنبری، مهرداد، و رحمانی، محمود. (۱۴۰۲). ارائه مدل عملکرد مالی بر اساس افشای اطلاعات زیست محیطی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت*. (۱۲(۴۵)، ۱۷-۳۸. https://www.jmaak.ir/article_21400.html
- اسدیان‌اوغانی، اصغر، آبریزمختاری، یحیی، و رحمانی‌نوجه‌ده، حسین. (۱۳۹۹). تأثیر ساختار مالکیت بر ارتباط بین اجتناب مالیاتی و هزینه بدهی. *چشم‌انداز حسابداری و مدیریت*، ۳۴(۳)، ۱۲۷-۱۴۲. https://www.jamv.ir/article_128503.html
- افلاطونی، عباس، منصوری، کفسان، و نیکبخت، زهرا. (۱۴۰۲). کووید ۱۹، کیفیت اقلام تعهدی و هزینه بدهی. *مطالعات تجربی حسابداری مالی*. (۸۰)، ۲۰-۱۳۱. <https://doi.org/10.22054/qjma.2024.76715.2513>
- خوشکار، فرزین، و ترابی، فریده. (۱۴۰۱). بررسی اثر کیفیت حسابرسی بر رابطه بین مسئولیت اجتماعی و هزینه بدهی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. *چشم‌انداز حسابداری و مدیریت*. (۶۴)، ۱۴-۱. https://www.jamv.ir/article_154334.html
- دارابی، رویا، و اسماعیلی، مسعود. (۱۴۰۲). ارتباط بین تمرکز مالکیت و مالکیت دولتی با بموقع بودن سود. *رویکردهای پژوهشی نوین مدیریت و حسابداری*، ۸(۲۸)، ۲۶۲-۲۷۲. <https://majournal.ir/index.php/ma/article/view/2443>
- رستمی، یزدان، اسلامی خرق، فاطمه، و پورامیدیان، شیرین. (۱۴۰۲). بررسی تأثیر تمرکز مالکیت مالکیت دولتی و نهادی بر محافظه‌کاری حسابداری و استقلال و خدمات حسابرسی. *چشم‌انداز حسابداری و مدیریت*، ۵(۷۶)، ۷۰-۹۰. https://www.jamv.ir/article_169228.html
- رضائی، زینب، تامرادی، علی، و سپهری، ابراهیم. (۱۴۰۲). بررسی رابطه بین افشای اطلاعات زیست محیطی و هزینه‌های تحقیق و توسعه با تأکید بر نقش تعدیلی ارتباطات سیاسی هیات مدیره. *مطالعات حسابداری و حسابرسی*، (۴۷)، ۱۲-۹۱. <https://doi.org/10.22034/IAAS.2023.184726>
- زرعیان، معین، نظری، رضا، و مرادزاده فرد، مهدی. (۱۴۰۳). اثر کارایی شرکت بر هزینه بدهی با استفاده از سرمایه فکری. *دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت*، (۵۱)، ۴۵-۵۵. https://www.jmaak.ir/article_22680.html
- عرض پیم، زهرا، بزرگمهریان، شاهرخ، و بندریان، امیرعلی. (۱۴۰۱). تأثیر رقابت بازار محصول بر افشای اطلاعات زیست محیطی با تأکید بر نقش توانایی مدیریت. *چشم‌انداز حسابداری و مدیریت*، ۵(۶۹)، ۱-۱۶. https://www.jamv.ir/article_163473.html?lang=fa
- کریمی، سمانه، صفا، مژگان، و غلامی جمکرانی، رضا. (۱۴۰۳). تأثیر نوآوری بر عملکرد زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیتی. *پژوهش‌های حسابداری و راهبری شرکتی*، (۸)، ۳-۵۳. <https://doi.org/10.71600/jacgr.2024.1187801>
- گرامی، امنه، شهری، نرجس، عابدی، فاطمه، و احمدی، عاطفه. (۱۴۰۱). روابط مشتری و تأمین‌کننده و هزینه بدهی. *چشم‌انداز حسابداری و مدیریت*، (۵۶)، ۸۹-۱۰۱. https://www.jamv.ir/article_148279.html
- محمدی خانقاه، گلشن، و مشایخ شهناز. (۱۴۰۲). تأثیر برجام بر ریسک اعتباری با نقش تعدیل‌گری مالکیت دولتی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. *پژوهش‌های حسابداری و راهبری شرکتی*، (۶)، ۶۷-۸۰. <https://doi.org/10.71600/jacgr.2024.1128654>
- محمدی، محمد، یوسفوند، داود، و همتی، حسن. (۱۴۰۱). نقش تعدیل‌کنندگی هزینه بدهی بر رابطه بین مسئولیت‌پذیری اجتماعی و ریسک سیستماتیک. *تحلیل بازار سرمایه*، (۲)، ۱-۲۶. https://journals.iau.ir/article_698353.html

تأثیر افشای اطلاعات محیطی بر هزینه بدهی با توجه به نقش تعدیلگر مالکیت دولتی

موسی زاده، هادی، و ملالو، یونس. (۱۴۰۴). نقش حاکمیت شرکتی در رابطه بین افشای اطلاعات زیست محیطی و هزینه سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *دومین کنفرانس بین المللی مدیریت، حسابداری، مهندسی صنایع و اقتصاد*. <https://civilica.com/doc/2324118>

هاشمی تیله نوئی، مصطفی، و داداشی، زینب (۱۴۰۰). بررسی تأثیر مسئولیت اجتماعی شرکت بر هزینه بدهی و دسترسی به تأمین مالی از طریق بدهی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. تحلیل بازار سرمایه، ۲(۱)، ۸۵-۱۰۸.

<https://sanad.iau.ir/Journal/jcma/Article/997221>

Abgineh, M., Ghanbari, M. & Rahmani, M. (2023). Presentation of model of financial performance based on the disclosure of environmental information in companies listed on the Tehran Stock Exchange (TSE). *Journal of Management Accounting and Auditing Knowledge*, 12(45), 17–38. https://www.jmaak.ir/article_21400.html

Aflatooni, A., Mansouri, K. & Nikbakht, Z. (2023). COVID-19, Accruals Quality and Cost of Debt. *Empirical Studies in Financial Accounting*, 20(80), 131–164. <https://doi.org/10.22054/qjma.2024.76715.2513> (In Persian)

Aray, Y., Dikova, D., Garanina, T. & Veselova, A. (2021). The hunt for international legitimacy: Examining the relationship between internationalization, state ownership, location and CSR reporting of Russian firms. *International Business Review*, 30(5), 101858. <https://doi.org/10.1016/j.ibusrev.2021.101858>

Arzpeyma, Z., Bozorgmehriyan, S. & Bandariyan, A. (2022). The Effect of product market competition on Environmental Information Disclosure with Emphasis on the Role of Management Ability. *Journal of Accounting and Management Vision*, 5(69), 1-16. https://www.jamv.ir/article_163473.html?lang=fa

Asadian Oghani, A., Abriz Mokhtari, Y. & Rahmani Nojehdeh, H. (2020). The effect of ownership structure on the relationship between tax avoidance and debt cost. *Accounting and Management Vision*, 34(3), 127–142. https://www.jamv.ir/article_128503.html (In Persian)

Darabi, R. & Esmaeili, M. (2023). The relationship between ownership concentration and state ownership with earnings timeliness. *New Research Approaches in Management and Accounting*, 8(28), 262–272. <https://majournal.ir/index.php/ma/article/view/2443> (In Persian)

Ding, J., Lu, Z. & Yu, C.-H. (2022). Environmental information disclosure and firms' green innovation: Evidence from China. *International Review of Economics & Finance*, 81, 147–159. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2022.05.007>

Ding, X., Appolloni, A. & Shahzad, M. (2022). Environmental administrative penalty, corporate environmental disclosures and the cost of debt. *Journal of Cleaner Production*, 332, 129919. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2021.129919>

Du, M., Chai, S., Wei, W., Wang, S. & Li, Z. (2022). Will environmental information disclosure affect bank credit decisions and corporate debt financing costs? Evidence from China's heavily polluting industries. *Environmental Science and Pollution Research International*, 29(31), 47661–47672. <https://doi.org/10.1007/s11356-022-19229-4>

Ebrahimi, R. & Rajabi, A. A. (2024). The relationship between residual government ownership and foreign ownership with financing patterns (Case study: Companies listed on the Tehran Stock Exchange). *New Research Approaches in Management and Accounting*, 7(26), 1944–1961. <https://majournal.ir/index.php/ma/article/view/2409> (In Persian)

Fama, E. F. & French, K. R. (1998). Taxes, financing decisions, and firm value. *Journal of Finance*, 53(3), 819–843. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00030>

- Gerami, A., Shahri, N., Abedi, F. & Ahmadi, A. (2022). Customer and supplier relationships and the cost of debt. *Accounting and Management Vision*, 5(56), 89–101. https://www.jamv.ir/article_148279.html (In Persian)
- Gigante, G., Gimede, D. & Manglaviti, D. (2022). The ESG effect on the cost of debt financing: A sharp RD analysis. *International Review of Financial Analysis*, 84, 102382. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2022.102382>
- Hashemi-Tilenoei, M. & Dadashi, Z. (2022). The Impact of Corporate Social Responsibility on the Cost of Debt Andaccess to Debt Financing for Listed Companies On Tehran Stock Exchange. *Capital Market Analysis*, 2(1), 85–108. <https://sanad.iau.ir/Journal/jcma/Article/997221> (In Persian)
- Karimi, S., Safa, M. & Gholami Jamkarani, R. (2024). The Impact of Innovation on Environmental, Social and Governance Performance. *Journal of Accounting and Corporate Governance Researches*, 3(8), 35–53. <https://doi.org/10.71600/jacgr.2024.1187801> (In Persian)
- Kempa, K., Moslener, U. & Schenker, O. (2021). The cost of debt of renewable and non-renewable energy firms. *Nature Energy*, 6(2), 135–142. <https://doi.org/10.1038/s41560-020-00745-x>
- Khoshkar, F. & Torabi, F. (2022). Investigating the effect of audit quality on the relationship between corporate social responsibility and cost of debt in companies listed on the Tehran Stock Exchange. *Accounting and Management Vision*, 5(64), 1–14. https://www.jamv.ir/article_154334.html (In Persian)
- Li, Y., Chen, R. & Xiang, E. (2023). Corporate social responsibility, green financial system guidelines, and cost of debt financing: Evidence from pollution-intensive industries in China. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 29(3), 593–608. <https://doi.org/10.1002/csr.2222>
- Li, Y., Zhang, X., Yao, T., Sake, A., Liu, X. & Peng, N. (2021). The developing trends and driving factors of environmental information disclosure in China. *Journal of Environmental Management*, 288, 112386. <https://doi.org/10.1016/j.jenvman.2021.112386>
- Liang, C. (2025). Environmental information disclosure quality and cost of debt: Evidence from A-share listed companies in China. *In Proceedings of the 2024 6th International Conference on Economic Management and Cultural Industry (ICEMCI 2024)*. https://doi.org/10.2991/978-94-6463-642-0_50
- Meng, J. & Zhang, Z. (2022). Corporate environmental information disclosure and investor response: Evidence from China's capital market. *Energy Economics*, 108, 105886. <https://doi.org/10.1016/j.eneco.2022.105886>
- Mohammadi Khaneqah, G. & Moshayekh, Sh. (2023). Effect of Joint Comprehensive Plan of Action on Credit Risk with Moderating Role of State Ownership of Companies Listed on the Tehran Stock Exchange. *Journal of Accounting and Corporate Governance Researches*, 2(6), 67–80. <https://doi.org/10.71600/jacgr.2024.1128654> (In Persian)
- Mohammadi, M., Yousefvand, D. & Hemmati, H. (2023). The moderating role of cost of debt on the relationship between social responsibility and systematic risk. *Capital Market Analysis*, 6(2), 1-26. https://journals.iau.ir/article_698353.html (In Persian)
- Mousazadeh, H. & Malalou, Y. (2025). The role of corporate governance in the relationship between environmental information disclosure and the cost of capital in companies listed on the Tehran Stock Exchange. *In 2nd International Conference on Management, Accounting, Industrial Engineering, and Economics*. <https://civilica.com/doc/2324118> (in Persian)
- Raimo, N., Caragnano, A., Zito, M., Vitolla, F. & Mariani, M. (2021). Extending the benefits of ESG disclosure: The effect on the cost of debt financing. *Corporate Social*

- Responsibility and Environmental Management*, 28(4), 1412–1421. <https://doi.org/10.1002/csr.2134>
- Rezaei, Z., Tameradi, A. & Sepehri, E. (2023). The Relationship between Disclosure of Environmental Information and Research and Development Costs, Emphasizing the Moderating Role of Political Communication. *Accounting and Auditing Studies*, 12(47), 91-112. <https://doi.org/10.22034/IAAS.2023.184726> (In Persian)
- Rostami, Y., Eslami Kharag, F. & Pouramidian, Sh. (2023). The impact of ownership concentration, government and institutional ownership on accounting conservatism, audit independence, and audit services. *Accounting and Management Vision*, 5(76), 70–90. https://www.jamv.ir/article_169228.html
- Tran, Q. T. (2021). Economic policy uncertainty and cost of debt financing: International evidence. *The North American Journal of Economics and Finance*, 57, 101419. <https://doi.org/10.1016/j.najef.2021.101419>
- Wang, K. & Jiang, W. (2021). State ownership and green innovation in China: The contingent roles of environmental and organizational factors. *Journal of Cleaner Production*, 314, 128029. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2021.128029>
- Wang, L., Sha, Y.-F., Weng, Y.-C. & Zhuang, F.-W. (2025). Blockholders, environmental information disclosure, and the cost of debt. *Emerging Markets Finance and Trade*, 61(5), 1177–1196. <https://doi.org/10.1080/1540496X.2024.2420601>
- Wang, Y. (2024). Impact of environmental information disclosure on environmental regulation intensity: Evidence from 113 cities in China. *Scientific Reports*, 14, 25357. <https://doi.org/10.1038/s41598-024-76883-z>
- Wei, M., Wang, Y. & Giamporcaro, S. (2024). The impact of ownership structure on environmental information disclosure: Evidence from China. *Journal of Environmental Management*, 352, 120100. <https://doi.org/10.1016/j.jenvman.2024.120100>
- Yang, Y., Wen, J. & Li, Y. (2024). The impact of environmental information disclosure on the cost of debt: Evidence from China. *Journal of Applied Economics*, 27(1), Article 2301280. <https://doi.org/10.1080/15140326.2023.2301280>
- You, X., Chen, C., Peng, K. & Li, Y. (2025). ESG disclosure quality and cost of debt. *Emerging Markets Review*, 64, 101219. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2024.101219>
- Zareian, M., Nazari, R. & Moradzadeh Fard, M. (2024). The effect of firm efficiency on cost of debt using intellectual capital. *Journal of Management Accounting and Auditing Knowledge*, 13(51), 45–55. https://www.jmaak.ir/article_22680.html (in Persian)
- Zhang, H., Xu, T. & Feng, C. (2022). Does public participation promote environmental efficiency? Evidence from a quasi-natural experiment of environmental information disclosure in China. *Energy Economics*, 108, 105871. <https://doi.org/10.1016/j.eneco.2022.105871>
- Zheng, X. & Shen, J. (2024). Corporate environmental information disclosure, managerial ownership and the cost of debt. *International Review of Economics & Finance*, 93(Part A), 645–659. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2024.03.052>



Paper type: Research Article

Identification and Analysis of Drivers and Megatrends Affecting the Future of Financing in the Metal Ore Mining Industry

Azadeh Kianersi^{*1}, Zahra Hasanpour²

Received: 2025/09/04

Accepted: 2025/10/02

Abstract

Purpose: The purpose of this study is to identify the drivers and megatrends influencing the future of financing in the metallic ore mining industry.

Method: This research is developmental and qualitative in nature, and documentary methods were used to collect the data. The statistical population consisted of professional and academic experts in the field of financing the metallic ore mining industry, from whom data were gathered through snowball sampling using interviews and questionnaires with 14 participants. In the first stage, after screening and consolidating the data, 22 trends and 4 key drivers affecting the future of financing in this industry were identified. In the second stage, cross-impact analysis was conducted using MICMAC software to examine the interrelationships and the extent of influence among the trends.

Findings: The findings revealed that “method risk,” “monetary policies of the central bank,” and “mine lifespan” are strategic trends that play a decisive role in shaping the future of this industry.

Conclusion: The results indicate that the future of financing in this sector depends primarily on managing financial risks, ensuring stability in monetary policies, and maintaining the sustainability of mineral reserves. Therefore, policymakers and managers should focus on designing innovative financial instruments and developing financial strategies that can foster sustainable investment in the metallic ore mining industry.

Keywords: Foresight, Financing, Metal Ore Mining, MICMAC.



How to cite this article: Kianersi, A., & Hasanpour, Z. (2025). Identification and Analysis of Drivers and Megatrends Affecting the Future of Financing in the Metal Ore Mining Industry. *Accounting and Corporate Governance Researches*, 4(13), 105-120. (In Persian).

¹. Department of Accounting, FALA.C., Islamic Azad University, Esfahan, Iran, Falavarjan, Iran.

***Corresponding Author:** azadeh.kianersi@iau.ac.ir

². Department of Accounting, FALA.C., Islamic Azad University, Esfahan, Iran.



نوع مقاله: علمی پژوهشی

شناسایی و تحلیل پیشران‌ها و کلان روندهای موثر بر آینده تامین مالی صنعت استخراج کانه‌های فلزی

آزاده کیان ارثی^{۱*}، زهرا حسن پور^۲

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۴/۰۷/۱۰

تاریخ دریافت: ۱۴۰۴/۰۶/۱۳

چکیده

هدف: هدف این پژوهش شناسایی پیشران‌ها و کلان‌روندهای مؤثر بر آینده تامین مالی صنعت استخراج کانه‌های فلزی است.

روش: پژوهش حاضر از نوع توسعه‌ای و کیفی بوده و از روش اسنادی برای گردآوری داده‌ها استفاده کرده است. جامعه آماری شامل خبرگان حرفه‌ای و دانشگاهی در حوزه تامین مالی صنعت استخراج کانه‌های فلزی است که با روش نمونه‌گیری گلوله برفی، اطلاعات ۱۴ نفر از آنان از طریق مصاحبه و پرسشنامه جمع‌آوری شد. در مرحله اول، پس از پایش و تجمیع داده‌ها، ۲۲ روند و ۴ پیشران مؤثر بر آینده تامین مالی این صنعت شناسایی شدند. در مرحله دوم، با استفاده از نرم‌افزار میک‌مک، تحلیل اثرات متقابل انجام شد تا چگونگی تأثیرگذاری روندها بررسی گردد.

یافته‌ها: یافته‌ها نشان داد که «ریسک روش»، «سیاست‌های پولی بانک مرکزی» و «عمر معدن» به‌عنوان روندهای راهبردی، نقش تعیین‌کننده‌ای در آینده این صنعت دارند.

نتیجه‌گیری: نتایج بیانگر آن است که آینده تامین مالی این بخش بیش از هر چیز به مدیریت ریسک‌های مالی، ثبات سیاست‌های پولی و پایداری ذخایر معدنی وابسته است؛ از این‌رو، توجه سیاست‌گذاران و مدیران به طراحی ابزارهای نوین تامین مالی و تدوین راهبردهای توسعه مالی می‌تواند زمینه‌ساز پایداری سرمایه‌گذاری در صنعت استخراج کانه‌های فلزی باشد.

واژه‌های کلیدی: آینده‌پژوهی، تامین مالی، استخراج کانه‌های فلزی، میک‌مک.



استناد: کیان ارثی، آزاده، حسن پور، زهرا. (۱۴۰۴). شناسایی و تحلیل پیشران‌ها و کلان روندهای موثر بر آینده تامین مالی صنعت استخراج کانه‌های فلزی. پژوهش‌های حسابداری و راهبری شرکتی، ۴(۱۳)، ۱۰۵-۱۲۰.

۱. گروه حسابداری، واحد فلاورجان، دانشگاه آزاد اسلامی، اصفهان، ایران. *نویسنده مسئول: azadeh.kianersi@iaue.ac.ir

۲. گروه حسابداری، واحد فلاورجان، دانشگاه آزاد اسلامی، اصفهان، ایران.

مقدمه

تأمین مالی در اقتصاد مدرن برای خرید تجهیزات، توسعه کسب‌وکار و افزایش سودآوری ضروری است. بازارهای سرمایه کارآمد، شفافیت و رشد اقتصادی را تسهیل می‌کنند. نبود بازارهای پیشرفته سرمایه‌گذاری، شرکت‌ها را به استفاده از روش‌های پرهزینه تأمین مالی از طریق بانک‌ها و مؤسسات مالی محدود می‌کند. تنوع ناکافی در روش‌های تأمین مالی و ناکارآمدی بازار سرمایه، هزینه‌های بالایی را به شرکت‌ها تحمیل می‌کند و مانع انتخاب شیوه‌های مالی مناسب با نیازهای آن‌ها می‌شود (فرجی حاجی کندی، ۱۳۹۹).

بازار سرمایه، به‌عنوان مهم‌ترین منبع تأمین مالی بلندمدت، سیستمی است که نیازهای مالی میان‌مدت و بلندمدت بنگاه‌های اقتصادی را تأمین می‌کند. این بازار پس‌انداز و نقدینگی افراد را از طریق واسطه‌های مالی به سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت هدایت کرده و از ابزارهایی مانند سهام، اوراق قرضه و اوراق تبدیل‌پذیر استفاده می‌کند. در اقتصادهای پیشرفته، بازار سرمایه نقش کلیدی در تأمین مالی بنگاه‌ها دارد، اما در کشورهای در حال توسعه، سیستم بانک‌محور به دلیل حمایت‌های دولتی و نقدینگی بالا غالب است. بازار سرمایه در این کشورها با کمبود ابزارهای مالی، منابع محدود و نوسانات قیمتی مواجه است. توسعه بازار سرمایه می‌تواند اطلاعات شفاف، گزینه‌های مالی متنوع و تخصیص بهتر منابع را فراهم کند، اما بانک‌ها به دلیل منافع خود ممکن است مانع این توسعه شوند (فرمان آرا و همکاران، ۱۳۹۷).

واحد‌های تجاری برای اجرای پروژه‌های سودآور به منابع مالی نیاز دارند که می‌تواند ثروت سهامداران را افزایش دهد. منابع مالی به دو دسته داخلی (نقدینگی عملیاتی، فروش دارایی‌ها، سود انباشته) و خارجی (انتشار سهام، اوراق قرضه، تسهیلات بانکی) تقسیم می‌شوند. هدف مدیریت مالی، بهینه‌سازی ساختار دارایی‌ها، بدهی‌ها و حقوق صاحبان سهام برای حداکثر کردن ارزش بازار شرکت است. انتخاب ساختار سرمایه چالشی کلیدی است و نظریه‌های مختلفی مانند نظریه زمان‌بندی بازار (استفاده از شرایط مطلوب بازار برای جذب سرمایه) و نظریه سلسله‌مراتب تأمین مالی (ترجیح منابع داخلی بر خارجی و بدهی بر سهام) برای توضیح آن توسعه یافته‌اند. تصمیمات تأمین مالی به شدت به شرایط بازار و ارزش آن وابسته است و شرکت‌های در حال رشد به تدریج به بازارهای سهام و اوراق بهادار روی می‌آورند (چوی و سو، ۲۰۱۷).

اهمیت مطالعه در صنعت استخراج کانه‌های فلزی در این است که این صنعت به‌عنوان یکی از پایه‌های توسعه صنعتی و اقتصادی کشور، وابستگی شدیدی به سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت دارد. هزینه‌های بالای اکتشاف، تجهیزات و فناوری‌های نوین، نیاز به منابع مالی پایدار و کارآمد را دوچندان کرده است. علاوه بر این، صنعت استخراج کانه‌های فلزی با ریسک‌هایی همچون نوسانات بازار جهانی، تغییرات سیاست‌های پولی و مالی، و محدودیت‌های زیست‌محیطی مواجه است که ضرورت بازاندیشی در روش‌های تأمین مالی را آشکار می‌سازد. نوآوری پژوهش حاضر در این است که برای نخستین بار با رویکرد آینده‌پژوهی، به شناسایی و تحلیل پیشران‌ها و کلان‌روندهای مؤثر بر آینده تأمین مالی در صنعت استخراج کانه‌های فلزی پرداخته و الگوی نوین برای تصمیم‌گیری و ارزیابی ارائه می‌کند. این پژوهش با به‌کارگیری ابزار تحلیل اثرات متقابل و بهره‌گیری از نظرات خبرگان، تصویری نظام‌مند از روندهای کلیدی ترسیم کرده است که می‌تواند مبنایی برای تدوین راهبردهای توسعه مالی در این صنعت قرار گیرد.

بر این اساس، مسئله اصلی پژوهش حاضر شناسایی پیشران‌های کلیدی و بررسی چگونگی تأثیرگذاری آن‌ها بر آینده تأمین مالی در صنعت استخراج کانه‌های فلزی در ایران است. پژوهش حاضر با مرور ادبیات، گردآوری داده‌های کیفی از خبرگان و تحلیل روابط میان پیشران‌ها، تلاش دارد روندهای آتی تأمین مالی را شناسایی و راهبردهای متناسب با هر یک را تدوین کند. دستاورد این پژوهش می‌تواند در طراحی چارچوبی جامع برای الگوهای تأمین مالی در این صنعت و در نهایت ارتقای پایداری سرمایه‌گذاری‌ها نقشی مؤثر ایفا کند.

مبانی نظری و پیشینه پژوهش

تأمین مالی در صنعت استخراج کانه‌های فلزی به شدت تحت تأثیر عوامل کلان اقتصادی مانند بودجه دولت، سیاست‌های پولی و مالی، و شرایط اقتصادی است. کسری بودجه یا اولویت‌بندی غیرمرتبط با معدن، منابع مالی و مشوق‌های این بخش را کاهش می‌دهد. افزایش نرخ بهره هزینه وام‌گیری را بالا برده و جذب سرمایه برای پروژه‌های بلندمدت معدنی را دشوار می‌کند. سیاست‌های مالی انقباضی و افزایش مالیات، حاشیه سود و نقدینگی بنگاه‌های معدنی را محدود می‌کند. در دوران رکود اقتصادی، کاهش تقاضای جهانی فلزات، افت قیمت‌ها، و کاهش اعتماد سرمایه‌گذاران، تأمین مالی از بانک‌ها و بازار سرمایه را سخت‌تر کرده و مانع رشد این صنعت می‌شود (رحمانی نوروزآباد و همکاران، ۱۳۹۹).

سیاست‌ها و قوانین بازار سرمایه و فضای حقوقی کشور تأثیر بسزایی بر تأمین مالی صنعت استخراج کانه‌های فلزی دارند. سیاست‌های نظارتی سازمان بورس، با تعیین چارچوب‌هایی برای ورود به بازار، انتشار اوراق، و افشای اطلاعات، در صورت سخت‌گیری بیش از حد، مانع جذب سرمایه توسط شرکت‌های معدنی، به‌ویژه در مراحل اولیه، می‌شوند. اما شفافیت و انعطاف در این سیاست‌ها می‌تواند سرمایه‌های مردمی و نهادی را جذب کند. محدودیت‌های شرعی و قانونی، مانند لزوم انطباق ابزارهای مالی با اصول فقهی یا مقررات سخت‌گیرانه مالکیت منابع و انتقال سود، ممکن است تأمین مالی را زمان‌بر، هزینه‌زا، و کمتر جذاب کند. این محدودیت‌ها، اگرچه برای حفظ منافع ملی و شرعی وضع شده‌اند، در صورت عدم توازن، انگیزه سرمایه‌گذاران را کاهش داده و تأمین مالی را دشوار می‌کنند (خاکساری رفسنجانی و لطفی، ۱۴۰۱).

عوامل مالی متعددی بر تأمین مالی صنعت استخراج کانه‌های فلزی تأثیر می‌گذارند. ریسک و بازده روش‌های تأمین مالی (بدهی یا سهام) در پروژه‌های بلندمدت معدنی کلیدی است؛ اگر بازده کمتر از هزینه باشد، روش کنار گذاشته می‌شود. بازارهای مالی با عمق، شفافیت و نقدشوندگی بالا، جذب سرمایه را تسهیل می‌کنند. هزینه دسترسی به منابع (نرخ بهره، هزینه‌های جانبی) و هماهنگی مکانیزم بازپرداخت با دوره طولانی پروژه‌های معدنی اهمیت دارد. نرخ سود بالا و رتبه اعتباری پایین، تأمین مالی را دشوار و پرهزینه می‌کند. ریسک‌های ابزارهای مالی (نوسانات بازار، ارز، مقررات) و ارزش پایین سهام نیز مانع جذب سرمایه می‌شوند. شرکت‌ها باید ساختار بهینه سرمایه (ترکیب بدهی و سهام) را برای کاهش هزینه و کنترل ریسک انتخاب کنند (اندیشه و همکاران، ۱۴۰۲).

اندازه، سن و ماهیت حقوقی شرکت‌ها (خصوصی یا دولتی) بر تأمین مالی در صنعت استخراج کانه‌های فلزی اثرگذارند. شرکت‌های بزرگ‌تر به دلیل اعتبار، دارایی و تنوع پروژه‌ها، دسترسی آسان‌تر و ارزان‌تری به منابع دارند، برخلاف شرکت‌های کوچک‌تر که با محدودیت وثایق و ریسک بالا مواجه‌اند. شرکت‌های با سابقه و عملکرد شفاف، اعتماد سرمایه‌گذاران را جلب می‌کنند، اما شرکت‌های نوپا با تردید مواجه‌اند. شرکت‌های دولتی از حمایت دولت بهره‌مندند و ریسک کمتری دارند، اما ممکن است به دلیل بروکراسی چالش‌هایی در جذب سرمایه خصوصی داشته باشند. شرکت‌های خصوصی چابک‌ترند، اما نیاز به مدیریت قوی و شفافیت دارند. این عوامل باید در استراتژی مالی شرکت‌های معدنی مدنظر قرار گیرند. در این راستا پیشینه‌های خارجی و داخلی به صورت زیر آورده شده است:

علی حسینی و همکاران (۱۴۰۳) در پژوهشی با عنوان "الگوی برای بهبود تأمین مالی معادن سنگ آهن"، با تحلیل مضمون اسناد و مصاحبه با خبرگان، ۴۸ مضمون پایه، ۱۰ مضمون سازمان‌دهنده و ۳ مضمون فراگیر استخراج کردند. مدل مفهومی تأمین مالی در سه سطح ابعاد، مؤلفه‌ها و شاخص‌ها تدوین شد و با استفاده از پرسش‌نامه و تحلیل عاملی تأییدی توسط خبرگان صنعت و تأمین مالی تأیید گردید. راهکارهایی نظیر رفع کسری بودجه، تعدیل سیاست‌های بانک مرکزی، مدیریت ریسک و بهبود قوانین ارائه شد. اندیشه و همکاران (۱۴۰۲) در پژوهشی با عنوان "ارائه الگوی برای تأمین مالی شرکت‌های معدنی پذیرفته‌شده در بورس"، با روش دلفی پنج معیار بازپرداخت، حجم سرمایه، نرخ سود، هزینه دسترسی و ریسک را شناسایی و با فرآیند تحلیل شبکه (ANP) وزن‌دهی کردند. نتایج نشان داد بانک خارجی با وزن ۰.۳۹۸ بهترین گزینه تأمین مالی است. اسماعیلی مقدم (۱۴۰۲) در پژوهشی با عنوان "شناسایی و اولویت‌بندی عوامل مؤثر بر انتخاب منابع تأمین مالی فاینانس"، با روش دلفی و تحلیل سلسله‌مراتبی، شاخص‌هایی نظیر هزینه فرآیند، ریسک ابزار مالی و ساختار سرمایه را اولویت‌بندی کردند. ادبی فیروزجائی (۱۴۰۰) در پژوهشی با

عنوان "ساختار تأمین مالی تولید با تأکید بر بازار سرمایه"، نشان داد در سال ۱۳۹۹، تأمین مالی بازار سرمایه عمدتاً برای جبران کسری بودجه دولت بوده و سهم بخش تولید، به‌ویژه صنایع کوچک، محدود است. رحمانی نوروزآباد و همکاران (۱۳۹۹) در پژوهشی با عنوان "استراتژی‌های تأمین مالی شرکت‌ها در شرایط عادی و بحران"، با تحلیل رگرسیون چندمتغیره، تأثیر مثبت بازده دارایی‌ها و اندازه شرکت بر تأمین مالی از بازار سهام و تأثیر منفی بر بازار بدهی را نشان دادند. ذاکرنیا و همکاران (۱۳۹۵) در پژوهشی با عنوان "اولویت‌بندی عوامل مؤثر بر انتخاب شیوه تأمین مالی"، با روش TOPSIS فازی، عوامل منبع تأمین مالی، شرکت و عوامل کلان سیاسی-اقتصادی را اولویت‌بندی کردند. نیک‌آسا و محمدزاده سالطه (۱۴۰۳) در پژوهشی، تأثیر مثبت قابلیت‌های فناوری اطلاعات بر کیفیت حسابرسی با نقش میانجی پذیرش هوش مصنوعی را تأیید کردند. شادکامی و همکاران (۱۴۰۳) با رویکرد دلفی فازی، عوامل فردی، سازمانی و اجتماعی را مؤثر بر پذیرش فناوری اطلاعات در حسابرسی داخلی دانستند. نظری‌پور و زکی‌زاده (۱۴۰۲) ادراک سهولت و سودمندی فناوری را در تقویت نگرش حسابداران مؤثر یافتند. تحریری و افسای (۱۴۰۰) با فراتحلیل، سودمندی درک‌شده و تناسب فناوری با وظیفه را از عوامل کلیدی پذیرش فناوری اطلاعات دانستند. سپاسی و همکاران (۱۳۹۶) عامل فناوری را مهم‌ترین در پذیرش فناوری اطلاعات توسط حسابرسان داخلی معرفی کردند. مهدوی و کریمی (۱۳۹۳) تأثیر دیدگاه مدیران، سودمندی و سهولت استفاده را بر تمایل حسابرسان به استفاده از فناوری اطلاعات تأیید کردند.

یائو و لانگ^۱ (۲۰۲۴) در پژوهشی نشان دادند سیاست مالی رقابتی هزینه تأمین مالی شرکت‌ها را کاهش داده و کیفیت کنترل داخلی این اثر را تقویت می‌کند. ژنگ و شن^۲ (۲۰۲۴) دریافتند مالکیت مدیریتی از طریق کاهش افشای اطلاعات زیست‌محیطی، هزینه بدهی را افزایش می‌دهد. کپنی و همکاران^۳ (۲۰۲۴) نشان داد قرار گرفتن در معرض ریسک‌های تغییرات آب‌وهوایی، به‌ویژه ریسک انتقال، هزینه تأمین مالی سهام را افزایش می‌دهد. یه و همکاران^۴ (۲۰۲۳) انحراف استراتژیک را عامل افزایش هزینه بدهی دانستند که با حضور مدیران ارشد خارجی کاهش می‌یابد. کاپورال و همکاران^۵ (۲۰۲۳) تأثیر مثبت تأمین مالی داخلی بر اقدامات صرفه‌جویی انرژی در شرکت‌های کوچک و متوسط اروپایی را تأیید کردند. ژانگ و همکاران^۶ (۲۰۲۲) نشان دادند سیاست‌های اعتبار سبز هزینه تأمین مالی شرکت‌های آلاینده را افزایش می‌دهد. بای و ژانگ^۷ (۲۰۲۰) با تحلیل سلسله‌مراتبی، مشارکت عمومی-خصوصی را بهترین روش تأمین مالی جایگاه‌های سوخت هیدروژن در چین دانستند. النجار و النجار^۸ (۲۰۱۹ و ۲۰۱۷) رابطه مثبت تأمین مالی برون‌سازمانی و حاکمیت شرکتی با ارزش شرکت‌های بورسی انگلستان را تأیید کردند. کریپا و ژافا^۹ (۲۰۱۵) تخصیص عقلانی ریسک در تأمین مالی پروژه‌های انرژی از طریق قراردادهای بلندمدت را بررسی کردند. گارسیا سانچز و همکاران^{۱۰} (۲۰۱۹) ارتباط مثبت کیفیت افشای مسئولیت اجتماعی با دسترسی به تأمین مالی را نشان دادند. کارپاویکاس^{۱۱} (۲۰۱۴) رابطه معنادار سیاست‌های تأمین مالی با ارزش سهام شرکت‌های تایوانی را تأیید کرد. برادشاو و همکاران^{۱۲} (۲۰۱۳) رابطه منفی سیاست‌های تأمین مالی خارجی با ارزش سهام و ارتباط مثبت آن با پیش‌بینی خوش‌بینانه تحلیلگران را یافتند. ماجد و طاها^{۱۳} (۲۰۲۴) مهارت، شفافیت و امنیت را عوامل کلیدی پذیرش بلاک‌چین توسط حسابرسان عراقی دانستند. هادی و همکاران^{۱۴} (۲۰۲۳) تأثیر مثبت یکپارچه‌سازی فناوری اطلاعات بر عملکرد مالی را تأیید کردند. فلیسیانو و همکاران^{۱۵} (۲۰۲۲) نیاز به آموزش حسابرسان برای

¹. Yao & Long

². Zheng & Shen

³. Cepni et al

⁴. Ye et al

⁵. Caporale et al

⁶. Zhang et al

⁷. Bai & Zhang

⁸. Al-Najjar & Al-Najjar

⁹. Kripa & Xhafa

¹⁰. García-Sánchez et al

¹¹. Karpavikas

¹². Bradshaw et al

¹³. Majeed & Taha

¹⁴. Hadi et al

¹⁵. Feliciano et al

فناوری‌های نوین را برجسته کردند. تیلاهون^۱ (۲۰۱۹) حمایت مدیریت و سهولت استفاده را عوامل اصلی پذیرش سیستم‌های حسابداری دانست.

سوالات پژوهش

- ۱- پیشران‌های کلیدی و کلان روندهای موثر بر شیوه‌های تامین مالی صنعت استخراج کانه‌های فلزی، کدامند؟
- ۲- تاثیر پذیری و تاثیرگذاری میان کلان روندهای کلیدی و موثر بر شیوه‌های تامین مالی صنعت استخراج کانه‌های فلزی، چگونه است؟
- ۳- روندهای راهبردی موثر بر آینده شیوه‌های تامین مالی صنعت استخراج کانه‌های فلز، کدامند؟

روش شناسی

هدف این پژوهش بررسی کلان‌روندهای مؤثر بر آینده تامین مالی صنعت استخراج کانه‌های فلزی با رویکرد تحلیل ساختاری و تأثیر متقابل (برگذر) است. این مطالعه از نوع توسعه‌ای، کیفی و مبتنی بر تحلیل اسنادی بوده و با رویکرد توصیفی-تحلیلی انجام شده است. جامعه آماری شامل خبرگان حرفه‌ای (مدیران عامل و مالی شرکت‌های فعال در صنعت استخراج کانه‌های فلزی) و دانشگاهیان مرتبط با تامین مالی است. نمونه‌گیری به روش گلوله‌برفی انجام شده و داده‌ها از طریق مصاحبه و سه مرحله پرسشنامه از ۱۴ خبره گردآوری شده است. پرسشنامه آنلاین از طریق سامانه پرس‌لاین طراحی و ارسال گردید. پژوهش در سه مرحله انجام شد: در گام اول، پیشران‌ها و روندهای مؤثر شناسایی شدند؛ در گام دوم، با استفاده از نرم‌افزار MICMAC، تأثیرات متقابل روندها تحلیل شد؛ و در گام سوم، روندهای راهبردی استخراج گردید. متغیرهای کلیدی شامل بودجه کشور، سیاست‌های پولی و مالی، رکود اقتصادی، محدودیت‌های شرعی و قانونی، ریسک و بازده روش، بازارهای مالی، هزینه دسترسی، مکانیزم بازپرداخت، نرخ سود، وضعیت اعتباری شرکت، ریسک‌های مالی، ساختار سرمایه، ارزش سهام، اندازه و سن شرکت، ماهیت شرکت، قیمت حامل‌های انرژی، ریسک اکتشاف و عمر معدن هستند. گردآوری داده‌ها به صورت کتابخانه‌ای و میدانی انجام شد و مدل تحقیق بر اساس یافته‌های نظری و نظر خبرگان تدوین گردید. برای تحلیل داده‌ها، از تحلیل MICMAC استفاده شده که متغیرها را بر اساس قدرت نفوذ و وابستگی به چهار گروه خودمختار، وابسته، مستقل و پیوندی طبقه‌بندی می‌کند تا نقش آن‌ها در پویایی سیستم مشخص شود. خروجی نهایی شامل شناسایی متغیرهای راهبردی مؤثر بر آینده تامین مالی صنعت است.

تحلیل یافته‌ها

یافته‌های توصیفی

هدف این پژوهش بررسی روندهای موثر بر آینده تامین مالی صنعت استخراج کانه‌های فلزی است؛ پژوهش حاضر از نظر هدف توسعه‌ای، از لحاظ ماهیت داده‌ها و سبک تحلیل جزو پژوهش‌های کیفی و بر اساس روش جمع‌آوری داده‌ها، اسنادی است؛ از منظر روش انجام پژوهش تحلیلی-توصیفی است؛ جامعه آماری این پژوهش خبرگان دانشگاهی و حرفه‌ای (مدیران عامل و مالی شرکت‌های فعال در صنعت استخراج کانه‌های فلزی) در زمینه تامین مالی صنعت استخراج کانه‌های فلزی می‌باشند؛ در این پژوهش از روش نمونه‌گیری گلوله‌برفی استفاده شده و از اطلاعات ۱۴ نفر از خبرگان حرفه‌ای به منظور مصاحبه و تکمیل پرسشنامه استفاده گردید؛ انتخاب و مصاحبه با خبرگان در مرحله اول تا جایی انجام شد که پژوهش به اشباع نظری برسد و ویژگی‌های آنها به شرح ذیل می‌باشد:

¹. Tilahun et al

نگاره ۱. اطلاعات جمعیت شناختی خبرگان

حوزه	آخرین مدرک تحصیلی	تعداد	میانگین سن (سال)	میانگین سابقه کار (سال)	معیار انتخاب
حرفه ای	دکتری و بالاتر	۶	۴۸	۱۸	مدیران عامل و مالی شرکت‌های فعال در صنعت
	کارشناسی ارشد	-	-	-	استخراج کانه های فلزی
دانشگاهی	دکتری و بالاتر	۸	۵۳	۲۵	تدریس و انجام پژوهش در زمینه تامین مالی
	کارشناسی ارشد	-	-	-	صنعت استخراج کانه های فلزی

یافته های استنباطی

سؤال اول پژوهش به شناسایی پیشران‌ها و کلان‌روندهای مؤثر بر آینده تأمین مالی صنعت استخراج کانه‌های فلزی اختصاص دارد. در گام اول، با استفاده از مصاحبه، پرسشنامه و تحلیل اسنادی (مقالات، کتب و گزارش‌ها) بین سال‌های ۱۳۸۰ تا ۱۴۰۳ (۲۰۰۰-۲۰۲۵) از پایگاه‌های داده نظیر مگیران، جهاد دانشگاهی، الزویر و امرالد، با کلیدواژه‌هایی مانند «شیوه‌های تأمین مالی» و «تأمین مالی در صنعت استخراج کانه‌های فلزی»، پیشران‌ها و روندها شناسایی شدند. گروه ۱۴ نفره از خبرگان از طریق مصاحبه و پرسشنامه در شناسایی و اعتبارسنجی این پیشران‌ها مشارکت داشتند. برای سازمان‌دهی پیشران‌ها، از رویکرد افقی با بهره‌گیری از چارچوب‌های STEEP (اجتماعی، فناوری، اقتصادی، زیست‌محیطی، سیاسی) و LEST (قانونی، اقتصادی، اجتماعی، فناوری)، همراه با نظرات خبرگان، استفاده شد. پیشران‌های استخراج‌شده پس از پایش و ادغام، بر اساس هم‌پوشانی و تجانس در خوشه‌هایی دسته‌بندی شده و به‌صورت کلان‌روندها در نگاره ۲ ارائه شدند.

نگاره ۲. تعیین پیشران‌ها و کلان‌روندها

پیشران	کلان روند	منبع
اقتصادی (مالی)	بودجه کشور	علی حسینی و همکاران (۱۴۰۳)
	سیاست‌های پولی بانک مرکزی	علی حسینی و همکاران (۱۴۰۳)؛ ذاکرنیا و همکاران (۱۳۹۵)
	سیاست‌های مالی دولت	فدائی واحد و مایلی (۱۳۹۳)
	رکود اقتصادی	محمدی و رضا قره باغ (۱۳۹۲)
	بازارهای مالی	علی حسینی و همکاران (۱۴۰۳)
	نرخ سود	اندیشه و همکاران (۱۴۰۲)
	ریسک‌های ابزارهای مالی	فدائی واحد و مایلی (۱۳۹۳)
	ارزش سهام	محمدی و رضا قره باغ (۱۳۹۲)
	بازده روش	علی حسینی و همکاران (۱۴۰۳)
	سیاست‌های نظارتی سازمان بورس	ذاکرنیا و همکاران (۱۳۹۵)
قانونی	وجود محدودیت‌های شرعی و قانونی	ذاکرنیا و همکاران (۱۳۹۵)
	وضعیت اعتباری شرکت	ذاکرنیا و همکاران (۱۳۹۵)
	اندازه شرکت	میرزایی و همکاران (۱۴۰۲)
	سن شرکت	میرزایی و همکاران (۱۴۰۲)
ساختاری-سازمانی	ماهیت شرکت (خصوصی یا دولتی بودن)	محمدی و رضا قره باغ (۱۳۹۲)
	ساختار بهینه سرمایه	اسماعیلی مقدم (۱۴۰۲)
	ریسک روش	علی حسینی و همکاران (۱۴۰۳)؛ اندیشه و همکاران (۱۴۰۲)
	هزینه دسترسی	اندیشه و همکاران (۱۴۰۲)
	مکانیزم بازپرداخت	اندیشه و همکاران (۱۴۰۲)
زیست محیطی	قیمت حامل‌های انرژی	علی حسینی و همکاران (۱۴۰۳)
	ریسک اکتشاف	علی حسینی و همکاران (۱۴۰۳)
	عمر معدن	علی حسینی و همکاران (۱۴۰۳)

گام دوم: تحلیل چگونگی تاثیرگذاری روندها

بررسی سوال دوم پژوهش:

۲- تاثیر پذیری و تاثیرگذاری میان کلان روندهای کلیدی و موثر بر شیوه های تامین مالی صنعت استخراج کانه های فلزی، چگونه است؟

سوال دوم پژوهش به بررسی تأثیرپذیری و تأثیرگذاری کلان روندهای کلیدی بر شیوه های تأمین مالی صنعت استخراج کانه های فلزی اختصاص دارد. در این مرحله، با استفاده از نرم افزار MICMAC، تحلیل اثرات متقابل انجام شد. ابتدا، بر اساس کلان روندهای شناسایی شده (نگاره ۳)، ماتریس اثرات متقابل 22×22 با نظرسنجی از ۱۴ خبره تکمیل گردید. روایی محتوایی پرسشنامه توسط هفت استاد و خبره آینده پژوهی تأیید شد. خبرگان تأثیرات را بر اساس سه ویژگی «افزایشی (تقویت کننده)، بی تأثیر، کاهش (محدودیت ساز)» با امتیازهای ۰ تا ۳ (۰: بی تأثیر، ۱: تقویت کننده ضعیف، ۲: تقویت کننده نسبی، ۳: تقویت کننده قوی) ارزیابی کردند. داده های جمع آوری شده در نرم افزار MICMAC تحلیل شد که روابط متقابل را با دو بار چرخش داده ها به پایایی قابل اعتماد رساند. این نرم افزار اثرات مستقیم و غیرمستقیم متغیرها را محاسبه و آن ها را بر اساس میزان تأثیرگذاری و وابستگی دسته بندی کرد. نتایج در ماتریس نگاره (۳) ارائه شده است.

نگاره ۳. ارتباطات مستقیم میان عوامل (روندهای) اصلی

22: عمر معدن	21: اکتشاف	20: قیمت	19: بازار داخت	18: هزینه	17: ریسک روش	16: سرمایه	15: ماهیت شرکت	14: سن شرکت	13: اندازه	12: اعتبار	11: شرح	10: نظارتی	9: بازده روش	8: ارزش سهام	7: ابزار مالی	6: نرخ سود	5: بازار	4: رکود	3: مالی	2: پولی	1: بودجه کشور
2	3	1	1	3	3	1	2	2	0	2	2	3	2	2	2	1	2	2	1	3	0
3	3	3	2	2	3	3	2	3	3	2	3	1	3	3	3	2	3	3	3	0	3
3	2	2	2	3	3	3	2	3	3	3	2	2	3	3	0	0	3	3	0	2	3
2	1	2	2	2	2	2	2	2	2	2	3	3	2	3	1	0	3	3	1	3	1
3	1	3	3	2	3	3	2	3	3	2	2	1	1	1	1	3	1	0	2	2	2
1	3	3	3	3	3	3	3	3	2	2	2	2	2	3	3	0	3	3	3	3	2
1	2	3	2	3	3	3	3	1	3	1	1	1	3	3	2	0	3	3	2	3	0
3	3	3	3	3	3	3	3	1	2	2	2	2	2	3	1	1	2	2	3	3	3
3	3	3	3	3	3	3	3	1	2	3	3	3	3	2	0	3	3	2	3	3	2
3	2	3	2	3	3	3	3	2	3	3	0	3	2	3	2	2	3	2	2	3	0
3	2	3	3	3	3	3	3	3	3	3	1	3	3	3	1	1	3	3	3	3	3
3	3	3	3	3	3	3	3	3	2	2	3	3	3	3	3	2	2	2	3	3	3
3	3	3	3	3	3	3	3	3	2	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3
3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3
3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3
3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3
3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3
3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3
3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3
3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3
3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3
3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3
3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3
3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3
3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3
3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3
3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3
3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3
3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3
3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3
3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3
3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3
3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3
3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3
3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3
3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3
3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3
3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3
3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3
3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3
3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3
3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3
3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3
3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3
3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3
3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3
3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3
3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3
3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3
3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3
3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3
3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3
3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3
3	3	3																			

© LIPSOFT EPTA/MICMAC

که در ادامه مشخصات کلی ماتریس تحلیل اثر متقابل ارائه می گردد:

نگاره ۴. مشخصات کلی ماتریس تحلیل اثر متقابل

ابعاد ماتریس	تعداد تکرار	تعداد ۱	تعداد ۲	تعداد ۳	تعداد ۰	جمع کل	درجه پرشدگی ماتریس
۲۲	۲	۹۳	۱۴۶	۱۹۸	۴۷	۴۳۷	۹۰/۲٪

(منبع: خروجی نرم افزار میک مک)

براساس نتایج حاصل درجه پرشدگی ماتریس ۹۰ درصد است که ضریب نسبتاً بالایی به حساب می آید و حاکی از روایی بالای پرسشنامه و پاسخ های آن است. در ماتریس اثرات متقابل مجموع مقادیر سطرهای هر عامل نشان دهنده مقدار تأثیرگذاری

و مجموع مقادیر ستونی هر پیشران نیز مقدار تأثیرپذیری آن را از سایر پیشرانها نشان میدهد؛ بر این اساس مطابق نگاره (۵) روندهای کلیدی بر اساس مقدار تأثیرپذیری و تأثیرگذاری آورده شده است.

نگاره ۵. میزان تأثیرگذاری و تأثیرپذیری روندها

ردیف	رند	میزان تأثیرگذاری	میزان تأثیرپذیری
۱	بودجه کشور	۳۹	۲۹
۲	سیاست‌های پولی بانک مرکزی	۵۶	۵۵
۳	سیاست‌های مالی دولت	۴۱	۴۴
۴	رکود اقتصادی	۴۳	۴۸
۵	بازارهای مالی	۴۰	۳۵
۶	نرخ سود	۴۸	۴۰
۷	ریسک‌های ابزارهای مالی	۳۴	۴۱
۸	ارزش سهام	۴۱	۴۳
۹	بازده روش	۴۲	۴۴
۱۰	سیاست‌های نظارتی سازمان بورس	۴۹	۴۲
۱۱	وجود محدودیت‌های شرعی و قانونی	۴۸	۴۶
۱۲	وضعیت اعتباری شرکت	۳۹	۴۲
۱۳	اندازه شرکت	۴۵	۴۱
۱۴	سن شرکت	۴۲	۴۴
۱۵	ماهیت شرکت (خصوصی یا دولتی بودن)	۴۳	۴۳
۱۶	ساختار بهینه سرمایه	۳۶	۴۴
۱۷	ریسک روش	۶۱	۶۰
۱۸	هزینه دسترسی	۴۰	۵۲
۱۹	مکانیزم بازپرداخت	۴۶	۳۹
۲۰	قیمت حامل‌های انرژی	۴۰	۴۶
۲۱	ریسک اکتشاف	۴۶	۴۵
۲۲	عمر معدن	۶۰	۵۶

در تحلیل ساختاری (ماتریس متقاطع) با استفاده از نرم افزار میک مک، به طور کلی شش مرحله انجام می‌شود:

۱- درک سیستمی و مشاهده پایداری یا عدم پایداری سیستم،

۲- شناسایی تغییرات غیرمستقیم متغیرها،

۳- شناسایی عوامل و پیشرانهای اصلی،

۴- درک کلی از سیستم،

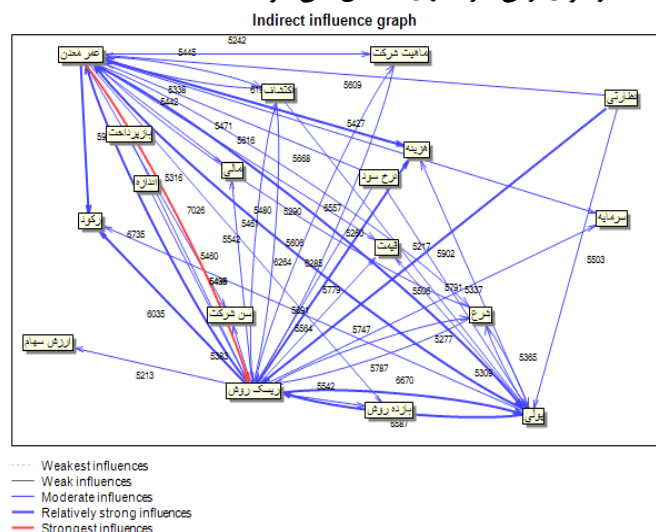
۵- شناسایی عوامل ناپایدارکننده سیستم،

۶- شناخت محیط به واسطه سنجش اثرگذارها

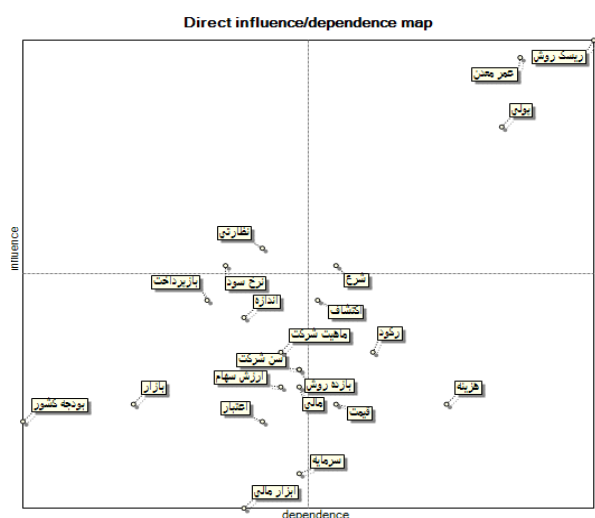
در تحلیل ساختاری با استفاده از نرم‌افزار میک‌مک، شش مرحله شامل درک سیستمی و بررسی پایداری سیستم، شناسایی تغییرات غیرمستقیم متغیرها، تعیین عوامل و پیشران‌های اصلی، درک کلی سیستم، شناسایی عوامل ناپایدارکننده و شناخت محیط از طریق سنجش اثرگذاری‌ها انجام می‌شود. خروجی تحلیل اثرات متقاطع، نمودارهایی است که روابط مستقیم و غیرمستقیم بین متغیرها را نشان می‌دهد و به مدیران، تصمیم‌گیران و پژوهشگران کمک می‌کند تا ساختار کنشگری سیستم را درک کنند. این خروجی‌ها شامل نمودارهای اثرات مستقیم، غیرمستقیم، بالقوه مستقیم و بالقوه غیرمستقیم است. در این پژوهش، تنها نمودار اثرات

شناسایی و تحلیل پیشران‌ها و کلان روندهای موثر بر آینده ...

غیرمستقیم ارائه شده که در آن، روابط بین پیشران‌ها از بسیار ضعیف تا بسیار قوی با پراکندگی ۱۰۰٪ نشان داده شده است. پیکان‌ها جهت اثرگذاری روندها و اعداد بالای آن‌ها مقدار اثرگذاری را مشخص می‌کنند. خطوط پرنرنگ‌تر نشان‌دهنده شدت اثرگذاری بیشتر و خطوط قرمز بیانگر قوی‌ترین اثرگذاری متقابل بین مؤلفه‌ها هستند.



نمودار ۱. نمودار اثرات غیر مستقیم بین متغیرها



نمودار ۲. تاثیرپذیری-تاثیرگذاری روندهای کلیدی

نگاره ۶. طبقه بندی هر یک از پیشران کلیدی در نمودار تاثیرپذیری-تاثیرگذاری

ردیف	طبقه بندی	پیشران کلیدی
۱	روندهای تأثیرگذار	نرخ سود و سیاست‌های نظارتی سازمان بورس
۲	روندهای دوجویی	ریسک روش و عمر معدن
۳	روندهای هدف	سیاست‌های پولی بانک مرکزی و وجود محدودیت‌های شرعی و قانونی
۴	روندهای وابسته (تأثیر پذیر)	قیمت حامل‌های انرژی؛ ریسک اکتشاف؛ رکود اقتصادی و هزینه دسترسی
۵	روندهای اهرمی ثانویه	مکانیزم بازپرداخت و اندازه شرکت
۶	روندهای تنظیم کننده	ریسک‌های ابزارهای مالی؛ وضعیت اعتباری شرکت؛ ارزش سهام، سن شرکت؛ ماهیت شرکت (خصوصی یا دولتی بودن)؛ بازده روش؛ سیاست‌های مالی دولت و ساختار بهینه سرمایه
۷	روندهای گسسته	بودجه کشور؛ بازارهای مالی

سوال سوم: روندهای راهبردی موثر بر آینده شیوه‌های تامین مالی صنعت استخراج کانه‌های فلزی، کدامند؟

گام سوم: تعیین روندهای راهبردی

در نهایت در مرحله پایانی روندهای راهبردی مشخص گردیدند؛ در این مرحله نتایج و خروجی‌های نرم افزار میک مک مورد تحلیل قرار گرفت. متغیرهای راهبردی متغیرهای قابل دستکاری و کنترل پذیری هستند که بر پویایی و تغییر سیستم اثر می‌گذارند. متغیرهای کلیدی و راهبردی متغیرهای قابل دستکاری و کنترل پذیری هستند که بر پویایی و تغییر سیستم اثر می‌گذارند. از اینرو متغیرهای ناحیه اول (تاثیرگذاری بالا-تاثیرپذیری بالا) به این دلیل که هم قابلیت کنترل پذیری دارد (تاثیرپذیری بالایی دارد) و هم بر سیستم تاثیرگذاری قابل قبولی دارد، متغیرهای راهبردی نامیده می‌شود. هر چه از بخش انتهایی ناحیه سوم به سمت بخش انتهایی ناحیه اول محور مختصات در نمودار نزدیکتر شویم بر تاثیرگذاری و تاثیرپذیری متغیر افزوده می‌شود (ربانی، ۱۳۹۱) و این اهمیت و راهبردی بودن آن را نشان می‌دهد. بنابر نمودار تاثیرپذیری-تاثیرگذاری روندها (نمودار ۲) از بین ۱۸ روند بررسی شده، سه روند به شرح زیر به عنوان روند راهبردی شناسایی می‌شوند:

۱- ریسک روش

۲- سیاست‌های پولی بانک مرکزی

۳- عمر معدن

بحث و نتیجه گیری

تأمین مالی در صنعت استخراج کانه‌های فلزی، به عنوان صنعتی سرمایه‌بر و پرریسک، تحت تاثیر پیشران‌های کلیدی مانند ریسک روش (به دلیل چالش‌های فنی و عملیاتی که بازده را کاهش می‌دهد و سرمایه‌گذاران را محتاط می‌کند)، سیاست‌های پولی بانک مرکزی (که با تنظیم نرخ بهره و نقدینگی، هزینه‌های تأمین مالی را در سیاست‌های انقباضی افزایش و در انبساطی کاهش می‌دهد، و در نتیجه بر دسترسی به وام‌ها و سرمایه‌گذاری خارجی اثرگذار است) و عمر معدن (که با تعیین دوره سودآوری، اطمینان سرمایه‌گذاران را افزایش یا ریسک اعتباری را تشدید می‌کند) قرار دارد. این عوامل نه تنها بر کارایی عملیاتی تأثیر می‌گذارند، بلکه در شرایط اقتصادی ناپایدار ایران، مانند نوسانات ارزی و تحریم‌ها، ریسک‌ها را تشدید کرده و نیاز به مدل‌های تأمین مالی نوین مانند اوراق بدهی یا سرمایه‌گذاری خارجی را برجسته می‌کنند.

این پژوهش با رویکرد آینده‌پژوهی، به شناسایی پیشران‌ها و کلان‌روندهای مؤثر بر آینده تأمین مالی این صنعت پرداخته و به پرسش‌هایی مانند شناسایی پیشران‌های کلیدی، تحلیل تأثیرات متقابل آنها و استخراج روندهای راهبردی پاسخ داده است. با بهره‌گیری از نرم‌افزار میک‌مک، ۴ پیشران اصلی (اقتصادی، قانونی، ساختاری-سازمانی و زیست‌محیطی) و ۲۲ روند کلیدی شناسایی شدند. تحلیل اثرات متقابل نشان داد که ریسک روش، سیاست‌های پولی بانک مرکزی و عمر معدن به عنوان روندهای راهبردی عمل می‌کنند؛ برای مثال، ریسک روش می‌تواند با سیاست‌های پولی انقباضی ترکیب شود و چرخه تأمین مالی را مختل کند، در حالی که تمرکز بر عمر معدن می‌تواند با سرمایه‌گذاری در فناوری‌های اکتشاف، پایداری بلندمدت را تضمین کند. این یافته‌ها تفسیر می‌کنند که در آینده، با توجه به روندهای جهانی مانند افزایش تقاضا برای مواد معدنی حیاتی در انرژی پاک (مانند لیتیوم و نیکل)، ایران می‌تواند با کاهش ریسک‌ها از طریق مقررات زیست‌محیطی و ساختارهای سازمانی کارآمد، موقعیت رقابتی خود را تقویت کند، اما چالش‌هایی مانند کمبود سرمایه‌گذاری زیرساختی و نظام تأمین مالی بانک‌محور مانع خواهند شد.

این نتایج با پژوهش‌های پیشین هم‌خوانی دارد؛ ذاکرنیا و همکاران (۱۳۹۵) بر اولویت‌بندی عوامل تأمین مالی تأکید کرده و ریسک‌ها را به عنوان موانع کلیدی شناسایی کرده، اندیشه و همکاران (۱۴۰۲) در پایش بخش حقیقی صنعت و معدن، نوسانات تولید را به چالش‌های مالی نسبت داده، و علی حسینی و همکاران (۱۴۰۳) الگویی برای بهبود تأمین مالی معادن سنگ آهن ارائه کرده که بر کاهش ریسک روش و بهینه‌سازی سیاست‌های پولی تمرکز دارد، که این هم‌راستایی بر اعتبار یافته‌های ما می‌افزاید. کاربردهای عملی این پژوهش برای مدیران (کاهش ریسک‌ها و بهینه‌سازی ساختار مالی)، سیاست‌گذاران (شناخت عوامل تعیین‌کننده برای پایداری صنعت)، سهامداران، تحلیلگران مالی، بانک‌ها و سازمان بورس گسترده است و برای نخستین بار در

ایران، مدلی آینده‌نگارانه برای تأمین مالی این صنعت ارائه می‌دهد که تصمیم‌گیری را بهبود بخشیده و به غنی‌سازی ادبیات مالی کمک می‌کند.

پیشنهادهای هم‌راستا با نتایج: مدیران در مواجهه با ریسک روش، از ابزارهای مشتقه مالی برای پوشش ریسک استفاده کنند و در سیاست‌های پولی انقباضی، به انتشار اوراق بدهی یا جذب سرمایه خارجی روی آورند؛ با توجه به عمر معدن، برنامه‌ریزی برای اکتشافات جدید یا ارتقای فناوری ضروری است تا دوره سودآوری شود. دولت برای کاهش تأثیر سیاست‌های پولی، نرخ بهره را برای صنایع استراتژیک پایین آورد، اکتشافات معدنی را ترویج دهد و مقررات زیست‌محیطی را برای کاهش ریسک قانونی تنظیم کند. سازمان بورس با تدوین استانداردهای شفاف و ابزارهای نوین مانند اوراق قرضه معدنی، کارایی بازار را افزایش دهد و ریسک روش را از طریق شفافیت کاهش دهد. این پیشنهادات مستقیماً از تحلیل اثرات متقابل پیشران‌ها ناشی می‌شوند و پایداری صنعت را تضمین می‌کنند.

برای تحقیقات آینده، پیشنهاد می‌شود: متامطالعه پژوهش‌های تأمین مالی صنعت کانه‌های فلزی، آینده‌پژوهی با روش تحلیل لایه‌ای علل (CLA) برای بررسی عمیق‌تر لایه‌های فرهنگی و ایدئولوژیک، فراترکیب عوامل مؤثر، سطح‌بندی عوامل با ISM و میک‌مک برای اولویت‌بندی دقیق‌تر، و تحلیل سیستمی با پویایی‌شناسی سیستم‌ها برای شبیه‌سازی سناریوهای آینده تحت تأثیر روندهای جهانی مانند انرژی پاک.

منابع

- محمدی، پرستو، و رضا قره باغ، راضیه. (۱۳۹۲). شیوه‌ی تأمین مالی در شرایط رونق و رکود اقتصادی: با رویکرد مروری. دومین کنفرانس ملی حسابداری، مدیریت مالی و سرمایه‌گذاری، گرگان.
- ادبی فیروزجائی، باقر. (۱۴۰۰). ساختار تأمین مالی تولید کشور با تأکید بر نقش بازار سرمایه، چالش‌ها و پیشنهادات. / اولین همایش ملی اقتصاد، مدیریت و مهندسی مالی با تأکید بر تولید، پشتیبانی‌ها و مانع‌زدایی‌ها، ارومیه.
- اسماعیلی مقدم، موسی‌الرضا. (۱۴۰۲). شناسایی و اولویت‌بندی عوامل مؤثر بر انتخاب بهترین منابع تأمین مالی فاینانس. یازدهمین کنفرانس بین‌المللی تحقیقات بین‌رشته‌ای در مدیریت، حسابداری و اقتصاد در ایران، تهران.
- اندیشه، سیروس، عطائی‌پور، مجید، و جهانبانی، زینب. (۱۴۰۲). ارائه الگویی برای تأمین مالی شرکت‌های معدنی پذیرفته‌شده در بورس به‌منظور افزایش NPV. نشریه مهندسی عمران / امیرکبیر، ۵(۹)، ۱۸۸۳-۱۹۰۸.
- پورقنبری، فرشته، یزدی‌فر، حسن، و فغانی، مهدی. (۱۴۰۱). کاربرد مدل یکپارچه پذیرش و استفاده از فن‌آوری برتمایلات رفتاری حسابداران در پذیرش سیستم‌های اطلاعاتی حسابداری. دانش حسابداری مالی، ۹(۱)، ۱۶۱-۱۸۸.
- تحریری، آرش، و افسای، اکرم. (۱۴۰۰). فراتحلیل عوامل مؤثر بر رفتار حسابرسان جهت پذیرش فناوری اطلاعات. دو فصلنامه حسابداری ارزشی و رفتاری، ۶(۱۱)، ۴۰-۱.
- خاکساری رفسنجانی، علی، و لطفی، اکبر. (۱۴۰۱). شناسایی و تحلیل پیشران‌های موثر بر توسعه صنعت گردشگری شهری با تأکید بر آینده‌نگاری و سناریونویسی (مطالعه موردی: شهر زنجان). فصلنامه برنامه ریزی و توسعه محیط شهری، ۲(۸)، ۲۱-۳۸.
- ذاکرنیا، احسان، خواجه‌زاده دزفولی، مهدی، و فدایی واحد، میثم. (۱۳۹۵). اولویت‌بندی عوامل مؤثر بر انتخاب شیوه تأمین مالی در ایران با استفاده از روش TOPSIS در محیط فازی مبتنی بر متغیرهای کلامی. مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار (مدیریت پرتفوی)، ۷(۲۷)، ۵۳-۷۰.
- ربانی، طاهّا. (۱۳۹۱). روش تحلیل ساختاری، ابزاری برای شناخت و تحلیل متغیرهای موثر بر آینده موضوعات شهری. / اولین همایش ملی آینده پژوهی، تهران.
- رحمانی نوروزآباد، سامان، انواری رستمی، علی‌اصغر، خلیلی، کرم، و محمدی، اسفندیار. (۱۳۹۹). استراتژی‌های تأمین مالی شرکت‌ها در شرایط عادی و بحران: شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران. مدیریت دارایی و تأمین مالی، ۸(۲)، ۱۳-۳۰.

سپاسی، سحر، انواری‌رستمی، علی‌اصغر، و خواجوی، زینب. (۱۳۹۶). بررسی عوامل مؤثر بر پذیرش فناوری اطلاعات از دیدگاه حسابرسان داخلی. *دانش حسابداری مالی*، ۳(۴)، ۱۸۹-۲۱۵.

شادکامی، مصطفی، بخارائیان، مریم، نادریان، آرش، و دری‌گرگانی، جمادرودی. (۱۴۰۳). ارائه مدل پذیرش فناوری اطلاعات در حسابرسی داخلی با رویکرد دلفی فازی. *دومین همایش ملی رویکردهای نوین در حسابداری، حسابرسی و مالی*، علی‌آباد.

علی‌حسینی، مهدی، بتشکن، محمدهاشم، مزینی، امیرحسین، و پیمانی‌فروشانی، مسلم. (۱۴۰۳). الگوی برای بهبود تأمین مالی معادن سنگ‌آهن. *مدیریت دارایی و تأمین مالی*، ۱۲(۲)، ۸۱-۱۱۲.

فدایی‌واحد، میثم، و مایلی، محمدرضا. (۱۳۹۳). اولویت‌بندی عوامل مؤثر بر تأمین مالی در ایران با استفاده از روش تحلیل سلسله‌مراتبی. *فصلنامه سیاست‌های مالی و اقتصادی*، ۲(۶)، ۱۴۱-۱۶۰.

فرجی حاجی‌کندی، حسین. (۱۳۹۹). *بررسی رابطه بین تأمین مالی، کارایی سرمایه‌گذاری و بحران مالی*. پایان‌نامه کارشناسی ارشد، مؤسسه آموزش عالی مهرگان، گروه حسابداری.

فرمان‌آرا، وحید، کمیجانی، اکبر، فرزین‌وش، اسدالله، و غفاری، فرهاد. (۱۳۹۸). نقش بازار سرمایه در تأمین مالی و رشد اقتصادی (مطالعه موردی ایران و منتخبی از کشورهای در حال توسعه). *اقتصاد مالی*، ۴۷(۵)، ۱۹-۳۷.

مهدوی، غلامحسین، و کریمی، زهره. (۱۳۹۳). بررسی عوامل مؤثر بر تمایل حسابرسان در استفاده از دستاوردهای فناوری اطلاعات: دیدگاه حسابرسان مستقل. *مجله دانش حسابداری*، ۵(۱۶)، ۷-۳۱.

میرزایی، لیلا، عباسی، ابراهیم، و ترحمی، فرهاد. (۱۴۰۲). بررسی عوامل مؤثر بر تأمین مالی شرکت‌های کوچک و متوسط در بورس اوراق بهادار تهران. *مدیریت دارایی و تأمین مالی*، ۱۱(۲)، ۹۵-۱۱۴.

نظری‌پور، محمد، و زکی‌زاده، بابک. (۱۴۰۲). بررسی عوامل مؤثر بر پذیرش و به‌کارگیری فناوری‌های اطلاعاتی از سوی حسابداران: مدل پذیرش فناوری. *مطالعات حسابداری و حسابرسی*، ۱۲(۴۸)، ۶۳-۸۲.

نیک‌آسا، حسین، و محمدزاده سالطه، حیدر. (۱۴۰۳). تأثیر قابلیت‌های فناوری اطلاعات بر کیفیت حسابرسی با نقش میانجی پذیرش هوش مصنوعی. *اولین کنگره منطقه‌ای مباحث جاری در سیستم‌های هوشمند حسابداری، حسابرسی، مالی و مالیاتی (چالش‌ها و فرصت‌ها)*، تبریز.

- Adabi Firouzjaei, B. (2021). The structure of financing national production with an emphasis on the role of the capital market: Challenges and recommendations. *First National Conference on Economics, Management, and Financial Engineering with an Emphasis on Production, Support, and Barrier Removal*, Urmia, Iran. (in Persian)
- Ali Hosseini, M., Botshekan, M. H., Mozayani, A. H. & Peymanifurushani, M. (2024). A Pattern for Iron Ore Mines Financing. *Journal of Asset Management and Financing*, 12(2), 81-112. (in Persian)
- Al-Najjar, B. & Al-Najjar, D. (2017). The impact of external financing on firm value and a corporate governance index: SME evidence. *Journal of Small Business and Enterprise Development*, 24(2), 411-423.
- Al-Najjar, B. & Al-Najjar, D. (2019). The impact of external financing on firm value and a corporate governance index: SME evidence. *Journal of Small Business and Enterprise Development*, 26(4), 473-489. doi:10.1108/JSBED-03-2018-0092
- Andisheh, S., Ataeipour, M. & Jahanbani, Z. (2023). Presenting a model for financing mining companies listed on the stock exchange to increase NPV. *Amirkabir Journal of Civil Engineering*, 5(9), 1883-1908. (in Persian)
- Bai, W. & Zhang, L. (2020). How to finance for establishing hydrogen refueling stations in China?. *International Journal of Hydrogen Energy*, 45(59), 34354-34370. doi:10.1016/j.energy.2019.116633

- Bradshaw, A., Dayi, F., Özbek, A., Ganji, F. & Benek, A. (2025). The role of green finance in investing in environmentally friendly technologies: Risks and returns. *Sustainability*, 17(21), 9652.
- Caporale, G. M., Donati, C. & Spagnolo, N. (2023). Small and medium sized European firms and energy efficiency measures: The role of financing. *Energy Economics*, 127, 105. doi:10.1016/j.eneco.2023.106987
- Cepni, O., Şensoy, A. & Yılmaz, M. H. (2024). Climate change exposure and cost of equity. *Energy Economics*, 117, 107288. doi:10.1016/j.eneco.2023.107288
- Choi, H. & Suh, J. (2017). Investment financing: Evidence from Korea. *Accounting and Finance*, 57(S1), 147-184. doi:10.1111/acfi.12217
- Esmaili Moghaddam, M.-a.-R. (2023). Identification and prioritization of factors affecting the selection of the best financing sources for financing. *Eleventh International Conference on Interdisciplinary Research in Management, Accounting, and Economics in Iran*, Tehran, Iran. (in Persian)
- Fadaee Vahed, M. & Mayeli, R. (2014). Priorities Factors Influencing the Financing in Iran with the AHP Approach. *Quarterly Journal of Fiscal and Economic Policies*, 2(6), 141-160. (in Persian)
- Faraji Hajikandi, H. (2020). *Investigating the relationship between financing, investment efficiency and financial crisis*. Master's thesis, Mehregan Institute of Higher Education, Accounting Department. (in Persian)
- Farman Ara, V., Komijani, A., Farzinvas, A. & Ghaffari, F. (2019). The Role of Capital Markets in Financing Economic Growth a Case Study of Iran and Some Selected Developing Countries. *Journal of Financial Economics (Financial Economics and Development)*, 13(47), 19-37. (in Persian)
- Farza, A., Le, Q. H. & Melnyk, V. (2024). Financing sources, green investment, and environmental performance: Cross-country evidence. *Journal of Environmental Management*, 353, 120230. <https://doi.org/10.1016/j.jenvman.2024.120230>
- Feliciano, M., Nor, M. N. M. & Salleh, Z. (2022). The role of training in big data analytics adoption: Impact on auditors' intention to use advanced analytics. *European Journal of Business Research and Management*, 22(2).
- García-Sánchez, I. M., Hussain, N., Martínez-Ferrero, J. & Ruiz-Barbadillo, E. (2019). Impact of corporate social responsibility on firm performance. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 26(4), 832-848. doi:10.1002/csr.1717
- Hadi, A. H., Ali, M. N., Al-shiblawi, G. A. K., Flayyih, H. H., & Talab, H. R. (2023). The effects of information technology adoption on the financial reporting: moderating role of audit risk. *International Journal of Economics and Finance Studies*, 15(1), 47-63. <https://doi.org/10.34109/ijefs.202315104>
- Karpavikas, S. (2014). Green finance and corporate green innovation: A systematic literature review. *SAGE Open*, 15(3), 21582440251370800.
- Khaksari Rafsanjani, A. & Lotfi, A. (2023). Identification and analysis of drivers affecting the development of the urban tourism industry with an emphasis on foresight and scenario writing (case study: Zanzan city). *Urban Environmental Planning and Development*, 2(8), 21-38. (in Persian)
- Kripa, E. & Xhafa, H. (2015). Project finance and projects in the energy sector in developing countries. *European Academic Research*, 3(1), 169-184. doi:10.13140/RG.2.1.1234.5678
- Mahdavi, G. H. & Karimi, Z. (2014). Assessment of Factors Influencing Tendency of Auditors to Use Achievements of Information Technology: The Independent Auditors' perspective. *Journal of Accounting Knowledge*, 5(16), 7-31. (in Persian)

- Majeed, R. H. & Taha, A. A. D. (2024). A survey study of Iraqi auditors' adoption of blockchain technology. *Asian Review of Accounting*, 32(3), 521-546. <https://doi.org/10.1108/ARA-01-2023-0015>
- Mirzaei, L., Abbasi, E. & Tarahomi, F. (2023). A Survey of Factors Affecting Financing of Small and Medium-Sized Businesses in the Tehran Stock Exchange (TSE). *Journal of Asset Management and Financing*, 11(2), 95-114. (in Persian)
- Mohammadi, P. & Reza Gharebagh, R. (2013). Financing methods in economic boom and recession: with a review approach. *Second National Conference on Accounting, Financial Management and Investment*, Gorgan. (in Persian)
- Nazaripour, M. & Zakizadeh, B. (2023). The Factors Affecting the Adoption and Implementation of Information Technology: The Technology Acceptance Model. *Accounting and Auditing Studies*, 12(48), 63-82. (in Persian)
- Nikasa, H. & Mohammadzadeh Salteh, H. (2025). The impact of information technology capabilities on audit quality with the mediating role of artificial intelligence adoption. *The first regional congress on current topics in intelligent accounting, auditing, financial and tax systems (challenges and opportunities)*, Tabriz. (in Persian)
- Okpokam, E. A. (2021). Small and medium enterprises' green energy strategies for profitability (Doctoral dissertation). Walden University, USA.
- Pourghanbari, F., Yazdifar, H. & Faghani, M. (2022). The Application of the Unified Theory of Acceptance and Use of Technology on Accountants' Behavioral Intention in Accounting Information System Adoption. *Financial Accounting Knowledge*, 9(1), 161-188. (in Persian)
- Rabbani, T. (2012). Structural analysis method, a tool for identifying and analyzing variables affecting the future of urban issues. *First National Futures Studies Conference*, Tehran. (in Persian)
- Rahmani Noroozabad, S., Anvary Rostamy, A. A., Khalili, K. & Mohammadi, E. (2020). Corporate Financing Strategies in Normal and Crisis Conditions: Evidence from Tehran Stock Exchange. *Journal of Asset Management and Financing*, 8(2), 13-30. (in Persian)
- Semenenko, O., Tolok, P., Potetiueva, M., Petrenko, S. & Yarmolchyk, M. (2024). Attracting finance and investment in small and medium-sized enterprises in the context of a green and defense economy and using alternative energy sources. *Polityka Energetyczna*, 27(2), 5–26.
- Sepasi, S., Anvari Rostami, A. A. & Khajavi, Z. (2017). The Factors Affecting The Adoption Of Information Technology From The Perspective Of Internal Auditors. *Journal Of Financial Accounting Knowledge*, 3(4), 189-215. (in Persian)
- Shadkami, Mostafa., Bukharaian, Maryam., Naderian, Arash., and Deri-Gorganali, Jamadrudi. (2024). Presenting an Information Technology Acceptance Model in Internal Auditing with a Fuzzy Delphi Approach. *The Second National Conference on New Approaches to Accounting, Auditing & Finance*, Aliabad. (in Persian)
- Tahriri, A. & Afsay, A. (2021). A Meta-Analysis of the Factors Affecting the Behavior of Auditors to Acceptance of Information Technology. *Journal of Value and Behavioral Accounting*, 6(11), 1-40. (in Persian)
- Tilahun, M. (2019). A review on determinants of accounting information system adoption. *Science Journal of Business and Management*, 7(1), 17–22. <https://doi.org/10.11648>
- Yao, X., Long, H. (2024). Financial policy competition neutrality and cost of financing – An empirical study based on A-share listed companies. *Finance Research Letters*, 14(3), 104994. doi:10.1016/j.frl.2023.104994
- Ye, Z., Shahab, Y., Riaz, Y. & Ntim, C. G. (2023). Strategic deviation and the cost of debt financing. *Economic Modelling*, 125, 106371. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2023.106371>

- Zakerinia, E., Khajehzadeh Dezfuli, M. & Fadaei Vahed, M. (2016). Prioritization of factors affecting the selection of financing methods in Iran using the TOPSIS method in a fuzzy environment based on linguistic variables. *Financial Engineering and Portfolio Management*, 7(27), 53–70. (in Persian)
- Zhang, M., Zhang, X., Song, Y. & Zhu, J. (2022). Exploring the impact of green credit policies on corporate financing costs based on the data of Chinese A-share listed companies from 2008 to 2019. *Journal of Cleaner Production*, 375, 134012. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2022.134012>
- Zheng, X. & Shen, J. (2024). Corporate environmental information disclosure, managerial ownership and the cost of debt. *International Review of Economics & Finance*, 91, 761-781. doi:10.1016/j.iref.2024.01.012



Paper type: Research Article

The Impact of Corporate Digital Transformation on Corporate Stock Liquidity: the Role of Financing Constraints, Internal Control, and Information Disclosure

Anahita Zandi^{1*}

Received: 2025/06/01

Accepted: 2025/10/18

Abstract

Purpose: Digital transformation has been an important choice for most companies in recent years. Technological innovation and economic growth brought about by digital transformation in companies inevitably affect their performance in the capital market. This research studies the impact of the mechanism and economic consequences of a company's digital transformation on stock liquidity by considering and examining a sample of companies listed on the Tehran Stock Exchange from 2017 to 2023.

Method: The research method of the present study was applied and used a post-event approach (through past information). In order to test the hypotheses of the research, multivariate linear regression based on panel data was used using Eviews12 software.

Findings: The research results show that digital transformation of companies can significantly improve stock liquidity.

Conclusion: This study presents the impact of a company's digital transformation on stock liquidity and examines theoretical strategies for adopting a company's digital transformation and increasing stock liquidity in the capital market. In terms of corporate governance, further analysis suggests that digital transformation of companies can improve stock liquidity through three mechanisms: reducing financial constraints, improving the quality of internal control, and increasing corporate information disclosure.

Keywords: Stock liquidity, Corporate digital transformation, Financing constraints.



How to cite this article: Zandi, A. (2025). The Impact of Corporate Digital Transformation on Corporate Stock Liquidity: the Role of Financing Constraints, Internal Control, and Information Disclosure. *Accounting and Corporate Governance Researches*, 4(13), 121-141. (In Persian).

¹. Assistant Professor, Department of Accounting, Shahr-e-Qods Branch, Islamic Azad University, Shahr-e-Qods, Iran.

*Corresponding Author: zandi_anna@iau.ir



نوع مقاله: علمی پژوهشی

تأثیر تحول دیجیتال شرکتی بر نقدشوندگی سهام شرکت‌ها: نقش محدودیت‌های تامین مالی، کنترل داخلی و افشای اطلاعات
آناهیتا زندی^{*۱}

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۴/۰۷/۲۶

تاریخ دریافت: ۱۴۰۴/۰۳/۱۱

چکیده

هدف: تحول دیجیتال در سال‌های اخیر انتخاب مهمی برای اکثر شرکت‌ها بوده است. نوآوری در تکنولوژی و رشد اقتصادی که از طریق تحول دیجیتال در شرکت‌ها به وجود می‌آید، ناگزیر بر عملکرد آنها در بازار سرمایه تأثیر می‌گذارد. این پژوهش، تأثیر مکانیسم و پیامدهای اقتصادی تحول دیجیتال شرکت بر نقدشوندگی سهام را با در نظر گرفتن و بررسی نمونه‌ای از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران از سال ۱۳۹۶ تا ۱۴۰۲، مورد مطالعه قرار می‌دهد.

روش: روش پژوهش حاضر کاربردی و با استفاده از رویکرد پس رویدادی (از طریق اطلاعات گذشته) بوده است. جهت آزمون فرضیه‌های پژوهش از رگرسیون خطی چند متغیره مبتنی بر داده‌های تابلویی با استفاده از نرم افزار ایویوز (۱۲) بهره گرفته شده است.

یافته‌ها: نتایج پژوهش نشان می‌دهد که تحول دیجیتال شرکت‌ها می‌تواند نقدشوندگی سهام را به طور قابل توجهی بهبود بخشد.

نتیجه گیری: این مطالعه، تأثیر تحول دیجیتال شرکت بر نقدشوندگی سهام را ارائه و راهبردهای نظری جهت پذیرش تحول دیجیتال شرکت و افزایش نقدشوندگی سهام در بازار سرمایه را مورد بررسی قرار می‌دهد. از نظر حاکمیت شرکتی، تحلیل بیشتر نشان می‌دهد که تحول دیجیتالی شرکت‌ها می‌تواند نقدشوندگی سهام را به کمک سه مکانیسم بهبود بخشد: کاهش محدودیت‌های مالی، بهبود کیفیت کنترل داخلی و افزایش افشای اطلاعات شرکتی.

واژه‌های کلیدی: نقدشوندگی سهام، تحول دیجیتال شرکتی، محدودیت‌های تامین مالی.



استناد: زندی، آناهیتا. (۱۴۰۴). تأثیر تحول دیجیتال شرکتی بر نقدشوندگی سهام شرکت‌ها: نقش محدودیت‌های تامین مالی، کنترل داخلی و افشای اطلاعات. پژوهش‌های حسابداری و راهبری شرکتی، ۴(۱۳)، ۱۲۱-۱۴۱.

^۱. استادیار، گروه حسابداری، واحد شهر قدس، دانشگاه آزاد اسلامی، شهر قدس، ایران. *نویسنده مسئول: zandi_anna@iau.ir

مقدمه

در اقتصاد دیجیتال، فناوری‌های دیجیتال مانند هوش مصنوعی، بلاک چین، رایانش ابری و کلان داده به سرعت پیشرفت کرده‌اند و دیجیتالی‌سازی به تدریج به یک پیشرفت مهم در بازسازی عوامل تولید، تغییر شکل ساختارهای اقتصادی و همچنین تغییر الگوهای رقابت در توسعه اقتصادی تبدیل شده است. بر اساس مطالعات انجام شده، شرکت‌ها به کمک دیجیتالی‌سازی می‌توانند فرآیندها و مدل‌های کسب و کار خود را بهبود بخشند (بایر و همکاران^۱، ۲۰۲۰)، مدیریت سازمانی را ارتقاء دهند (مانیتا و همکاران^۲، ۲۰۲۰)، نوآوری را ترویج کنند و ایجاد ارزش سازمانی را افزایش دهند (دای و شو^۳، ۲۰۲۵). علاوه بر این، سطوح مختلف تحول دیجیتال می‌تولند رقابت‌پذیری بازار و قابلیت‌های توسعه پایدار را با افزایش میزان فناوری‌های دیجیتال و بهبود گستره کاربرد فناوری‌های دیجیتال بهبود بخشد. در عین حال، سازمان‌ها بنیادهای خرد بازار سرمایه را تشکیل می‌دهند. تحول دیجیتال به طور اجتناب ناپذیری بر عملکرد بازار سرمایه شرکت‌ها، از جمله تعیین قیمت، انتقال سیاست بازار، انتقال اطلاعات، مدیریت انتظارات، کاهش ریسک و سایر جنبه‌های مرتبط تأثیر می‌گذارد (آن و راو^۴، ۲۰۲۱). رفتارهای تحول دیجیتال نوآورانه و بهبودهای ناشی از آن در کارایی عملیاتی و عملکرد اقتصادی دارای مزیت‌های چشمگیری در بازار سرمایه هستند (آن و همکاران^۵، ۲۰۲۳) و اطلاعات زیادی را برای تعدیل تخصیص منابع بازار سرمایه ارائه می‌دهند، اما همچنین چالش‌هایی را برای حاکمیت شرکتی ایجاد می‌کنند (هوانگ و همکاران^۶، ۲۰۲۲). معمولاً نقدشوندگی سهام به این معنی است که سرمایه‌گذاران می‌توانند تعداد زیادی از معاملات سهام را در یک بازه زمانی کوتاه و بدون تجربه نوسانات قابل توجه قیمت انجام دهند. سهام دارای نقدشوندگی بالاتر زیان معاملاتی آنی کمتر و ریسک سرمایه‌گذاری کمتری دارند. نقدشوندگی سهام به عنوان عامل حیاتی بازار سرمایه، یکی از فاکتورهای اصلی بازار سهام است (چن و همکاران^۷، ۲۰۲۴). این عامل عملکرد تعیین قیمت، جریان اطلاعات و بهینه‌سازی منابع را انجام می‌دهد و در عین حال اهمیت رفتار شرکت را در شناخت بازار سرمایه منعکس می‌کند. نقدشوندگی سهام نه تنها بر اعتماد سرمایه‌گذاران و ارزش بازار سهام تأثیر می‌گذارد، بلکه بر فعالیت‌های بازار سرمایه شرکت‌ها، تخصیص مؤثر منابع بازار و توسعه پایدار اقتصاد واقعی نیز تأثیر می‌گذارد. در سال‌های اخیر، تحقیقات دانشگاهی مرتبط، بر عوامل تأثیرگذار و پیامدهای مستقیم اقتصادی این امر متمرکز شده‌اند. اینکه آیا تحول دیجیتال که یکی از عوامل اصلی تغییر اساسی در مدل سنتی تولید و عملکرد سازمان‌ها است، بر نقدشوندگی سهام در بازار سرمایه نیز تأثیر دارد؟ اگر چنین است، این کار چگونه امکان‌پذیر است؟ پاسخ به این سؤالات در بررسی بیشتر تأثیرات تحول دیجیتال شرکتی بر بازار سرمایه و افزایش توسعه پایدار شرکت‌های بورسی اهمیت قابل توجهی دارد. از لحاظ نظری، بهبود حاکمیت شرکتی راه مهمی برای تسریع در روند تغییر و ارتقای قابلیت‌های توسعه پایدار شرکتی در زمینه اقتصاد دیجیتال است. تحول دیجیتالی می‌تواند تغییر متفاوتی در فرآیند کسب‌وکار تولید ایجاد کند، بر ساختار حاکمیت سازمانی، تخصیص منابع و سیستم افشای اطلاعات تأثیر بگذارد و کارایی و کیفیت حاکمیت شرکتی را افزایش دهد، بنابراین بر نقدشوندگی سهام نیز تأثیر می‌گذارد. این پژوهش مکانیسم حاکمیت شرکتی در سطح خرد را تحت تأثیر تحول دیجیتال شرکتی بر نقدشوندگی سهام نشان می‌دهد و به شکاف تحقیقاتی موجود در زمینه مکانیسم‌های تأثیرگذاری خرد می‌پردازد. این یافته‌ها بهبود عملکرد بازار را از طریق تحول دیجیتال برای شرکت ملموس‌تر می‌کند. نتایج این مطالعه، تجارب سودمند و کاربردی را جهت بررسی رابطه بین تحول دیجیتال شرکت و بازار سرمایه در ایران فراهم می‌کند. بنابراین، این مطالعه به بررسی تأثیر تحول دیجیتال شرکت بر نقدشوندگی سهام، با در نظر گرفتن نقش محدودیت‌های تامین مالی، کیفیت کنترل داخلی و سطح افشای اطلاعات در چارچوب حاکمیت شرکتی می‌پردازد. این مطالعه دارای ارزش نظری و عملی قابل توجهی است. اهداف مورد انتظار این پژوهش به شرح زیر است:

¹. Baiyere et al

². Manita et al

³. Dai & Xu

⁴. An & Rau

⁵. An et al

⁶. Huang et al

⁷. Chen et al

اول، نقش تحول دیجیتال شرکتی را در بهبود نقدشوندگی سهام را نشان می‌دهد و تحقیقات تحول دیجیتال شرکتی و بازارهای سرمایه را از دیدگاه حاکمیت شرکتی تکمیل می‌کند. دوم، این مطالعه به طور تجربی مکانیسم تحول دیجیتال شرکت برای افزایش نقدشوندگی سهام را از سه جنبه حاکمیت شرکتی - محدودیت‌های مالی، کنترل داخلی و افشای اطلاعات - مورد بررسی قرار می‌دهد و مسیر مکانیزم بین تحول دیجیتال شرکت و نقدشوندگی سهام را تا حدی مشخص و تشریح می‌کند. در مجموع، این مطالعه تحقیق در مورد پیامدهای اقتصادی تحول دیجیتال شرکت را از سطح شرکت به سطح عملکرد بازار سرمایه گسترش می‌دهد و دیدگاه جدیدی را برای بررسی عوامل مؤثر بر نقدشوندگی سهام و غنی‌سازی تعامل بین اقتصاد دیجیتال و بازار سرمایه ایران ارائه می‌کند.

مبانی نظری، توسعه فرضیه‌ها و پیشینه پژوهش

تحول دیجیتال و نقدشوندگی سهام

نقدشوندگی سهام یک عامل اصلی است که کارایی عملیاتی بازار سرمایه را منعکس می‌کند. این عامل می‌تواند به طور مؤثر اثر اطلاعاتی کارایی قیمت‌گذاری و اثر حاکمیت کارایی تولید را افزایش دهد، عدم تقارن اطلاعاتی را کاهش دهد، هزینه‌های معاملات و ریسک بازار را کاهش دهد، تصمیمات تجاری را بهینه کند، کارایی تخصیص سرمایه شرکت‌ها را بهبود بخشد و ارزش شرکت را افزایش دهد (بنت و همکاران^۱، ۲۰۲۰). با این حال، مشکلاتی مانند عدم تقارن اطلاعات داخلی و خارجی و فرصت‌طلبی مدیریتی ناشی از تضادهای نمایندگی، به دلایل مهمی جهت مهار نقدشوندگی سهام شرکت‌ها تبدیل شده‌اند (لی و همکاران^۲، ۲۰۱۳). نظریه حاکمیت شرکتی مدرن معتقد است که حاکمیت شرکتی مؤثر می‌تواند رفتارهای مدیریتی کوتاه مدت را مهار کند و مکانیزم‌های مدیریتی و شفافیت اطلاعات را افزایش دهد و در نتیجه نقدشوندگی سهام را بهبود بخشد (چانگ و همکاران^۳، ۲۰۱۰). از یک سو، یک محیط حاکمیتی با کیفیت بالا می‌تواند عوامل تامین مالی شرکت‌ها، فعالیت‌ها و شناخت بازار را گسترش دهد، ساختار سرمایه را بهینه کند، ساختار سهام و سطوح اهرم را متعادل کند، هزینه‌های سهام و عدم تقارن اطلاعاتی و همچنین محدودیت‌های مالی را کاهش دهد و نقدشوندگی سهام را بهبود بخشد (نیو و همکاران^۴، ۲۰۲۳). از سوی دیگر، حاکمیت شرکتی مؤثر می‌تواند کیفیت افشای ریسک، اطلاعات حسابداری و سود شرکت، مکانیسم‌های حاکمیت داخلی، رقابت در بازار محصول و توانایی نوآوری، توانایی توسعه پایدار و قدرت جامع شرکت را بهبود و خطرات سرمایه‌گذاری و بدهی را کاهش می‌دهد و در نهایت نقدشوندگی سهام را بهبود می‌بخشد (الشندیدی و نری^۵، ۲۰۱۵). تحول دیجیتال سازمانی یک مرحله ضروری در عصر اقتصاد دیجیتال است. ادغام کامل عوامل کلی شرکت و فناوری‌های دیجیتال می‌تواند سازماندهی مجدد منابع تولید و مهندسی مجدد فرآیند کسب و کار را تقویت کند، قابلیت‌های حاکمیت شرکتی، ارزش شرکتی و مکانیسم‌های حاکمیت داخلی را افزایش دهد و محیط حاکمیت شرکتی را بهینه کند (تیان و شائو^۶، ۲۰۲۴).

تحول دیجیتال می‌تواند با مشکل محدودیت مالی در حاکمیت شرکتی مقابله کند، با کاهش عدم تقارن اطلاعاتی مکانیسم‌های نظارتی داخلی و خارجی را ایجاد کند، از سرمایه‌گذاران خارجی، اعتباردهندگان و دولت حمایت کند و تامین مالی شرکت را ارتقا دهد (لی و همکاران^۷، ۲۰۲۳). از طرفی از طریق همکاری‌های داخلی و خارجی، شرکت‌ها می‌توانند تخصیص عوامل را بهینه کنند، مسائل نمایندگی را کاهش دهند، محیط داخلی، کارایی ارتباطات اطلاعاتی و ظرفیت پیشگیری از ریسک را تقویت کنند و در نتیجه سطح کنترل داخلی شرکت‌ها را بهبود بخشند و به طور قابل توجهی کیفیت کنترل داخلی شرکت‌ها را افزایش دهد. (کاپورو و همکاران^۸، ۲۰۲۳). در نهایت، تحول دیجیتال سازمانی می‌تواند به طور مؤثری سطح افشای اطلاعات را بهبود بخشد. شرکت‌ها مسیرهای انتقال اطلاعات را از طریق فناوری دیجیتال غنی می‌کنند، توانایی استخراج و پردازش اطلاعات

¹. Bennett et al

². Lei et al

³. Chung et al

⁴. Niu et al

⁵. Elshandidy & Neri

⁶. Tian & Shao

⁷. Li et al

⁸. Capurro et al

را بهبود می‌بخشند، سیستم افشای اطلاعات داخلی را تقویت می‌کنند و از صحت اطلاعات اطمینان می‌دهند، بنابراین کیفیت افشای اطلاعات را افزایش می‌دهند (کامیسون و گزالس^۱، ۲۰۲۲). بنابراین، از منظر حاکمیت شرکتی، تغییرات در کارایی اطلاعات و مکانیسم‌های حاکمیتی که توسط تحول دیجیتال سازمانی هدایت می‌شود، می‌تواند در بازار سرمایه منعکس شود و اثر افزایشی بر نقدشوندگی سهام داشته باشد (وو و همکاران^۲، ۲۰۲۲). بر اساس تحلیل فوق، فرضیه زیر مطرح می‌شود:

فرضیه یک: تحول دیجیتال شرکت‌ها می‌تواند نقدشوندگی سهام را بهبود بخشد.

تحول دیجیتال، محدودیت‌های مالی و نقدشوندگی سهام

بر اساس تئوری حاکمیت شرکتی، عدم تقارن اطلاعات در داخل و خارج از شرکت منجر به هزینه‌های بالای انتخاب‌های نامطلوب می‌شود و عملکرد بازار سهام را مهار می‌کند. با این حال، با گسترش کانال‌های تامین مالی و بهینه‌سازی ساختار سرمایه، شرکت‌ها می‌توانند شفافیت اطلاعات و شناخت بازار را افزایش داده و محدودیت‌های مالی را که منجر به بهبود نقدشوندگی سهام می‌شوند، کاهش دهند (کاپورو و همکاران، ۲۰۲۳). تحول دیجیتال شرکت‌ها، شفافیت اطلاعات شرکت، کارایی عملیاتی و کیفیت کنترل ریسک را بهبود می‌بخشد. هزینه‌های اطلاعاتی و تصمیم‌گیری و ریسک ارزیابی سهامداران را کاهش می‌دهد، دریافت حمایت مالی از سهامداران و اعتباردهندگان خارجی را آسان‌تر می‌کند و محدودیت‌های مالی را کاهش می‌دهد. تحول دیجیتال سازمانی می‌تواند به کل زنجیره تامین کمک کند و خلق ارزش را بر اساس تقاضا تنظیم کند، همکاری زنجیره تامین را تقویت کند، حمایت اعتباری تجاری از تامین کنندگان و مشتریان را افزایش دهد و محدودیت‌های مالی را کاهش دهد (لیو و وانگ^۳، ۲۰۲۳). رفتار نوآورانه تحول دیجیتال سازمانی به دستیابی به یارانه‌های مالی مستقیم یا غیرمستقیم از سوی دولت کمک می‌کند. اثر تاییدیه یارانه‌های دولتی به انتقال سیگنال‌های مثبت، به دست آوردن حمایت مالی اجتماعی بیشتر و کاهش محدودیت‌های مالی شرکت‌ها کمک می‌کند (فنگ و همکاران^۴، ۲۰۲۲). تحول دیجیتال شرکت‌ها، اطلاعات را باکیفیت بیشتری به بازار منتقل می‌کند، شفافیت اطلاعات و کیفیت افشای اطلاعات شرکت‌ها را بهبود می‌بخشد، عدم تقارن اطلاعاتی بین شرکت‌ها و اعتباردهندگان و سرمایه‌گذاران بالقوه را کاهش می‌دهد، هزینه‌های مالی و موانع را کاهش می‌دهد و تامین مالی را تسهیل می‌کند (گو و همکاران^۵، ۲۰۲۴). در عین حال، اینکه تحول دیجیتال شرکت جهت ایجاد سیستم مدیریت دیجیتال تا حد زیادی توانایی پردازش اطلاعات داخلی شرکت و شفافیت اطلاعات را بهبود می‌بخشد، عدم تقارن اطلاعات داخلی شرکت را کاهش می‌دهد، پشتیبانی اطلاعاتی برای تصمیم‌گیری را مدیریت می‌کند، توانایی تصمیم‌گیری مالی شرکت و کارایی عملیات مالی را افزایش می‌دهد، در شرکت‌هایی صدق می‌کند که تحت منابع مالی محدود برای به حداکثر رساندن استفاده از منابع، به دنبال کاهش محدودیت‌های تامین مالی هستند (گو و همکاران، ۲۰۲۴). بنابراین، تحول دیجیتال زمینه‌ای را برای شرکت‌ها فراهم می‌کند که محدودیت‌های مالی را کاهش دهند. کاهش مستمر محدودیت‌های مالی شرکت، کارایی اطلاعات قیمت سهام و کارایی سرمایه‌گذاری را افزایش می‌دهد، گستره بازار و دارایی نامشهود شرکت را افزایش می‌دهد و اسپرد پیشنهادات و هزینه‌های انتخاب نامطلوب را کاهش می‌دهد، در نتیجه نقدشوندگی سهام را بهبود می‌بخشد. بنابراین، فرضیه زیر مطرح می‌شود:

فرضیه دو: تحول دیجیتال می‌تواند نقدشوندگی سهام را به کمک کاهش محدودیت‌های مالی بهبود بخشد.

تحول دیجیتال، کنترل داخلی و نقدشوندگی سهام

بر اساس تئوری نمایندگی، تضاد نمایندگی بین سهامداران شرکت می‌تواند منجر به انتخاب‌های نامطلوب و کژمنشی مدیریت شود، هزینه‌های حاکمیت شرکتی و ریسک‌های تجاری را افزایش دهد و نقدشوندگی سهام را محدود کند (مارتینز-فررو و

¹. Camiso'n & Gonzal'es

². Wu et al.

³. Liu & Wang

⁴. Feng et al

⁵. Guo et al

همکاران^۱، ۲۰۱۶). حاکمیت شرکتی مناسب و درست می‌تواند یک مکانیسم تصمیم‌گیری کنترل داخلی کارآمد و حالت نظارت داخلی و خارجی ایجاد کند. علاوه بر این، می‌تواند رفتار کوتاه مدت مدیریت را محدود کند، از حقوق و منافع سهامداران محافظت کند، کارایی ارتباطات داخلی و خارجی را افزایش دهد، بازده سهام و ارزش شرکت را افزایش دهد، نوسانات قیمت سهام را کاهش و نقدشوندگی سهام را تضمین کند (چن و همکاران^۲، ۲۰۱۳). تحول دیجیتال سازمانی می‌تواند به طور موثری کیفیت کنترل داخلی و مکانیسم کنترل و تعادل مدیریت را بهبود بخشد، چارچوب حاکمیت داخلی را از طریق فناوری دیجیتال بهینه کند، تصمیمات حاکمیتی و تغییرات رفتاری و همچنین سطح حاکمیت شرکتی را ارتقا دهد (سما و همکاران^۳، ۲۰۲۲). این امر از طریق راه‌های زیر امکان پذیر است. یک، فناوری‌های دیجیتالی نوظهور اطلاعات دقیق حاکمیتی را به شرکت‌ها ارائه می‌کند، قابلیت‌های هشدار اولیه، ارزیابی و دفع ریسک را تقویت می‌کند، تخصیص عوامل را بهینه می‌کند، کیفیت و کارایی تولید و عملیات را بهبود می‌بخشد، کیفیت سودآوری و ظرفیت رشد را افزایش می‌دهد، هزینه‌های نمایندگی را کاهش می‌دهد، مرزهای حاکمیت سنتی را در هم می‌شکند، همکاری چند بخشی را ایجاد و بهبود کنترل داخلی را تقویت می‌کند (لی و همکاران، ۲۰۲۳). دو، تحول دیجیتال مشارکت سهامداران خارجی را در حکمرانی ترغیب می‌کند، نظارت، کنترل و تعادل داخلی و خارجی را تقویت می‌کند، به ادغام و استخراج داده‌های مختلف حاکمیتی کمک می‌کند، محیط حاکمیت شبکه را ایجاد می‌کند، و تصمیم‌گیری علمی حکمرانی و عملکرد مؤثر حاکمیت شرکتی را تقویت می‌کند (ژانگ و ژائو^۴، ۲۰۲۳). سه، سیستم مدیریت دیجیتال ساخته شده توسط شرکت، تبادل و به اشتراک گذاری اطلاعات را در سازمان ارتقا می‌دهد، عدم تقارن اطلاعات را در سازمان کاهش می‌دهد، ارتباطات داخلی اطلاعات را از طریق بهبود شفافیت اطلاعات داخلی شرکت تقویت می‌کند و محیط کنترل داخلی شرکت را بهبود می‌بخشد (برینجولفسون و مک‌الهران^۵، ۲۰۱۶). در عین حال، تحول دیجیتالی شرکت‌ها یک چارچوب سازمانی مسطح شبکه‌ای را به ارمغان می‌آورد که منجر به بهبود شفافیت اطلاعات و کیفیت افشای اطلاعات سازمانی، توجه و درک مدیریت از ریسک تصمیم‌گیری، کاهش اثر گله‌ای تصمیم‌گیری و بهبود کیفیت کنترل داخلی می‌شود (چن و همکاران، ۲۰۲۴). بنابراین، تحول دیجیتال کیفیت کنترل داخلی شرکت‌ها را بهبود می‌بخشد، هماهنگی نظارتی داخلی و خارجی ایجاد می‌کند، بر "شکاف دیجیتالی" غلبه می‌کند، یک سیستم کنترل داخلی بازده‌مند را تشکیل می‌دهد، تطابق اطلاعات داخلی و خارجی را تنظیم می‌کند، تضادهای نمایندگی را کاهش می‌دهد، سیگنال‌های خوب بازار را منتقل می‌کند، فعالیت بازار سهام را تحریک می‌کند و در نتیجه نقدشوندگی سهام را افزایش می‌دهد. درنهایت، فرضیه زیر مطرح می‌شود:

فرضیه سه: تحول دیجیتال می‌تواند نقدشوندگی سهام را به کمک اصلاح کیفیت کنترل داخلی بهبود بخشد.

تحول دیجیتال، افشای اطلاعات و نقدشوندگی سهام

تئوری انتقال اطلاعات چنین ابراز دارد که اطلاعات، بازار سرمایه را هدایت می‌کند و عملکرد پایدار بازار به افشای موثر اطلاعات بستگی دارد. با توجه به هزینه انتخاب‌های نامطلوب، سرمایه‌گذاران اغلب به دنبال قیمت‌های معاملاتی بهتر برای جبران زیان‌های معاملاتی ناشی از ضعف اطلاعات هستند و هزینه‌های معاملاتی ناشی از افشای اطلاعات بر نقدشوندگی سهام تأثیر می‌گذارد (لیو و همکاران^۶، ۲۰۲۴). افشای اطلاعات غنی می‌تواند به طور موثر ارزش ذاتی شرکت‌ها را منعکس کند، همبستگی بین اطلاعات حسابداری و درآمد اقتصادی را تقویت کند، ریسک‌های ارزش‌گذاری سرمایه‌گذاران و هزینه‌های پردازش اطلاعات را کاهش دهد و از قضاوت نادرست ارزش سرمایه‌گذاران اجتناب کند (لیو و ژانگ^۷، ۲۰۱۷). بنابراین، افشای اطلاعات بیشتر می‌تواند به طور موثری عدم تقارن اطلاعاتی میان سهامداران را کاهش دهد، توجه بازار به سرمایه‌گذاران و اعتماد تجاری را افزایش می‌دهد، مشارکت بیشتر سرمایه‌گذاران را جلب می‌کند و در نتیجه نقدشوندگی سهام را بهبود بخشد (لی و همکاران،

¹. Martí nez-Ferrero et al

². Chan et al

³. Sama et al

⁴. Zhang & Zhao

⁵. Brynjolfsson & McElheran

⁶. Liu et al

⁷. Liu & Zhang

۲۰۲۳). در شرکت‌هایی با افشای اطلاعات ضعیف، سرمایه‌گذاران فاقد مبنایی برای قضاوت ارزش هستند و نمی‌توانند ارزش شرکت را به شکلی موثر ارزیابی کنند، احتمال تضاد نمایندگی، معاملات داخلی و سایر مشکلات افزایش و تمایل سرمایه‌گذاران به حفظ سهام کاهش می‌یابد که این امر منجر به کاهش نقدشوندگی سهام می‌شود (هوانگ و همکاران، ۲۰۲۲). تحول دیجیتال سازمانی، کانال جستجوی اطلاعات را از طریق فناوری دیجیتال گسترش می‌دهد، دامنه و کیفیت افشای اطلاعات سازمانی را افزایش می‌دهد، و مشکل سوگیری اطلاعات ذینفعان و انتخاب نامطلوب را کاهش می‌دهد. از یک سو، فناوری دیجیتال، اطلاعات چند بعدی غیر استاندارد و بدون ساختار در مدیریت تولید شرکت را به اطلاعات استاندارد تبدیل می‌کند، افشای اطلاعات غیرمالی مانند مدل کسب و کار، ساختار حاکمیت و مدیریت ریسک را بهبود می‌بخشد، عرض و عمق افشای اطلاعات و شفافیت آن را افزایش می‌دهد (وارن و همکاران^۱، ۲۰۱۵). از سوی دیگر، فناوری دیجیتال توانایی پردازش اطلاعات سازمانی را افزایش می‌دهد، به موقع بودن و صحت افشای اطلاعات را تضمین می‌کند و خوانایی و ارزش اقتصادی آن را بهبود می‌بخشد. علاوه بر این، افشای اطلاعات ویژگی‌های شرکت و اطلاعات ترجیحات سرمایه‌گذار را افزایش می‌دهد، احتمال پنهان‌کاری شرکت و افشای انتخابی اطلاعات را کاهش می‌دهد و کیفیت کلی افشای اطلاعات شرکت را افزایش می‌دهد (وی و سان^۲، ۲۰۲۱). بنابراین، شرکت‌ها افشای اطلاعات را از طریق تحول دیجیتال بهبود می‌بخشند، عدم تقارن اطلاعات داخلی و خارجی را کاهش می‌دهند، کارایی ارتباط اطلاعاتی سرمایه‌گذاران و توانایی قضاوت ارزش را توسعه می‌دهند، توجه سرمایه‌گذاران و تمایل به معامله را تقویت می‌کنند و در نتیجه نقدشوندگی سهام را افزایش می‌دهند. در نهایت، فرضیه زیر مطرح می‌شود:

فرضیه چهار: تحول دیجیتال می‌تواند نقدشوندگی سهام را به کمک افزایش سطح افشای اطلاعات بهبود بخشد.

پیشینه پژوهش

در ادامه به بررسی تعدادی از پژوهش‌های داخلی و بین‌المللی مرتبط با موضوع مقاله حاضر می‌پردازیم:

زندی (۱۴۰۴)، به بررسی تاثیر افزایش سطح حباب قیمت سهام شرکت‌ها بر ارتباط بین تحول دیجیتال شرکتی و ریسک سقوط قیمت سهام پرداخت. با استفاده از محدودیت‌های در نظر گرفته شده، تعداد ۱۴۱ شرکت در بازه زمانی ۱۳۹۶-۱۴۰۲ به‌عنوان نمونه پژوهش انتخاب گردید. پس از بررسی‌های انجام شده مشخص گردید که میان تحول دیجیتال شرکتی و ریسک سقوط قیمت سهام رابطه منفی و معنی‌دار در سطح خطای ۰/۰۵ وجود دارد. این نتیجه نشان می‌دهد که تحول دیجیتال شرکتی، ریسک سقوط قیمت سهام را کاهش می‌دهد. همچنین، تاثیر تحول دیجیتال شرکتی در کاهش ریسک سقوط قیمت سهام با افزایش سطح حباب قیمت سهام تضعیف می‌شود.

رهنمای رودپشتی و زندی (۱۴۰۳)، به بررسی چگونگی اثرگذاری تحول دیجیتال بر سرعت تعدیلات ساختار سرمایه پویا پرداختند. با استفاده از محدودیت‌های در نظر گرفته شده، تعداد ۱۵۲ شرکت در بازه زمانی ۱۳۹۷-۱۴۰۱ به‌عنوان نمونه پژوهش انتخاب گردید. جهت آزمون فرضیه‌های پژوهش از رگرسیون خطی چند متغیره مبتنی بر داده‌های تابلویی بهره گرفته شده است. نتایج نشان می‌دهد که تحول دیجیتال، تعدیل ساختار سرمایه را سرعت می‌بخشد. همچنین، کاهش عدم تقارن اطلاعات، کاهش هزینه‌های نمایندگی و کاهش محدودیت‌های مالی مکانیسم‌هایی هستند که از طریق آن‌ها تحول دیجیتال، تعدیل ساختار سرمایه را سرعت می‌بخشد. در مجموع، یافته‌های این پژوهش نقش تحول دیجیتال را در سرعت تعدیل پویای اهرم مالی شرکت‌ها روشن‌تر می‌سازد. از طرفی تحول دیجیتال در بهبود محیط اطلاعاتی شرکت، کاهش مشکلات نمایندگی و کاهش محدودیت‌های تأمین مالی نقش دارد.

روحانی و کشاورز (۱۴۰۳)، به بررسی تاثیر تحول دیجیتال بر عملکرد نوآوری با نقش میانجی عوامل نوآوری پرداختند. یافته‌های تحقیق نشان می‌دهد که تحول دیجیتال بر عملکرد نوآوری، آگاهی از نوآوری و سرمایه‌گذاری در تحقیق و توسعه تاثیر دارد. آگاهی از نوآوری و سرمایه‌گذاری در تحقیق و توسعه بر عملکرد نوآوری‌ها تاثیر دارد. آگاهی از نوآوری و سرمایه‌گذاری در تحقیق و توسعه رابطه بین تحول دیجیتال و عملکرد نوآوری را میانجی‌گری می‌کند.

¹. Warren et al

². Wei & Sun

یالپانیان و همکاران (۱۴۰۳)، به تحلیل تأثیر فناوری‌های تحول دیجیتال بر بهبود عملکرد کسب و کار با استفاده از روش‌های تحلیل پیشرفته متن پرداختند. توسعه روزافزون فناوری‌های دیجیتال تغییرات چشمگیری در عملکرد کسب و کارها ایجاد کرده است. افزایش تعداد مقالات منتشر شده در این موضوع نیز بیانگر توجه ویژه محققان در حوزه سیستم‌های اطلاعاتی، مدیریت کسب و کار و نوآوری می‌باشد. در حالی که تغییرات دیجیتالی صورت گرفته به عنوان یک ضرورت اجتناب ناپذیر در عصر دیجیتال محسوب می‌شود، تحقیقات پیشین به حوزه خاصی محدود شده‌اند. هدف این تحقیق شناسایی مضامین کلیدی و موضوعات کلان از طریق مرور سیستماتیک ۲۰۱ مقاله در طی سال ۲۰۱۸ تا ۲۰۲۳ از دو پایگاه اطلاعاتی با سطح کیفی بالا (اسکوپوس و وب آو ساینس) است. ابتدا با استفاده از تحلیل مضمون به شناسایی مضامین اصلی و بررسی روابط آن‌ها با یکدیگر از منظر توسعه فناوری‌های دیجیتال پرداخته می‌شود. در گام بعد با استفاده مدل‌سازی موضوعی (تخصیص پنهان دیریکله) به بررسی حوزه‌های کلان تأثیر گذاری این فناوری‌ها پرداخته و با استفاده از رویکرد علم سنجی روندهای تحقیقاتی آتی این موضوع شناسایی می‌گردد. یافته بدست آمده نشان دهنده تأثیر توسعه فناوری‌های دیجیتال بر تصمیم‌گیری داده محور، دیجیتالی‌سازی فرآیندها، تعاملات دیجیتالی و یادگیری اشتراکی است که منجر به تحقق تحول دیجیتال در سطوح عملیاتی و استراتژیک کسب و کار می‌گردد.

محمدی پور و آرتا (۱۴۰۳)، در پژوهشی با عنوان تأثیر کیفیت حاکمیت شرکتی بر ریسک عدم پرداخت با در نظر گرفتن نقش فرصت‌های رشد و نقدشوندگی سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بیان نمودند که کیفیت حاکمیت شرکتی با ریسک عدم پرداخت رابطه منفی و معنی‌داری دارد همچنین کیفیت حاکمیت شرکتی از طریق فرصت‌های رشد بر ریسک عدم پرداخت تأثیر منفی و معناداری دارد و در نهایت کیفیت حاکمیت شرکتی از طریق نقدشوندگی سهام بر ریسک عدم پرداخت تأثیر معناداری دارد.

رضایانه (۱۴۰۲)، در پژوهشی با عنوان تأثیر حاکمیت شرکتی و نقدشوندگی سهام بر اهرم مالی شرکت‌ها بیان نمودند که حاکمیت شرکتی بر اهرم مالی تأثیر مثبت و معنادار و نقدشوندگی سهام بر اهرم مالی تأثیر منفی و معناداری دارد. همچنین نتایج نشان داد، تأثیر حاکمیت شرکتی بر اهرم مالی در شرکت‌های با نقدشوندگی سهام بیشتر نسبت به شرکت‌های با نقدشوندگی سهام کمتر، ضعیف‌تر است.

لیو و همکاران^۱ (۲۰۲۵)، در مقاله‌ای تحول دیجیتال، کیفیت حسابرسی و کنترل داخلی را بررسی کردند. این تحقیق بر روی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اسپانیا بین سال‌های ۲۰۱۲ تا ۲۰۲۲ انجام شده است. برای بررسی فرضیات از رگرسیون پانلی استفاده شده است. نتایج تحقیق نشان می‌دهد که بین کیفیت حسابرسی و کنترل داخلی رابطه معناداری وجود دارد. همچنین نتایج نشان می‌دهد که تحول دیجیتال رابطه بین کیفیت حسابرسی را به طور قابل توجهی تحت تأثیر قرار می‌دهد.

جیانگ و همکاران^۲ (۲۰۲۵)، پژوهشی با عنوان تأثیر تحول دیجیتال بر کارایی تخصیص منابع شرکتی: سازوکارهای داخلی و محیط خارجی انجام دادند. یافته‌ها نشان می‌دهد که تحول دیجیتال به طور قلیل توجهی کارایی تخصیص منابع را افزایش می‌دهد، اگرچه تأثیر آن متفاوت است. شرکت‌های بالغ، شرکت‌هایی که رقابت‌پذیری بالاتری در صنعت دارند و شرکت‌های شرق چین سود بیشتری می‌برند. آزمون‌های مکانیسم نشان می‌دهد که تحول دیجیتال از طریق نوآوری فناوری، بهینه‌سازی فرآیند و تقویت کنترل داخلی، کارایی تخصیص منابع را بهبود می‌بخشد. علاوه بر این، عوامل خارجی مانند عدم قطعیت خرد-محیطی و کلان-محیطی این تأثیر را تقویت می‌کنند. این مطالعه شواهدی در سطح خرد در مورد تأثیر تحول دیجیتال بر کارایی تخصیص منابع ارائه می‌دهد و بینش‌های نظری را برای دولت‌ها و کسب‌وکارها ارائه می‌دهد تا منابع را در عصر دیجیتال به طور مؤثرتری تخصیص دهند.

¹. Liu et al

². Jiang et al

لیو و دانگ^۱ (۲۰۲۵)، در مقاله‌ای تحول دیجیتال و هزینه تامین مالی بدهی را بررسی کردند. این پژوهش بر روی شرکت‌های پذیرفته شده در چین بین سال‌های ۲۰۰۷ تا ۲۰۲۲ انجام شده است. یافته‌ها نشان می‌دهد که تحول دیجیتال شرکت‌ها به طور قابل توجهی هزینه تامین مالی بدهی را برای شرکت‌ها کاهش می‌دهد.

لیو و همکاران (۲۰۲۴)، تأثیر مکانیسم و پیامدهای اقتصادی تحول دیجیتال شرکت بر نقدینگی سهام را با در نظر گرفتن و بررسی نمونه ای از شرکت های چینی از سال ۲۰۱۲ تا ۲۰۲۱، مورد بررسی قرار دادند. نتایج تحقیق نشان می‌دهد که تحول دیجیتال شرکت‌ها می‌تواند نقدینگی سهام را به طور قابل توجهی بهبود بخشد. نتایج تحلیل ناهمگونی نیز نشان می‌دهد که تحول دیجیتالی سازمان‌ها، در کنار سطح بالای تکنولوژی مالی، بازارهای مالی توسعه یافته و هدایت سیاست‌های شرکت، تأثیر قابل توجهی بر بهبود نقدینگی سهام دارد. از طرفی آنالیز پیامدهای اقتصادی نشان می‌دهد که تحول دیجیتالی شرکت‌ها می‌تواند با بهبود نقدینگی سهام، خطر سقوط قیمت سهام را کاهش داده و دقت پیش‌بینی تحلیلگران را افزایش دهد.

یونیس و همکاران^۲ (۲۰۲۴)، تحقیقی با عنوان تأثیر تحول دیجیتال و کیفیت حسابرسی بر ریسک پذیری مالی انجام دادند. مطالعه همچنین نشان می‌دهد که اگرچه تحول دیجیتال و کیفیت بالای حسابرسی برای تقویت کارایی حیاتی هستند، اما ریسک‌پذیری بیش از حد، این رابطه را به طور منفی تحت تأثیر قرار می‌دهد. تأثیر تحول دیجیتال و کیفیت حسابرسی بر کارایی نوآوری همچنین تحت تأثیر عواملی مانند اندازه شرکت، چرخه کسب و کار و رشد شرکت قرار دارد. این یافته‌ها دارای پیامدهای مهمی برای سرمایه‌گذاران و سیاست‌گذاران هستند و بر اهمیت حکمرانی یکپارچه و راهبردهای دیجیتال در بهینه‌سازی نتایج نوآوری تأکید می‌کنند.

چنگ و همکاران^۳ (۲۰۲۴)، تحقیقی با عنوان مراحل تحول دیجیتال سازمانی و تأثیر آن بر کنترل داخلی: شواهدی از چین انجام دادند. این مقاله با استفاده از داده‌های شرکت‌های بورسی چینی برای سال‌های ۲۰۰۸ تا ۲۰۲۰، دریافته است که تحول دیجیتال می‌تواند کیفیت کنترل داخلی را به طور قابل توجهی بهبود بخشد. به طور خاص، در مرحله توسعه تحول دیجیتال شرکت‌ها، تأثیر مثبت تحول دیجیتال بر کنترل داخلی آشکار می‌شود. در مرحله بلوغ، تحول دیجیتال می‌تواند پنج مؤلفه کنترل داخلی را بهبود بخشد. تحلیل ناهمگونی نشان می‌دهد که وقتی شرکت دولتی، دارای فناوری پیشرفته، واقع در مرکز و غرب و در استان‌هایی با بازارگرایی پایین باشد، تأثیر تحول دیجیتال بر کنترل داخلی قوی‌تر است. تحلیل گسترده‌تر نشان می‌دهد که تحول دیجیتال شرکت‌ها می‌تواند به بهبود عملکرد مالی و بهره‌وری کل عوامل تولید کمک بیشتری کند. یافته‌ها برای شرکت‌ها ارزش قابل توجهی دارد تا فناوری‌های دیجیتال را به طور عمیق برای ارتقای تحول دیجیتال و دستیابی به کنترل داخلی با کیفیت بالا به کار گیرند. این مطالعه به ادبیات مربوط به فرآیند تحول دیجیتال و کنترل داخلی از منظر چین کمک می‌کند. این مطالعه همچنین برخی از فرصت‌های تحقیقاتی آینده، مانند سایر تأثیرات تحول دیجیتال و پیامدهای اقتصادی آن برای سایر اقتصادها و توسعه ابزارها و روش‌های جدید برای اندازه‌گیری مراحل تحول دیجیتال را پیشنهاد می‌کند.

روش‌شناسی پژوهش

جامعه آماری در این پژوهش شامل کلیه شرکت‌هایی می‌باشند که در بازه زمانی ۱۳۹۶-۱۴۰۲ در بورس اوراق بهادار تهران حضور داشته‌اند. نمونه آماری این تحقیق آن دسته از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار هستند که از طریق غربالگری و با توجه به محدودیت‌های زیر انتخاب می‌شوند:

۱. نمونه تغییر سال مالی نداشته باشد به عبارتی پایان سال مالی آنها ۲۹ اسفند ماه باشد. اگر شرکت‌ها تغییر سال مالی داشته باشند داده‌ها در بازه زمانی مشخصی برای انجام تحقیق قرار نمی‌گیرند.

۲. قبل از سال ۱۳۹۶ در بورس پذیرفته شده و تا پایان دوره پژوهش در بورس فعال باشند. اگر در دوره زمانی در بورس نباشد نمی‌توانیم از اطلاعات آنها جهت انجام تحلیل داده‌ها استفاده کنیم.

¹. Liu & Dang

². Yunis et al

³. Cheng et al

تأثیر تحول دیجیتال شرکتی بر نقدشوندگی سهام شرکت‌ها: نقش...

۳. اطلاعات مورد نیاز شرکت‌ها برای مطالعات و محاسبات تحقیق، در طول دوره در دسترس باشد.

۴. شرکت‌های واسطه‌گری مالی (سرمایه‌گذاری، هلدینگ، لیزینگ و بانک‌ها) از نمونه آماری حذف گردیدند. به دلیل تفاوت فعالیت‌ها و صورتهای مالی حذف می‌گردند.

از میان جامعه آماری تنها ۱۴۱ شرکت در ۷ سال تمام معیارهای مذکور را احراز کرده‌اند و لذا از آنها به عنوان نمونه در پژوهش حاضر استفاده شده است.

مدل آزمون فرضیه اول پژوهش

مدل رگرسیون پژوهش حاضر به شرح زیر می‌باشد:

$$Liquidity_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 DIG_{i,t} + \alpha_2 Q - TOBIN_{i,t} + \alpha_3 ROA_{i,t} + \alpha_4 Lev_{i,t} + \alpha_5 Size_{i,t} + \alpha_6 Cur_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

متغیرهای پژوهش و نحوه اندازه‌گیری آنها

متغیر مستقل: تحول دیجیتال شرکتی (DIG)

متغیر مستقل این پژوهش، تحول دیجیتال شرکتی است. به پیروی از لینگ و ژائو^۱ (۲۰۲۴)، زندگی (۱۴۰۴)، رهنمای رودپشتی و زندگی (۱۴۰۳)، با استفاده از یک روش مبتنی بر متن‌کاوی (به صورت ماشینی)، میزان تحول دیجیتال شرکتی ارزیابی می‌شود. مطابق با این روش، ابتدا یک بانک کلماتی از واژه‌ها و اصطلاحات مرتبط با تحول دیجیتال مطابق نگاره (۱) تهیه می‌شود. واژه‌ها و اصطلاحات رایج مرتبط با تحول دیجیتال عبارتند از تجارت الکترونیک، هوش مصنوعی، فناوری مالی (فین‌تک)، اینترنت اشیا، محاسبات ابری، فراداده، ابرداده، داده‌های بزرگ و امثالهم. سپس، تعداد کل واژه‌ها و اصطلاحات مرتبط با تحول دیجیتال که در گزارش تفسیری مدیریت ظاهر شده‌اند، مشخص می‌شود. در نهایت، با تقسیم تعداد کل واژه‌ها و اصطلاحات مد نظر بر تعداد کل جملات گزارش تفسیری مدیریت، یک شاخص ارزیابی برای تحول دیجیتال شرکتی ساخته می‌شود؛ هرچه مقدار این شاخص بیشتر باشد نشان می‌دهد که میزان تحول دیجیتال شرکتی بیشتر است. یا می‌توان بیان نمود که هرچه مقدار نسبت تحول دیجیتال بالاتر باشد، نشان‌دهنده تمرکز و استفاده بیشتر مدیریت بر فناوری‌های دیجیتال است؛ بنابراین این شاخص نماینده‌ی مناسبی برای سطح تحول دیجیتال در شرکت محسوب می‌شود.

نگاره ۱. فهرست واژه‌های کلیدی تحول دیجیتال

مقوله‌ها	واژه‌های کلیدی مربوط به تحول دیجیتال
هوش مصنوعی (AI)	هوش مصنوعی، هوش تجاری، درک تصویر، سیستم دستیار تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری، تحلیل داده‌های هوشمند، ربات‌های هوشمند، یادگیری ماشینی، یادگیری عمیق، جستجوی معنایی، فناوری شناسایی زیستی، تشخیص چهره، تشخیص صدا، تأیید هویت، رانندگی خودران، پردازش زبان طبیعی.
بلاکچین (BD)	بلاکچین، ارز دیجیتال، رایانش توزیع شده، فناوری حفظ حریم خصوصی
رایانش ابری (CC)	رایانش ابری، محاسبات جریانی، رایانش نمودار، محاسبات درون حافظه، محاسبات چندجانبه‌ی امن، رایانش مغز مانند، رایانش سبز، رایانش شناختی، معماری ترکیبی، اینترنت اشیا، سیستم فیزیکی اطلاعات.
کلان داده (DT)	کلان داده، داده کاوی، متن کاوی، تجسم داده، داده‌های نا همگن، گزارش اعتبار، واقعیت افزوده، واقعیت ترکیبی، واقعیت مجازی.
برنامه‌های فناوری دیجیتال (ATD)	اینترنت موبایل، اینترنت صنعتی، اینترنت پزشکی، تجارت الکترونیک، پرداخت موبایلی، پرداخت شخص ثالث، پرداخت NFC، انرژی هوشمند، اتحاد شبکه، پوشیدنی هوشمند، کشاورزی هوشمند، حمل و نقل هوشمند، پزشکی هوشمند، خدمات مشتری هوشمند، خانه‌ی هوشمند، مشاور ربات، گردشگری فرهنگی هوشمند، حفاظت از محیط زیست هوشمند، شبکه هوشمند، بازاریابی هوشمند، بازاریابی دیجیتال، خرده فروشی بدون دخالت انسان، مالی اینترنتی، مالی دیجیتال، فین تک، مالی کمی، بانک باز.

¹. Liang & Zhao

متغیر وابسته: نقدشوندگی سهام (Liquidity)

نقدشوندگی سهام توانایی بازار برای معامله دارایی‌ها با قیمت مناسب است که منعکس کننده کیفیت عملکرد بازار سرمایه است. تحقیقات موجود در مورد نقدشوندگی در درجه اول شاخص‌های نقدشوندگی را از منظر قیمت، حجم معاملات و ترکیب قیمت و حجم مشخص می‌کنند. به گفته لیو و همکاران (۲۰۲۴)، اندازه گیری ترکیبی عدم نقدشوندگی قیمت-حجم، تأثیر حجم و قیمت معاملات سهام را در نظر می‌گیرد، و به طور دقیق رابطه بین حجم معاملات و قیمت معاملات را منعکس می‌کند. این اقدام در ارزیابی نقدشوندگی سهام، عینی و دقیق تلقی می‌شود. بنابراین، معیار عدم نقدشوندگی در این تحقیق برای سنجش نقدشوندگی سهام انتخاب شده است. در این پژوهش از فرمول (۱) آمیهود و مندلسون^۱ در مورد نقدشوندگی برای محاسبه شاخص عدم نقدشوندگی سهام (ILLIQ) استفاده می‌گردد.

$$ILLIQ_{i,t} = \frac{1}{D_{i,t}} \sum_{d=1}^{D_{i,t}} \sqrt{\frac{|r_{i,t,d}|}{V_{i,t,d}}} \quad (1)$$

در این رابطه، معیار R و V به ترتیب بازده و حجم در روز d از ماه t و $D_{i,t}$ تعداد روزهای قابل ارزیابی است. شاخص عدم نقدشوندگی (ILLIQ) منعکس کننده تأثیر مقدار هر واحد معامله بر قیمت سهام است. هر چه این ارزش بزرگتر باشد، نقدینگی سهام کمتر است. این مطالعه تأخیر زمانی و اثربخشی تأثیر تحول دیجیتال شرکتی را بر بازار سرمایه در نظر می‌گیرد و افزایش یک دوره‌ای در عدم نقدشوندگی را پیشنهاد می‌کند. برای ساده‌سازی تحقیقات تجربی بعدی، نقدشوندگی در این مورد به عنوان متقابل ILLIQ محاسبه می‌شود. همانطور که در فرمول (۲) نشان داده شده است، این رابطه نشان می‌دهد که مقدار بالاتر شاخص عدم نقدشوندگی با سطح بالاتری از نقدشوندگی سهام مطابقت دارد.

$$Liquidity_{i,t} = -ILLIQ_{i,t+1} \quad (3)$$

متغیرهای کنترلی

به منظور بهبود ماهیت علمی این مطالعه، با توجه به مطالعات لیو و همکاران (۲۰۲۳) و وو و همکاران (۲۰۲۲)، این مطالعه بر متغیرهای بازار خارجی و عملیات داخلی حاکم است که به طور بالقوه می‌تواند بر نقدشوندگی سهام در مدل تأثیر بگذارد.

کیوتوبین (Q-TOBIN):

مقدار این متغیر از نسبت ارزش دفتری دارایی‌ها / (ارزش بازار سهام + ارزش دفتری بدهی‌ها) به دست می‌آید.

نقدینگی دارایی (Cur):

نسبت دارایی‌های جاری به بدهی‌های جاری.

بازده دارایی‌ها (ROA):

جهت سنجش این متغیر، سود خالص بر متوسط جمع دارایی‌ها تقسیم می‌شود. متوسط جمع دارایی‌ها از تقسیم کردن مجموع دارایی‌ها در ابتدا و پایان سال بر عدد دو محاسبه می‌شود.

اهرم مالی (Lev):

مقدار این متغیر از نسبت جمع بدهی‌ها در پایان سال بر جمع دارایی‌ها در پایان سال به دست می‌آید.

اندازه شرکت (Size):

برای عملیاتی نمودن مفهوم اندازه شرکت از لگاریتم طبیعی جمع دارایی‌ها در پایان سال استفاده می‌شود.

تجزیه و تحلیل مکانیزم

این مطالعه محدودیت‌های تامین مالی، کنترل داخلی و افشای اطلاعات را به عنوان مکانیزم‌های واسطه‌ای جهت آزمون انتخاب می‌کند. به منظور کشف مکانیزم عامل تأثیر تحول دیجیتال شرکت بر نقدشوندگی سهام، این مطالعه از تحقیقات بارون

¹. Amihud and Mendelson

تأثیر تحول دیجیتال شرکتی بر نقدشوندگی سهام شرکت‌ها: نقش...

و کنی^۱ (۱۹۸۶)، پرومین و همکاران^۲ (۲۰۱۴) استفاده می‌کند. این روش آزمون می‌تولند به طور مختصر و موثر مکانیسم متغیرهای واسطه را، نه تنها در کاهش موثر نرخ خطای تجربی، بلکه در بهبود کارایی تست تجربی توضیح دهد. رویکرد گام‌های علی برای بررسی روابط بین تحول دیجیتال شرکت، محدودیت‌های مالی، کنترل داخلی و افشای اطلاعات از یک سو و نقدشوندگی سهام از سوی دیگر استفاده می‌شود. با پیروی از مدل معیار (۱)، یک مدل اثر میانجی ساخته شد که بدین صورت به دست می‌آید:

$$Liquidity_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 DIG_{i,t} + \alpha_2 Controls_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (۴)$$

$$M_{i,t} = b_0 + b_1 DIG_{i,t} + b_2 Controls_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (۵)$$

$$Liquidity_{i,t} = c_0 + c_1 DIG_{i,t} + c_2 M_{i,t} + c_3 Controls_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (۶)$$

که در آن محدودیت مالی متغیر میانی (KZ)، کنترل داخلی (IC) و افشای اطلاعات (ID) است. سایر تعاریف متغیرهای کنترلی با مدل رگرسیون پایه سازگار است.

محدودیت‌های مالی:

در این پژوهش به پیروی از مطالعه کاپلان و زینگلز^۳ (۱۹۹۷)، برای هر کدام از شرکت‌های انتخابی از شاخص KZ استفاده گردید. شرکت‌هایی که شاخص KZ آنها کمتر از یک (قدر مطلق) بوده است و یا به طور کلی دارای مانده وجه نقد پایین، جریان وجه نقد پایین، تقسیم سود پایین و نسبت بدهی بالا بودن به عنوان شرکت‌های دارای محدودیت مالی در نظر گرفته می‌شوند و بالعکس. ما تاریخ اعلان افزایش سود سهام را شناسایی و سود سهام سه ماهه را برای تفکیک سهام و بازده بکار خواهیم گرفت. و برای اطمینان از ماهیت موارد افزایش سود سهام که در تحلیل ما وجود دارند تغییر درصد سود سهام سه ماهه باید حداقل ۳ درصد باشد.

$$KZ = a_0 LEV_{it} + a_1 \frac{DIV_{it}}{A_{it-1}} + a_2 \frac{CF_{it}}{A_{it-1}} + a_3 \frac{C_{it}}{A_{it-1}}$$

$$LEV_{it} = \frac{\text{ارزش دفتری بدهی ها}}{\text{ارزش دفتری دارایی ها}}$$

$$\frac{DIV_{it}}{A_{it-1}} = \frac{\text{میزان تقسیم سود در سال } t}{\text{ارزش کل دارایی ها در ابتدای سال}}$$

$$\frac{CF_{it}}{A_{it-1}} = \frac{\text{جریان وجوه نقد در سال } t}{\text{ارزش کل دارایی ها در ابتدای سال}}$$

$$\frac{C_{it}}{A_{it-1}} = \frac{\text{وجوه نقد در سال } t}{\text{ارزش کل دارایی ها در ابتدای سال}}$$

کیفیت کنترل داخلی (IC):

معیار نقاط ضعف کنترل داخلی شرکت، اظهارنظر حسابرس در مورد ارزیابی مدیریت از اثربخشی نقاط ضعف کنترل داخلی می‌باشد. براساس تحقیقات لیو و همکاران (۲۰۲۵) اظهارنظر حسابرس در مورد اثربخشی کنترل داخلی بطور گسترده استفاده شده است. در این پژوهش نیز برای اندازه‌گیری کیفیت کنترل داخلی از نقاط ضعف کنترل داخلی استفاده می‌شود، این متغیر یک متغیر مجازی است که از گزارش حسابرسان مستقل استخراج می‌شود. با توجه به آنکه تمامی نقاط ضعف با اهمیت کنترل‌های داخلی شرکت، بصورت بند شرط در گزارش حسابرسان مستقل در قسمت «سایر الزامات و موارد قانونی» افشا می‌گردد، لذا در صورت وجود حداقل یک بند شرط در گزارش حسابرسان مستقل، در خصوص عدم رعایت چارچوبهای کنترل داخلی، این متغیر مقدار صفر و در غیراینصورت مقدار یک را می‌پذیرد.

¹. Baron & Kenny

². Prommin et al

³. Kaplan & Zingales

سطح افشای اطلاعات (QCD):

سطح افشا با استفاده از روش وزنی اندازه‌گیری میشود. در این روش به اقلامی ارائه نشده در گزارشهای سالانه نمره صفر و به اقلام افشا شده در گزارشهای سالانه نمره ۱ داده میشود. شاخص سطح افشا بر اساس نسبت نمره واقعی بر نمره کل افشا در سه سطح اطلاعات استراتژیک، غیرمالی و مالی محاسبه می‌شود (قربانی و همکاران، ۱۳۹۶؛ ریاحی و مونیرا^۱، ۲۰۱۱).

یافته‌های پژوهش

نگاره ۲. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر کمی	میانگین	میانه	حداکثر	حداقل	انحراف معیار
تحول دیجیتال	۰/۰۱۶	۰/۰۰۸	۰/۰۹۵	۰/۰۰۰	۰/۰۲۰
نقدشوندگی سهام	۰/۷۸۵	۰/۲۴۳	۱/۸۶۹	-۰/۰۰۰۰۱	۱/۱۴۶
اندازه شرکت	۱۵/۲۷۴	۱۵/۰۰۱	۲۱/۵۷۱	۱۱/۶۵۲	۱/۶۵۰
اهرم مالی	۰/۵۲۴	۰/۵۲۳	۱/۵۰۵	۰/۰۳۱۴	۰/۲۰۸
کیوتوبین	۳/۳۴۲	۲/۲۹۸	۳۸/۳۳۳	۰/۶۸۲	۳/۴۳۴
بازده دارایی‌ها	۰/۱۶۷	۰/۱۴۰	۰/۶۷۳	-۰/۳۷۰	۰/۱۵۶
نقدینگی دارایی	۱/۸۲۲	۱/۴۵۸	۳/۶۱۹	۰/۰۴۰	۲/۰۰۶
محدودیت مالی	-۰/۷۹۷	-۰/۷۸۲	-۰/۱۳۵	-۱/۲۵۵	۰/۱۵۳
کیفیت کنترل داخلی	۰/۱۱۲	۱/۰۰۰	۱/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۵۰۰
سطح افشای اطلاعات	۰/۶۵۳	۰/۶۳۲	۰/۸۳۲	۰/۵۶۲	۰/۰۷۵

منبع: یافته‌های پژوهش

با توجه به آماره توصیفی، می‌توان شاخص‌های بالا را به شاخص‌های مرکزی و پراکندگی و سایر شاخص‌ها تقسیم نمود، که شاخص‌های مرکزی عبارت از شاخص میانگین و میانه، شاخص‌های پراکندگی عبارت از شاخص انحراف معیار. برای مثال مقدار میانگین متغیر تحول دیجیتال شرکتی ۰/۰۱۶، اندازه شرکت عدد ۱۵/۲۷۴ می‌باشد که نشان می‌دهد بیشتر داده‌ها حول این نقطه تمرکز یافته‌اند. میانه یکی دیگر از شاخص‌های مرکزی است که وضعیت جامعه را نشان می‌دهد. انحراف معیار یکی از مهمترین پارامترهای پراکندگی است و معیاری برای میزان پراکندگی مشاهدات از میانگین است؛ بیشترین مقدار این پارامتر برای متغیر کیوتوبین برابر با ۳/۴۳۴ می‌باشد.

تحلیل‌های رگرسیون چندمتغیره

همانطور که در نگاره ۳ مشاهده می‌شود، برای بررسی درستی مدل، از معیارهای ضریب تعیین (R²) و دوربین واتسون (D-W) و برای بررسی معنی‌داری مدل نیز از آماره F استفاده می‌شود. همان‌طور که در نگاره ۲ مشاهده می‌شود، مقدار ضریب تعیین در دو سطح، بدین معنی است که قدرت توضیح‌دهندگی و برازش مدل در سطح خوبی قرار دارد. آماره دوربین - واتسون در بازه ۱/۵ تا ۲/۵ نشان دهنده عدم وجود خود همبستگی از مرتبه اول می‌باشد، در نتیجه خودهمبستگی از مرتبه اول در جزء خطای مدل وجود ندارد. در نهایت مقدار احتمال آماره F برابر با ۰/۰۰ می‌باشد. نگاره ۳ نتایج تست رگرسیون معیار تحول دیجیتال و نقدشوندگی سهام را نشان می‌دهد. نتایج حاکی از آن است که ضریب تخمینی تحول دیجیتال شرکت به طور قابل توجهی در سطح اطمینان ۵٪ مثبت است، که نشان می‌دهد تحول دیجیتال سازمانی اثر افزایشی بر نقدشوندگی سهام دارد. نتایج حاکی از آن است که تحول دیجیتالی سازمان‌ها اثر افزایشی بر نقدشوندگی سهام در سطح معناداری ۵٪ دارد. این نتیجه نشان می‌دهد که شرکت‌ها می‌توانند پیوند بین شرکت و بازار را از طریق تحول دیجیتال تقویت کنند. این امر باعث بهبود عملکرد سازمان‌ها در بازار سرمایه ایران و در نتیجه افزایش نقدشوندگی سهام می‌شود. بنابراین، فرضیه یک این پژوهش تایید می‌شود.

¹. Riahi & Mounira

نگاره ۳. آزمون رگرسیون و معناداری مدل اول

نام متغیر	ضرایب برآوردی	آماره t	سطح معناداری
عرض از مبدا	-۹/۱۳۷	-۵/۱۲۴	۰/۰۰۰
تحول دیجیتال	۰/۷۵۰	۱/۹۴۲	۰/۰۵۲
اندازه شرکت	۱۰/۹۰۵	۴/۱۶۶	۰/۰۰۰
اهرم مالی	-۲/۵۰۵	-۱۲/۳۷۱	۰/۰۰۰
بازده دارایی‌ها	۱۵/۷۵۴	۶/۲۷۷	۰/۰۰۰
کیوتوبین	-۰/۱۹۷	-۵/۴۱۱	۰/۰۰۰
نقدینگی دارایی	۰/۰۶۵۸۶۴	۲/۰۰۹۱۵۲	۰/۰۴۴۹
دوربین - واتسون	ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل شده	آماره F
۱/۹۸	۰/۶۷۴	۰/۶۶۷	۱۳۲/۳۵۴
			***۰/۰۰۰

سطح خطای ۵ درصد ***منبع: یافته‌های پژوهش

آزمون اثرات مکانیسم

نتایج در نگاره ۴ و نگاره ۵ ارائه شده است. آزمون تجربی اولیه شامل اعتبارسنجی ارتباط بین تحول دیجیتال شرکت و نقدشوندگی سهام است که فرضیه یک ارائه شده در این پژوهش است. نتایج تأیید کرده است که تحول دیجیتال سازمانی می‌تواند نقدشوندگی سهام را به طور قابل توجهی افزایش دهد، بنابراین تکرار نخواهد شد.

مرحله دوم در آزمون تجربی اعتبارسنجی ارتباط بین تحول دیجیتال سازمانی و متغیرهای واسطه است. نتایج آزمون تجربی در ستون‌های (۱)، (۲) و (۳) نگاره ۴ ارائه شده است. ستون (۱) نگاره ۴ نشانگر نتیجه آزمون محدودیت‌های مالی است که نشان می‌دهد تحول دیجیتالی شرکت تأثیر قابل توجهی بر روی کاهش محدودیت‌های تأمین مالی دارد. ستون (۲) نگاره ۴ نتیجه آزمایش کنترل داخلی را نشان می‌دهد که نشان دهنده بهبود قابل توجه کیفیت کنترل داخلی در نتیجه تحول دیجیتالی شرکت‌ها است. ستون (۳) نگاره ۴ نتایج آزمون افشای اطلاعات را نشان می‌دهد که نشان دهنده بهبود قابل توجهی در سطح افشای اطلاعات به دنبال تحول دیجیتالی شرکت‌ها است.

مرحله سوم در آزمون تجربی اعتبارسنجی ارتباط بین تحول دیجیتال شرکت، متغیرهای واسطه و نقدشوندگی سهام است. نتایج آزمون تجربی در نگاره ۵ نشان داده شده است، که در آن، نتایج آزمون محدودیت‌های مالی در ستون (۱) نگاره ۵ نشان داده شده است. ضرایب DIG و FC هر دو در سطح اطمینان ۵٪ قابل توجه هستند، و نشانگر این هست محدودیت‌های مالی یک اثر واسطه‌ای دارد، و حاکی از این است، مکانیسمی که با آن تحول دیجیتال شرکت می‌تواند محدودیت‌های تأمین مالی را کاهش دهد و در نتیجه نقدینگی سهام را بهبود دهد، ایجاد شده است. بنابراین، فرضیه دو معتبر است. در مورد نتایج آزمون کنترل داخلی، ضرایب DIG و IC در ستون (۲) نگاره ۵ هر دو در سطح اطمینان ۵٪ معنی‌دار هستند. این مسئله نشانگر این است کنترل داخلی یک اثر میانجی ایفا می‌کند، و حاکی از این است، مکانیسمی که با آن تحول دیجیتال شرکت می‌تواند کیفیت کنترل داخلی را بهبود بخشد و در نتیجه نقدینگی سهام را افزایش دهد، ایجاد شده است. یعنی فرضیه سه معتبر است. در مورد نتایج آزمون افشای اطلاعات، ضرایب DIG و ID در ستون (۳) نگاره ۵ هر دو در سطح اطمینان ۵٪ معنی‌دار هستند. این نشان می‌دهد که افشای اطلاعات یک اثر واسطه‌ای دارد و مکانیسمی که با آن تحول دیجیتالی شرکت می‌تواند سطح افشای اطلاعات را بهبود بخشد و در نتیجه نقدشوندگی سهام را افزایش دهد، ایجاد شده است. بنابراین، فرضیه چهار معتبر است.

نگاره ۴. نتایج آزمون متغیرهای مکانیسم

نام متغیر	ضرایب برآوردی	آماره t	سطح معناداری	ضرایب برآوردی	آماره t	سطح معناداری	ضرایب برآوردی	آماره t	سطح معناداری
ثابت	-۰/۰۴۲	-۲/۶۱۹	۰/۰۰۹	۰/۲۹۹	۵/۴۷۸	۰/۰۰۰	متغیر وابسته: سطح افشای اطلاعات	۲/۳۴۹	۱۳/۶۴۱
تحول دیجیتال	-۰/۱۵۶	-۲/۲۵۴	۰/۰۲۴	۰/۱۴۰	۲/۶۸۸	۰/۰۰۷	متغیر وابسته: کیفیت کنترل داخلی	۶/۵۴۷	۲/۱۳۶
تحول دیجیتال							متغیر وابسته: نقدشوندگی سهام	۰/۰۳۳	۰/۰۰۰
اثر متغیرهای کنترلی	بله	بله	بله	بله	بله	بله	بله	بله	بله
دوربین واتسون	۲/۲۱	۱/۹۲	۲/۱۳						
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۷۷۳	۰/۶۷۱	۰/۷۹۲						

سطح خطای ۵ درصد ***منبع: یافته‌های پژوهش

نگاره ۵. نتایج آزمون متغیرهای مکانیسم

نام متغیر	ضرایب برآوردی	آماره t	سطح معناداری	ضرایب برآوردی	آماره t	سطح معناداری	ضرایب برآوردی	آماره t	سطح معناداری
ثابت	۳/۲۱۷	۳/۶۰۶	۰/۰۰۰	۰/۱۵۶	۸/۲۸۹	۰/۰۰۰	متغیر وابسته: نقدشوندگی سهام	۰/۰۰۸	۲/۶۳۴
تحول دیجیتال	۰/۱۷۴	۲/۲۰۵	۰/۰۲۷	۰/۰۲۸۳	۲/۲۳۵	۰/۰۲۵	متغیر وابسته: نقدشوندگی سهام	۱/۲۲۱	۲/۳۰۴
محدودیت‌های مالی	-۹۴/۳۲۳	-۲/۹۸۲	۰/۰۰۳						
کیفیت کنترل داخلی	۲/۴۱۸	۱۰/۳۱۵	۰/۰۰۰						
افشای اطلاعات	۰/۴۱۹	۲/۷۲۱	۰/۰۴۷						
اثر متغیرهای کنترلی	بله	بله	بله	بله	بله	بله	بله	بله	بله
دوربین واتسون	۱/۹۸	۱/۷۲	۲/۱۱						
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۶۷۳	۰/۵۷۱	۰/۶۹۲						

سطح خطای ۵ درصد ***منبع: یافته‌های پژوهش

نتیجه‌گیری

با رشد سریع اقتصاد دیجیتال، تحول دیجیتال شرکتی مورد توجه محققان در ایران قرار گرفته است. برای تجزیه و تحلیل بیشتر تحول دیجیتال شرکت و اثرات آن، این پژوهش تاثیر مکانیسم و پیامدهای اقتصادی تحول دیجیتال شرکت را بر نقدشوندگی سهام مورد بررسی قرار داد. این مطالعه داده‌های نمونه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار از سال ۱۳۹۶ تا ۱۴۰۲ را بررسی نمود. نتایج تجزیه و تحلیل به شرح زیر است:

یک، تحول دیجیتالی شرکت‌ها می‌تواند نقدشوندگی سهام را به طور قابل توجهی افزایش دهد. این نتیجه‌گیری نشان می‌دهد شرکت‌ها پتانسیل بهبود نقدشوندگی سهام را از طریق تحول دیجیتال دارند. این مسئله به نوبه خود می‌تواند کارکردهای کشف قیمت شرکت و تخصیص منابع را گسترش دهد و در نتیجه از توسعه بازار سرمایه و ثبات اقتصاد واقعی در ایران حمایت کند. نتایج این پژوهش تأثیر دیجیتالی شدن شرکت را بر بازار سرمایه از منظر نقدشوندگی سهام تأیید کرد و در نتیجه مطالعات را در

مورد تأثیرات خارجی تحول دیجیتال شرکت و عوامل داخلی مؤثر بر نقدشوندگی سهام غنی کرد. دو، تحول دیجیتال شرکت به کمک کاهش محدودیت‌های مالی، بهبود کیفیت کنترل داخلی و بهبود افشای اطلاعات از طریق سه مکانیسم میانجی، پتانسیل افزایش نقدشوندگی سهام دارد. این پژوهش به مکانیسم تأثیر تحول دیجیتال شرکت بر نقدشوندگی سهام، از منظر حاکمیت شرکتی می‌پردازد. نتایج بدست آمده تأیید می‌کند که تحول دیجیتال شرکت می‌تواند کارایی و کیفیت حاکمیت شرکتی را در سه حوزه کلیدی افزایش دهد: محدودیت‌های مالی، کنترل داخلی و افشای اطلاعات. این بهبودها به نوبه خود تأثیر مثبتی بر نقدشوندگی سهام دارد. پژوهش حاضر یک رویکرد جدید و عملی برای شرکت‌ها در ایران ارائه می‌کند تا مزایای اقتصادی تحول دیجیتال و همچنین انعطاف‌پذیری نقدشوندگی سهام را تقویت کند، قابلیت‌های توسعه پایدار را افزایش دهد، و تحقیقات را در مورد مکانیسم تأثیر تحول دیجیتال شرکتی در بازار سرمایه غنی کند. یافته‌های این پژوهش تأیید می‌کند که مزیت‌های دیجیتالی شرکت‌ها قابل گسترش است و نقدشوندگی سهام آن‌ها را می‌توان از طریق هدایت سیاست دولت و حمایت مالی افزایش داد. تحول دیجیتال شرکت‌ها به عنوان یک استراتژی سازمانی شناخته شده در سطح جهانی، به طور فعال در ایران قابل ترویج و اجرا می‌باشد. اگرچه این مطالعه بر تأثیر تحول دیجیتال در شرکت‌های داخل بازار سرمایه ایران متمرکز است، اما ما معتقدیم که یافته‌های تحقیق ارائه‌شده در این مطالعه به بازارهای سرمایه در سایر کشورها نیز مرتبط است. برای افزایش نقدشوندگی سهام در بازار سرمایه و تشویق به تحول دیجیتال در ایران، این مطالعه پیشنهادت زیر را ارائه می‌کند:

شرکت‌ها باید به مکانیسم تأثیر تحول دیجیتال بر نقدشوندگی سهام، با شناخت نقش میانجی محدودیت‌های مالی، کنترل داخلی و افشای اطلاعات توجه کنند. بنابراین، (۱) شرکت‌ها در ایران باید از نقش سیگنال‌دهی تحول دیجیتال برای تقویت شناخت بازار و اعتبار تجاری، گسترش کانال‌های تامین مالی شرکت‌ها برای دریافت حمایت مالی از دولت‌ها، موسسات مالی و غیره استفاده کامل کنند و در نتیجه محدودیت‌های مالی و ریسک سرمایه‌گذاری را به منظور دستیابی به هدف افزایش نقدشوندگی سهام کاهش دهند و ارزش سرمایه‌گذاری را افزایش دهند. دولت و نهادها باید وضعیت واقعی تحول دیجیتال شرکت‌های بورسی را کاملاً درک کنند، سیاست‌هایی را تدوین کنند که منجر به توسعه شرکت‌ها شود، محدودیت‌های نظارت اجرایی را کاهش دهند، یارانه‌هایی را برای نوآوری دیجیتال و سیاست‌های تخفیف مالیاتی برای شرکت‌ها ارائه کنند و به عنوان تضمین اعتبار برای شرکت‌ها عمل کنند و به آنها کمک کند کانال‌های تامین مالی را گسترش دهند. این مسئله تضمینی برای تحول دیجیتالی شرکت است و به افزایش نقدشوندگی سهام کمک می‌کند. (۲) شرکت‌های بورسی باید از تأثیر انقلابی تحول دیجیتال بر فرآیندهای سازمانی استفاده کنند و از فناوری دیجیتال برای ایجاد مکانیسم‌های کنترل داخلی مؤثر و مدل‌های مدیریت سازمانی استفاده کنند. آنها باید برای ارتقای کیفیت و کارایی مدیریت شرکت، تشویق ذینفعان خارجی برای مشارکت در نظارت حاکمیتی به منظور کاهش تضادهای نمایندگی، بهبود اثربخشی کنترل داخلی، تحریک فعالیت بازار سهام، و در نهایت دستیابی به هدف بهبود نقدشوندگی سهام تلاش کنند. دولت باید خود را به موقع با توسعه شرکت‌ها وفق دهد، الزامات اساسی و استانداردهای عمومی را برای ایجاد کنترل داخلی تدوین کند، تحول دیجیتال و اصلاح فرآیند داخلی شرکت‌ها را هدایت کند، مانند تدوین استانداردهای یکسان برای مدیریت سرمایه داخلی، تدارکات و فروش، مدیریت زنجیره تامین و سایر فعالیت‌های اساسی کنترل داخلی. این عملکرد باعث بهبود توانایی شرکت‌ها برای ایجاد ارزش، اجتناب از رفتار کوتاه مدت مدیریت برای محافظت از منافع سرمایه‌گذاران، کاهش نوسانات قیمت سهام و بنابراین افزایش نقدشوندگی سهام می‌شود. (۳) شرکت‌های بورسی باید فناوری‌های تحول دیجیتال را به منظور بهبود کیفیت افشای اطلاعات، افزایش همبستگی بین افشای داخلی و بازده اقتصادی، اطمینان از اینکه اطلاعات افشا شده به طور مؤثر ارزش ذاتی شرکت را منعکس می‌کند، و ریسک‌های ارزیابی سرمایه‌گذاران و هزینه‌های نامطلوب انتخاب را کاهش می‌دهد، و تا حدودی آسیب‌های اطلاعاتی سرمایه‌گذاران را جبران می‌کند و توجه سرمایه‌گذاران و تمایل به معامله را افزایش می‌دهد و در نهایت نقدشوندگی سهام را افزایش می‌دهد، در نظر بگیرند. دولت و سازمان‌های نظارتی باید سیاست‌های افشای اطلاعات به موقع و مناسب را تدوین کنند، دامنه افشای اطلاعات قیمت سهام شرکت‌ها را گسترش دهند، شفافیت اطلاعات بازار را افزایش دهند و سازمان‌های نظارتی باید اقداماتی انجام دهند از جمله روش‌ها و دفعات بازرسی خود را افزایش دهند، تشدید مجازات برای تخلف در افشای اطلاعات شرکت‌های بورسی، اطمینان از

کیفیت افشای اطلاعات، افزایش اعتماد سرمایه‌گذاران بازار و کمک به بهبود نقدشوندگی سهام. (۴) توسعه تحول دیجیتال شرکتی نیز تأثیر جدیدی بر سیاست‌گذاران و مدیران دارد. سیاست‌گذاران باید اعتماد به تحول دیجیتال را افزایش دهند، مدیران شرکت باید رفتار کوتاه بینانه و انگیزه نفع شخصی مدیریت را کاهش دهند، کارایی ورودی نیروی کار را بهبود بخشند، شرکت‌ها را در جهت دیجیتالی‌سازی تشویق کنند و منافع شرکت‌ها را به حداکثر برسانند. سرمایه‌گذاران نهادی باید از اطلاعاتی که توسط تحول دیجیتالی شرکت‌ها به ارمغان می‌آید برای بهبود کمیت و کیفیت اطلاعات تحت مالکیت، کاهش نسبت ریسک‌های معاملات و افزایش کیفیت معاملات بازار استفاده کنند تا اثر گله‌ای معاملات سهام را مهار کنند. برای دستیابی به عملکرد بهتر در بازار سرمایه، شرکت‌ها باید به طور کامل از مزایای فناوری مالی، بازارهای مالی و سیاست‌های دولت در ناحیه خود استفاده کنند، و به شرکت‌ها در افزایش نقدشوندگی سهام کمک کنند. بنابراین، (۱) دولت باید برای تقویت زیرساخت‌های فناوری دیجیتال و مالی، اصلاح عدم تعادل منابع بازار مالی از طریق نوآوری در فناوری مالی، افزایش دسترسی به منابع شرکت برای کاهش فشار منابع، و کمک به شرکت‌ها در گسترش دامنه نفوذ اقتصاد دیجیتال گام بردارد. (۲) دولت باید رشد و شکوفایی بازارهای مالی را ترویج دهند. مکانیسم‌های استاندارد نظارت بر بازار مالی، مکانیسم‌های مجازات و سیستم‌های افشای اطلاعات، کاهش ریسک مرتبط با رفتار منفعت شخصی شرکت، تضمین ارائه خدمات مالی با کیفیت بالا، افزایش اعتماد سرمایه‌گذاران، و ایجاد فضای مثبت بازار مالی را تسهیل کند. نهادهای نظارت بر بازار باید نظم بازار مالی را حفظ کنند، استانداردهای مدیریت بازار مالی را توسعه دهند، از امنیت سرمایه سازمان‌ها و سرمایه‌گذاران محافظت کنند، اطلاعات بازار خوبی را در اختیار سرمایه‌گذاران قرار دهند تا از عملکرد پایدار بازار سرمایه اطمینان حاصل کنند، و فضای مطلوب بازار خارجی را برای تحول دیجیتالی شرکت‌ها و افزایش نقدشوندگی سهام فراهم کنند. (۳) دولت باید سیاست‌ها و یارانه‌های مالی را برای ارتقای توسعه اقتصاد دیجیتال مطابق با شرایط ملی، کاهش مقررات دولتی در مورد مدیریت شرکت، کمک به شرکت‌ها در بررسی روش‌های مختلف تامین مالی، حمایت از شرکت‌ها در اجرای تحول دیجیتالی و آزادسازی پتانسیل اقتصاد بازار، اجرا کند. دولت باید مبادلات و همکاری خود را در فناوری دیجیتال افزایش دهند، استانداردهای فنی یکسانی را ایجاد کند، بر تلاش‌های تحول دیجیتال شرکت‌ها نظارت کند و عملکرد کلی شرکت‌ها را در بازار سرمایه افزایش دهد. نهادهای نظارتی باید توجه به موقع به ارتقای تدوین سیاست‌های دولتی، نظارت ویژه بر سیاست‌های تحول دیجیتال شرکت‌ها، شناسایی سریع مسائل در تدوین و اجرای سیاست‌ها، بهبود مستمر سیاست‌های خدمات تحول دیجیتال شرکت، و کمک به شرکت‌ها در افزایش نقدشوندگی سهام را ارائه دهند. شرکت‌ها باید روند توسعه اقتصاد دیجیتال را درک کنند و از فرصت تحول دیجیتال برای افزایش نقدشوندگی سهام، افزایش نرخ بازده بازار سرمایه و افزایش ارزش سهام استفاده کنند. آنها همچنین باید مکانیسم‌های افشای اطلاعات و نظارت خارجی را برای افزایش انعطاف‌پذیری بازار سهام بهبود بخشند و در نتیجه نوسانات قیمت سهام را کاهش دهند و خطر سقوط قیمت سهام را کاهش دهند. دولت باید محیط اطلاعاتی مطلوبی را برای تحلیلگران ایجاد کند، مکانیسم نظارت بر اطلاعات را تقویت کند و سرمایه‌گذاران، رسانه‌ها و تحلیلگران را برای استفاده از اطلاعات موثر ترغیب کند. همچنین شرکت‌ها باید به طور کامل از فناوری دیجیتال برای افزایش شفافیت اطلاعات استفاده کنند. محتوا و کیفیت اطلاعات منحصر به فرد موجود در قیمت سهام، به تحلیلگران در بهبود دقت پیش‌بینی، تثبیت بازارهای مالی و تسهیل رشد پایدار شرکت‌ها کمک می‌کند. از آنجایی که شرکت‌ها در ایران دستخوش تحول دیجیتالی می‌شوند، دلایلی وجود دارد که باور کنیم افزایش نقدشوندگی سهام به طور موثری پیش‌بینی‌های تحلیلگران را بهبود می‌بخشد و در نتیجه از کشور در حفظ ثبات بازار سرمایه حمایت می‌کند و پویایی بازار سرمایه و تحقیقات بیشتر در مورد رابطه بین تحول دیجیتال و بازارهای سرمایه را افزایش می‌دهد.

با وجود این، این پژوهش هنوز محدودیت‌هایی دارد، با این حال، راه‌هایی را برای تحقیقات آینده ارائه می‌دهد. این مطالعه صرفاً بر تأثیرات اقتصادی تحول دیجیتال شرکت‌ها بر بازار سرمایه متمرکز است. نتیجه‌گیری تحقیق به تأثیر کوتاه‌مدت تحول دیجیتال بر شرکت‌ها محدود می‌شود، که نمی‌تواند درک جامعی از اثرات کلی اقتصادی تحول دیجیتال بر شرکت‌ها ارائه کند. این مطالعه تحقیقات مربوط به تأثیر بلندمدت تحول دیجیتال بر شرکت‌ها و تأثیر آن بر سرمایه‌گذاران خارجی را نادیده می‌گیرد. بنابراین، تحقیقات آینده باید روی اثرات اقتصادی تحول دیجیتال بر عملکرد داخلی شرکت‌ها و اثرات آن بر ذینفعان خارجی

تمرکز کند. به عنوان مثال، تأثیر تحول دیجیتال بر عملکرد نوآوری سبزی، انعطاف‌پذیری زنجیره تامین، و اثر تحول دیجیتال بر سرمایه‌گذاری فناوری تامین‌کننده. در نهایت، این مطالعه از شرکت‌های بورسی از سال ۱۳۹۶ تا ۱۴۰۲ به عنوان نمونه تحقیق خود استفاده می‌کند. محدوده انتخاب نمونه‌های پژوهشی محدود به شرکت‌های ثبت شده در بورس اوراق بهادار ایران است و هیچ شرکتی از سایر کشورها به عنوان نمونه تحقیق انتخاب نشده است. دامنه انتخاب داده‌های نمونه محدود است و ممکن است به‌طور دقیق تأثیر تحول دیجیتال شرکت بر نقدشوندگی سهام در مناطقی غیر از ایران را منعکس نکند. بنابراین، در تحقیقات آتی تحول دیجیتال سازمانی، باید از شرکت‌های ثبت شده در بورس اوراق بهادار در کشورها یا مناطقی که سطوح بالاتری از تحول دیجیتال سازمانی دارند، به عنوان نمونه تحقیق استفاده کنیم. برای مثال، در ایالات متحده، آلمان، ژاپن و سایر کشورها، شرکت‌های فهرست‌شده با فناوری دیجیتال پیشرو نیز می‌توانند به عنوان نمونه تحقیقاتی برای مطالعه بیشتر موضوع تحول دیجیتال سازمانی عمل کنند و در نتیجه نتیجه‌گیری تحقیقات را کلی‌تر و کاربردی‌تر کنند.

منابع

- رضایانه، سعیده. (۱۴۰۳). تأثیر حاکمیت شرکتی و نقدشوندگی سهام بر اهرم مالی شرکت‌ها. هشتمین کنگره ملی تازه یافته در مدیریت و مهندسی صنایع با تأکید بر توانمندی و هوش رقابت، تهران. <https://civilica.com/doc/1586095>
- رهنمای رودپشتی، فریدون، و زندی، آناهیتا. (۱۴۰۳). بررسی چگونگی اثرگذاری تحول دیجیتال بر سرعت تعدیلات ساختار سرمایه پویا. دانش سرمایه‌گذاری، ۱۵(۵۹)، ۲۷۳-۲۹۴. <https://doi.org/10.30495/jik.2024.76886.4471>
- روحانی، کشاورز. (۱۴۰۳). تأثیر تحول دیجیتال بر عملکرد نوآوری با نقش میانجی عوامل نوآوری. فصلنامه مطالعات راهبردی در صنعت نفت و انرژی، ۱۶(۶۱)، ۱۶۹-۱۸۴. <http://iieshrm.ir/article-1-1659-fa.html>
- زندی، آناهیتا. (۱۴۰۴). افزایش سطح حباب قیمت سهام شرکت‌ها بر ارتباط بین تحول دیجیتال شرکتی و ریسک سقوط قیمت سهام. پژوهش‌های راهبردی بودجه و مالی، ۶(۱)، ۱۳۵-۱۵۸. <https://dor.isc.ac/dor/20.1001.1.27171809.1404.6.1.5.9>
- قربانی، بهزاد، حسینی غنچه، سیدجلال الدین، و محمدیلر، زهرا. (۱۳۹۶). تأثیر افشای اطلاعات استراتژیک، غیرمالی و مالی بر مدیریت سود. پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، ۹(۳۵)، ۲۳-۴۰. <https://dorl.net/dor/20.1001.1.23830379.1396.9.35.2.1>
- محمدی پور، رحمت اله، و آرتا، علی اصغر. (۱۴۰۳). تأثیر کیفیت حاکمیت شرکتی بر ریسک عدم پرداخت با در نظر گرفتن نقش فرصت‌های رشد و نقدشوندگی سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. نهمین کنفرانس بین‌المللی مدیریت، حسابداری، بانکداری و اقتصاد ایران، مشهد. <https://civilica.com/doc/2122657>
- یالپانلیان، محمدمامین، رئیسی وانانی، ایمان، و تقوی فرد، محمد تقی. (۱۴۰۳). تحلیل تأثیر فناوری‌های تحول دیجیتال بر بهبود عملکرد کسب و کار با استفاده از روش‌های تحلیل پیشرفته متن. مطالعات مدیریت کسب و کار هوشمند، ۱۳(۴۹)، ۲۰۷-۲۵۳. <https://doi.org/10.22054/ims.2024.77611.2421>
- An, J. & Rau, R. (2021). Finance, technology and disruption. *The European Journal of Finance*, 27(4-5), 334-345. <https://doi.org/10.1080/1351847X.2019.1703024>
- An, J., Ding, W., & Lin, C. (2023). Correspondence: ChatGPT: tackle the growing carbon footprint of generative AI. *Nature*, 615(7953), 586-586. <https://doi.org/10.1038/d41586-023-00843-2>
- Baiyere, A., Salmela, H. & Tapanainen, T. (2020). Digital transformation and the new logics of business process management. *European journal of information systems*, 29(3), 238-259. <https://doi.org/10.1080/0960085X.2020.1718007>
- Baron, R. M. & Kenny, D. A. (1986). The moderator-mediator variable distinction in social psychological research: Conceptual, strategic, and statistical considerations. *Journal of personality and social psychology*, 51(6), 1173. <https://psycnet.apa.org/doi/10.1037/0022-3514.51.6.1173>

- Bennett, B., Stulz, R. & Wang, Z. (2020). Does the stock market make firms more productive?. *Journal of Financial Economics*, 136(2), 281-306. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2019.09.006>
- Brynjolfsson, E. & McElheran, K. (2016). The rapid adoption of data-driven decision-making. *American Economic Review*, 106(5), 133-139. <http://dx.doi.org/10.1257/aer.p20161016>
- Camisón-Haba, S., González-Cruz, T. & Clemente-Almendros, J. A. (2022). Information disclosure and sustainable competitive advantage: evidence from the Spanish tourism industry. *Sustainability*, 14(12), 6977. <https://doi.org/10.3390/su14126977>
- Capurro, R., Fiorentino, R., Galeotti, R. M. & Garzella, S. (2023). The impact of digitalization and sustainability on governance structures and corporate communication: a cross-industry and cross-country approach. *Sustainability*, 15(3), 2064. <https://doi.org/10.3390/su15032064>
- Chan, K., Hameed, A. & Kang, W. (2013). Stock price synchronicity and liquidity. *Journal of Financial Markets*, 16(3), 414-438. <https://doi.org/10.1016/j.finmar.2012.09.007>
- Chen, W., Cai, W., Hu, Y., Zhang, Y. & Yu, Q. (2024). Gimmick or revolution: can corporate digital transformation improve accounting information quality?. *International Journal of Emerging Markets*, 19(10), 2966-2990. <https://doi.org/10.1108/IJOEM-04-2022-0572>
- Cheng, W., Li, C. & Zhao, T. (2024). The stages of enterprise digital transformation and its impact on internal control: Evidence from China. *International Review of Financial Analysis*, 92, 103079. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2024.103079>
- Chung, K. H., Elder, J. & Kim, J. C. (2010). Corporate governance and liquidity. *Journal of financial and quantitative analysis*, 45(2), 265-291. <https://doi.org/10.1017/S0022109010000104>
- Elshandidy, T. & Neri, L. (2015). Corporate governance, risk disclosure practices, and market liquidity: Comparative evidence from the UK and Italy. *Corporate Governance: An International Review*, 23(4), 331-356. <https://doi.org/10.1111/corg.12095>
- Feng, H., Wang, F., Song, G. & Liu, L. (2022). Digital transformation on enterprise green innovation: Effect and transmission mechanism. *International journal of environmental research and public health*, 19(17), 10614. <https://doi.org/10.3390/ijerph191710614>
- Ghorbani, B., Hosseini Ghoncheh, S. J. & Mohammadi Lar, Z. (2017). The Effect of Disclosure of Strategic, Non-Financial and Financial Information on Earnings Management. *The Financial Accounting and Auditing Researches*, 9(35), 23-40. <https://dorl.net/dor/20.1001.1.23830379.1396.9.35.2.1>
- Guo, L., Xu, L., Wang, J. & Li, J. (2024). Digital transformation and financing constraints of SMEs: evidence from China. *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, 31(6), 966-986. <https://doi.org/10.1080/16081625.2023.2257235>
- Huang, D., Li, Y., Wang, X. & Zhong, Z. (2022). Does the Federal Open Market Committee cycle affect credit risk?. *Financial Management*, 51(1), 143-167. <https://doi.org/10.1111/fima.12364>
- Jiang, L., Li, B. & Zhang, M. (2025). The impact of digital transformation on the efficiency of corporate resource allocation: Internal mechanisms and external environment. *Technological Forecasting and Social Change*, 215, 124107. <https://doi.org/10.1016/j.techfore.2025.124107>
- Kaplan, S. N. & Zingales, L. (1997). Do investment-cash flow sensitivities provide useful measures of financing constraints?. *The quarterly journal of economics*, 112(1), 169-215. <https://doi.org/10.1162/003355397555163>

- Lei, Q., Lin, B. & Wei, M. (2013). Types of agency cost, corporate governance and liquidity. *Journal of Accounting and Public Policy*, 32(3), 147-172. <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2013.02.008>
- Li, C., Wang, Y., Zhou, Z., Wang, Z. & Mardani, A. (2023). Digital finance and enterprise financing constraints: Structural characteristics and mechanism identification. *Journal of Business Research*, 165, 114074. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2023.114074>
- Li, C., Yan, Y., Liu, X., Wan, S., Xu, Y. & Lin, H. (2023). Forward looking statement, investor sentiment and stock liquidity. *Heliyon*, 9(4), e15329. <https://doi.org/10.1016/j.heliyon.2023.e15329>
- Liang, Z. & Zhao, Y. (2024). Enterprise digital transformation and stock price crash risk. *Finance Research Letters*, 59, 104802. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2023.104802>
- Liu, E. X. & Dang, L. (2025). Digital transformation and debt financing cost: A threefold risk perspective. *Journal of Financial Stability*, 76, 101368. <https://doi.org/10.1016/j.jfs.2024.101368>
- Liu, G. & Wang, S. (2023). Digital transformation and trade credit provision: Evidence from China. *Research in International Business and Finance*, 64, 101805. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2022.101805>
- Liu, H., Zhu, J. & Cheng, H. (2024). Enterprise digital transformation's impact on stock liquidity: A corporate governance perspective. *PLOS ONE*, 19, e0293818. <https://doi.org/10.1371/journal.pone.0293818>
- Liu, S., Zhao, H. & Kong, G. (2023). Enterprise digital transformation, breadth of ownership and stock price volatility. *International Review of Financial Analysis*, 89, 102713. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2023.102713>
- Liu, X. & Zhang, C. (2017). Corporate governance, social responsibility information disclosure, and enterprise value in China. *Journal of Cleaner Production*, 142, 1075-1084. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2016.09.102>
- Liu, Y., Liu, Q. & Wei, Y. (2025). Digital finance, internal control, and audit quality. *Finance Research Letters*, 76, 107033. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2025.107033>
- Manita, R., Elommal, N., Baudier, P. & Hikkerova, L. (2020). The digital transformation of external audit and its impact on corporate governance. *Technological Forecasting and Social Change*, 150, 119751. <https://doi.org/10.1016/j.techfore.2019.119751>
- Martínez-Ferrero, J., Ruiz-Cano, D. & Garcí'a-Sánchez, I. M. (2016). The causal link between sustainable disclosure and information asymmetry: The moderating role of the stakeholder protection context. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 23(5), 319-332. <https://doi.org/10.1002/csr.1379>
- Mohammadipour, R. & Arta, A. A. (2024). The effect of corporate governance quality on default risk considering the role of growth opportunities and stock liquidity in companies listed on the Tehran Stock Exchange. *9th International Conference on Management, Accounting, Banking and Economics of Iran*, Mashhad. <https://civilica.com/doc/2122657> [In Persian]
- Niu, Y., Wang, S., Wen, W. & Li, S. (2023). Does digital transformation speed up dynamic capital structure adjustment? Evidence from China. *Pacific-Basin Finance Journal*, 79, 102016. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2023.102016>
- Prommin, P., Jumreornvong, S. & Jiraporn, P. (2014). The effect of corporate governance on stock liquidity: The case of Thailand. *International Review of Economics & Finance*, 32, 132-142. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2014.01.011>
- Rahnamay Roodposhti, F. & Zandi, A. (2025). Examining how digital transformation effects the speed of dynamic capital structure adjustments. *Journal of Investment Knowledge*, 15(59), 273-294. <https://doi.org/10.30495/jik.2024.76886.4471> [In Persian]

- Rezapanah, S. (2024). The effect of corporate governance and stock liquidity on companies' financial leverage. *8th National Congress on Management and Industrial Engineering with an emphasis on competitiveness and intelligence*, Tehran. <https://civilica.com/doc/1586095> [In Persian]
- Riahi, Y. & Mounira, B. E. N. (2011). Disclosure frequency and earnings management: An analysis in the Tunisian context. *Journal of accounting and taxation*, 3(3), 47. <http://www.academicjournals.org/JAT>
- Rouhani, A. & Keshavarz, E. (2024). The effect of digital transformation on innovation performance with the mediating role of innovation factors. *Strategic studies in the oil and energy industry*, 16(61), 169-184. <http://iieshrm.ir/article-1-1659-fa.html> [In Persian]
- Sama, L. M., Stefanidis, A. & Casselman, R. M. (2022). Rethinking corporate governance in the digital economy: The role of stewardship. *Business Horizons*, 65(5), 535-546. <https://doi.org/10.1016/j.bushor.2021.08.001>
- Tian, J. & Shao, B. (2024). RETRACTED ARTICLE: Financing Constraints and Information Asymmetry of SMEs—the Development of Digital Finance and Financial Risks of Enterprises. *Journal of the Knowledge Economy*, 15(2), 9902-9902. <https://doi.org/10.1007/s13132-023-01452-0>
- Warren, J. D., Moffitt, K. C. & Byrnes, P. (2015). How big data will change accounting Account. *Horiz*, 29(2), 397-407. <https://doi.org/10.2308/acch-51069>
- Wei, Z. & Sun, L. (2021). How to leverage manufacturing digitalization for green process innovation: an information processing perspective. *Industrial Management & Data Systems*, 121(5), 1026-1044. <https://doi.org/10.1108/IMDS-08-2020-0459>
- Wu, K., Fu, Y. & Kong, D. (2022). Does the digital transformation of enterprises affect stock price crash risk?. *Finance Research Letters*, 48, 102888. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2022.102888>
- Yalpanian, M. A., Raeesi Vanani, I. & Taghavifard, M. T. (2024). Analyzing the Impact of Key Digital Transformation Technologies on Business Performance Improvement Using Advanced Text Analytics Methods. *Business Intelligence Management Studies*, 13(49), 207-253. <https://doi.org/10.22054/ims.2024.77611.2421> [In Persian].
- Yunis, M., Mirza, N., Safi, A. & Umar, M. (2024). Impact of audit quality and digital transformation on innovation efficiency: Role of financial risk-taking. *Global Finance Journal*, 62, 101026. <https://doi.org/10.1016/j.gfj.2024.101026>
- Zandi, A. (2025). increasing the bubble level of firms' stock prices on the relationship between corporate digital transformation and the risk of falling stock prices. *Budget and Finance Strategic Research*, 6(1), 135-158. <https://dor.isc.ac/dor/20.1001.1.27171809.1404.6.1.5.9> [In Persian]
- Zhang, W. & Zhao, J. (2023). Digital transformation, environmental disclosure, and environmental performance: An examination based on listed companies in heavy-pollution industries in China. *International Review of Economics & Finance*, 87, 505-518. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2023.06.001>