

تأثیر عملکرد پایداری بر کارایی سرمایه‌گذاری با نقش تعدیلی بازارگرایی و توسعه بازار مالی

سمانه افتخاری^۱، رویا دارابی^{۲*}

تاریخ دریافت: ۱۴۰۴/۰۷/۲۵ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۴/۰۹/۱۰

چکیده

هدف: هدف این پژوهش بررسی تأثیر عملکرد پایداری بر کارایی سرمایه‌گذاری با نقش تعدیلی بازارگرایی و توسعه بازار مالی است. به این ترتیب، در این پژوهش تلاش شده است ضمن بررسی اثر مستقیم عملکرد پایداری بر کارایی سرمایه‌گذاری، تأثیر محیط نهادی بر این رابطه نیز مورد بررسی قرار گیرد.

روش: پژوهش حاضر با رویکرد تحلیل رگرسیون چندمتغیره انجام شده است. جامعه آماری غربال شده شامل ۱۶۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۴ تا ۱۴۰۳ است که در مجموع شامل ۱۶۰۰ مشاهده (سال - شرکت) می‌شود. اطلاعات موردنیاز شرکت‌ها از صورت‌های مالی حسابرسی شده و گزارش‌های عملکرد سالانه در وبسایت کدال گردآوری شده‌اند. برای آزمون فرضیه‌ها از تکنیک‌های اقتصادسنجی و نرم‌افزار ایویوز استفاده شده است.

یافته‌ها: یافته‌های پژوهش نشان داد عملکرد پایداری تأثیر مثبت و معناداری بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها دارد. همچنین مشخص شد ویژگی‌های محیط نهادی ایران یعنی سطح بازارگرایی و توسعه بازار مالی، این تأثیر مثبت را تقویت می‌کند.

نتیجه‌گیری: بر اساس یافته‌های پژوهش، می‌توان نتیجه‌گیری کرد با بهبود عملکرد پایداری، تخصیص مؤثر منابع برای سرمایه‌گذاری نیز بهبود می‌یابد که از تئوری ذی‌نفعان پشتیبانی می‌کند. بعلاوه، با حمایت از تئوری نهادی می‌توان دریافت که توسعه سازوکارهای بازار و زیرساخت‌های مالی در ایران، به عنوان بستری تسهیل‌گر عمل کرده و اثربخشی استراتژی‌های پایداری را در ارتقای کارایی سرمایه‌گذاری دوچندان می‌کند که لزوم توجه سیاست‌گذاران کلان به توسعه بازارهای مالی را نشان می‌دهد.

واژه‌های کلیدی: عملکرد پایداری، کارایی سرمایه‌گذاری، بازارگرایی، توسعه بازار مالی

^۱ گروه حسابداری، واحد تهران جنوب، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران. samane.eftekhari@iau.ac.ir

^۲ گروه حسابداری، واحد تهران جنوب، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران. (نویسنده مسئول). royadarabi@iau.ac.ir

در دهه‌های اخیر، پارادایم‌های حاکم بر محیط کسب‌وکار جهانی دستخوش تغییرات بنیادینی شده است؛ به گونه‌ای که ادغام فعالیت‌های زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی (ESG) در استراتژی‌های کلان شرکت‌ها، دیگر نه یک انتخاب اختیاری، بلکه به عنصری حیاتی برای بقا و توسعه پایدار تبدیل شده است (الکاران^۱ و همکاران، ۲۰۲۲). شتاب گرفتن رشد اقتصادی در کنار تشدید چالش‌هایی نظیر تغییرات اقلیمی، محدودیت منابع طبیعی و لزوم صیانت از منافع ذی‌نفعان، فشار فزاینده‌ای را بر بنگاه‌های اقتصادی وارد کرده تا شیوه‌های پایداری را اتخاذ کنند. این رویکرد نوین، فراتر از پاسخگویی صرف به فشارهای برون‌سازمانی، به شرکت‌ها این امکان را می‌دهد تا با مدیریت ریسک‌های بلندمدت و شناسایی فرصت‌های نهفته، مزیت رقابتی خود را بازتعریف نمایند (بیلیای - اردوغان^۲ و همکاران، ۲۰۲۴). با این حال، سوال اساسی اینجاست که آیا این تعهد به پایداری، منجر به تخصیص بهینه منابع مالی در سطح شرکت می‌شود؟

اگرچه پژوهش‌های متعددی بر عوامل تعیین‌کننده افشای اطلاعات پایداری (سانداراسن^۳ و همکاران، ۲۰۲۴؛ ایدواتی^۴ و همکاران، ۲۰۲۴) و پیامدهای کوتاه‌مدت اقتصادی آن (بوالای^۵، ۲۰۱۹؛ سورنتو^۶ و همکاران، ۲۰۲۲) متمرکز بوده‌اند، اما ادبیات موجود در خصوص تأثیر عملکرد پایداری بر کارایی سرمایه‌گذاری - به عنوان شاخصی کلیدی در ارزیابی کیفیت تصمیم‌گیری مدیریت و خلق ارزش واقعی - همچنان با ابهامات جدی و نتایج متناقض روبرو است. شواهد تجربی در این حوزه تصویری دوگانه و گاه متضاد ارائه می‌دهند. گروهی از پژوهشگران، مانند دونگ^۷ و همکاران (۲۰۲۴)، استدلال می‌کنند که افشای اطلاعات زیست‌محیطی و اجتماعی با کاهش عدم تقارن اطلاعاتی، رابطه‌ای مثبت با کارایی سرمایه‌گذاری دارد. در مقابل، لین^۸ و همکاران (۲۰۲۱) نشان دادند که مشارکت بالای شرکت‌ها در فعالیت‌های اجتماعی می‌تواند نشانه‌ای از مشکلات نمایندگی باشد و شرکت‌ها را به سمت سرمایه‌گذاری بیش‌ازحد سوق دهد. از سوی دیگر، گوپتا و داس^۹ (۲۰۲۴) با ارائه دیدگاهی پیچیده‌تر، یک ارتباط غیرخطی و چندبُعدی را شناسایی کردند؛ به این معنا که فعالیت‌های مسئولانه ابتدا ممکن است به ناکارآمدی سرمایه‌گذاری دامن بزنند، اما پس از عبور از یک نقطه آستانه خاص و با بهبود وجهه و ارزش درک‌شده شرکت، موجب کاهش ناکارآمدی‌ها می‌شود. این یافته‌های متناقض به وضوح نشان‌دهنده وجود یک حلقه مفقوده در تحلیل رابطه میان پایداری و کارایی سرمایه‌گذاری است. به نظر می‌رسد تمرکز صرف بر رابطه مستقیم میان این دو متغیر، بدون در نظر گرفتن بسترهای نهادی و محیطی که شرکت در آن فعالیت می‌کند، نمی‌تواند تبیین کاملی از واقعیت ارائه دهد. این ابهام نظری، به‌ویژه

^۱. Alkaraan

^۲. Bilyay-Erdogan

^۳. Sundarasan

^۴. Idawati

^۵. Buallay

^۶. Suretno

^۷. Duong

^۸. Lin

^۹. Gupta & Das

در بازارهای نوظهور که با ویژگی‌های نهادی منحصربه‌فرد، اصطکاک‌های بازار و محدودیت‌های ساختاری روبرو هستند، برجسته‌تر است (وانگ^۱ و همکاران، ۲۰۲۴).

نقص بزرگ پژوهش‌های پیشین، غفلت از نقش تعدیل‌گر عوامل نهادی کلان، به‌ویژه بازارگرایی و توسعه بازار مالی است. این عوامل نهادی، مکانیزم‌هایی هستند که می‌توانند اثرگذاری عملکرد پایداری بر تصمیمات سرمایه‌گذاری را تقویت یا تضعیف کنند (بلومکوویست و استرادی^۲، ۲۰۲۴). برای مثال، در بازارهایی با سطح توسعه مالی پایین یا درجه بازارگرایی ضعیف، ممکن است مزایای اطلاعاتی ناشی از گزارشگری پایداری به درستی توسط بازار سرمایه قیمت‌گذاری نشود و یا بالعکس، فشارهای نهادی منجر به رفتارهای نمادین در شرکت‌ها گردد. بنابراین، خلأ پژوهشی اساسی در این است که چگونه محیط نهادی می‌تواند شدت و جهت رابطه بین عملکرد پایداری و کارایی سرمایه‌گذاری را تغییر دهد. این پژوهش با هدف پر کردن این شکاف نظری و تجربی، در پی پاسخ به این پرسش است که در بافت اقتصادی ایران - به‌عنوان یک بازار در حال توسعه با ویژگی‌های نهادی خاص - آیا عملکرد پایداری بر کارایی سرمایه‌گذاری مؤثر است؟ و مهم‌تر از آن، آیا متغیرهای نهادی بازارگرایی و توسعه بازار مالی نقش تعدیل‌گری معناداری در این رابطه ایفا می‌کنند؟

برای تبیین این روابط، این مطالعه از یک چارچوب نظری تلفیقی بهره می‌برد که «نظریه ذی‌نفعان» (برای تشریح انگیزه‌های پایداری) را با «نظریه نهادی» (برای تبیین فشارهای محیطی) ادغام می‌کند تا دیدگاهی جامع از تعامل میان استراتژی‌های پایداری و کارایی تخصیص سرمایه فراهم آورد.

از جنبه نظری، این مطالعه با وارد کردن متغیرهای تعدیل‌گر نهادی (بازارگرایی و توسعه بازار مالی) به مدل رابطه پایداری و کارایی سرمایه‌گذاری، به حل معمای نتایج متناقض در ادبیات پیشین کمک شایانی می‌کند. این پژوهش با تأکید بر تئوری نهادی، ادبیات موجود را که غالباً بر کشورهای توسعه‌یافته متمرکز بوده است، به بافت بازارهای نوظهور و اقتصادهای در حال‌گذار مانند ایران تعمیم می‌دهد و نشان می‌دهد که اثربخشی استراتژی‌های پایداری وابسته به زمینه است. از جنبه کاربردی و عملیاتی، یافته‌های این پژوهش برای مدیران شرکت‌ها، سرمایه‌گذاران و سیاست‌گذاران بازارهای مالی حیاتی است. برای مدیران، این نتایج روشن می‌سازد که چگونه سرمایه‌گذاری در پایداری می‌تواند از طریق کاهش اصطکاک‌های سرمایه‌گذاری به خلق ارزش اقتصادی منجر شود. برای سرمایه‌گذاران، معیاری برای تشخیص شرکت‌های کارآمدتر فراهم می‌کند و برای نهادهای قانون‌گذار (مانند سازمان بورس)، اهمیت تقویت زیرساخت‌های بازار مالی و آزادسازی بازار را به‌عنوان پیش‌شرطی برای اثربخشی الزامات پایداری و هدایت سرمایه‌ها به سمت فعالیت‌های مولد آشکار می‌سازد.

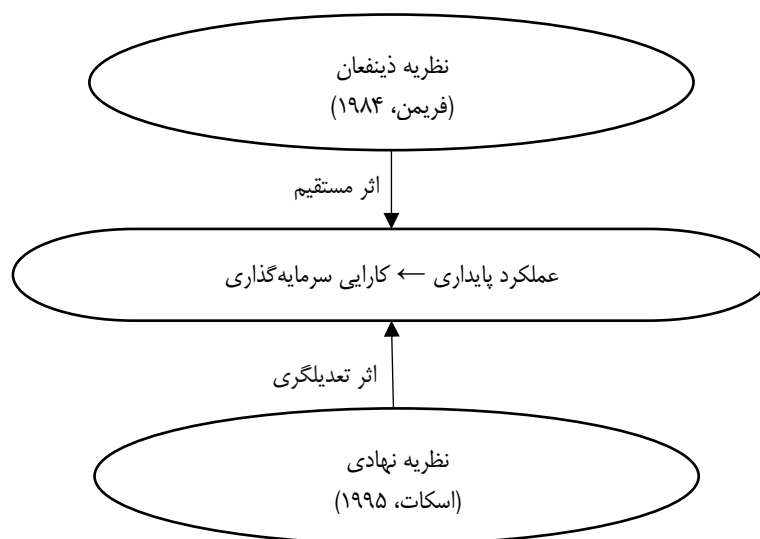
^۱. Wang

^۲. Blomqvist & Stradi

۲- مبانی نظری و توسعه فرضیه‌ها

این بخش با هدف تبیین مبانی نظری و مرور نظام‌مند ادبیات موجود، به بررسی استدلال‌های مرتبط با اثرگذاری عملکرد پایداری بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها می‌پردازد. فراتر از تحلیل اثرات مستقیم، این بخش با برجسته کردن شکاف‌های پژوهشی، نقش تعدیل‌گر محیط نهادی—شامل سطح بازارگرایی و توسعه بازار مالی—را در این رابطه مورد واکاوی قرار داده و بستری منطقی برای تدوین فرضیه‌های پژوهش فراهم می‌آورد.

به منظور پاسخگویی دقیق به پرسش‌های پژوهش و تحلیل عمیق روابط متغیرها، این مطالعه بر پایه یک چارچوب نظری یکپارچه (شکل ۱) بنا شده است که حاصل هم‌افزایی دو دیدگاه «نظریه ذی‌نفعان» و «نظریه نهادی» است. این رویکرد ترکیبی، امکان بررسی همزمان انگیزه‌های درونی شرکت (از منظر ذی‌نفعان) و فشارهای بیرونی محیط (از منظر نهادی) را فراهم می‌سازد.



شکل ۱- چارچوب نظری یکپارچه (منبع: دونگهوی و همکاران، ۲۰۲۵)

نظریه ذی‌نفعان و اثر مستقیم پایداری: طبق نظریه ذی‌نفعان (فریمن^۱، ۱۹۸۴)، شرکت‌ها تنها در برابر سهامداران مسئول نیستند، بلکه شبکه‌ای گسترده از ذی‌نفعان (کارکنان، مشتریان، جامعه و...) را پوشش می‌دهند. بر اساس این نظریه، پاسخگویی به نیازهای ذی‌نفعان از طریق عملکرد پایداری، تنها یک اقدام اخلاقی نیست، بلکه ابزاری استراتژیک برای خلق سرمایه اجتماعی، کاهش تعارضات منافع و افزایش ثبات عملیاتی محسوب می‌شود (پورسلیمان^۲ و همکاران، ۲۰۲۴). در چارچوب این پژوهش، نظریه ذی‌نفعان زیربنای نظری لازم را برای پاسخ به

^۱. Freeman

^۲. Poursoleyman

این پرسش فراهم می‌کند که آیا عملکرد پایداری با کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و جلب اعتماد ذی‌نفعان، منجر به بهبود تخصیص منابع و افزایش کارایی سرمایه‌گذاری می‌شود؟

نظریه نهادی و اثر تعدیلی محیط: در تکمیل دیدگاه فوق، نظریه نهادی (اسکات^۱، ۱۹۹۵) استدلال می‌کند که تصمیمات و پیامدهای اقتصادی شرکت‌ها در خلأ رخ نمی‌دهند، بلکه به‌شدت تحت تأثیر ساختارهای نهادی و محیطی پیرامون هستند (لیو^۲ و همکاران، ۲۰۲۴). این نظریه بر این نکته تأکید دارد که عواملی نظیر درجه بازارگرایی و سطح توسعه بازار مالی، به عنوان بسترهای نهادی، می‌توانند شدت و جهت رابطه میان عملکرد پایداری و کارایی سرمایه‌گذاری را تقویت یا تضعیف کنند. بنابراین، با اتکا به نظریه نهادی، این پژوهش به بررسی این پرسش کلیدی می‌پردازد که آیا ویژگی‌های محیط نهادی حاکم بر شرکت‌ها، نقش تعدیل‌گری معناداری در اثربخشی استراتژی‌های پایداری بر کارایی سرمایه‌گذاری ایفا می‌کنند؟

۲-۱- عملکرد پایداری و کارایی سرمایه‌گذاری

عملکرد پایداری به عنوان سازه‌ای چندوجهی که ابعاد زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی را در بر می‌گیرد، بازتاب‌دهنده تعهد استراتژیک بنگاه به اصول اخلاقی و توسعه پایدار است. از سوی دیگر، کارایی سرمایه‌گذاری به عنوان معیاری برای سنجش توانایی مدیریت در گزینش پروژه‌هایی با ارزش فعلی خالص مثبت و پرهیز از انحرافات سرمایه‌گذاری (کم‌سرمایه‌گذاری یا بیش‌سرمایه‌گذاری)، مفهومی محوری در ادبیات مالی محسوب می‌شود. تحلیل رابطه میان این دو متغیر، ماهیتی پیچیده و چندلایه دارد و شواهد تجربی موجود، بینش‌های متفاوتی را ارائه می‌دهند که ناشی از تقابل دو دیدگاه «ارزش‌آفرینی» و «هزینه‌بر بودن» اقدامات پایداری است.

بخش قابل توجهی از پژوهش‌های موجود از وجود یک رابطه مثبت میان عملکرد پایداری و کارایی سرمایه‌گذاری حمایت می‌کنند. استدلال محوری در این پژوهش‌ها این است که عملکرد برتر در حوزه پایداری، از طریق مکانیسم‌هایی نظیر افزایش شفافیت اطلاعاتی، ارتقای کیفیت حکمرانی شرکتی و جلب اعتماد ذی‌نفعان، منجر به تخصیص بهینه منابع می‌گردد. در این راستا، دسای^۳ و همکاران (۲۰۲۵) نشان دادند که اجرای گزارش‌دهی الزامی پایداری، کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها را در دوره پس از اجرای مقررات بهبود می‌بخشد. لی^۴ و همکاران (۲۰۲۵) بیان کردند که عملکرد برتر در زمینه پایداری، ناکارایی سرمایه‌گذاری را از طریق کاهش محدودیت‌های تأمین مالی و افزایش پوشش تحلیلگران کاهش می‌دهد. بیلای - اردوغان و همکاران (۲۰۲۴) نشان دادند که رتبه‌بندی‌های بالای عملکرد پایداری، با کاهش ریسک‌های ادراک‌شده از سوی بازار، موجب کاهش هزینه سرمایه و افزایش بازده سرمایه‌گذاری می‌شود. به‌طور مشابه، الیلی^۵ (۲۰۲۲) استدلال می‌کند که تعهد به پایداری، کیفیت نظارت و روابط با ذی‌نفعان را تقویت کرده و از این طریق سودآوری و کارایی تخصیص منابع را بهبود می‌بخشد. علاوه بر این، انگ^۶

^۱. Scott

^۲. Liu

^۳. Desai

^۴. Li

^۵. Ellili

^۶. Ng

و همکاران (۲۰۲۰) بر نقش تسهیل‌کنندگی فعالیت‌های پایداری در تأمین مالی تأکید دارند؛ یافته‌های آن‌ها نشان می‌دهد که شیوه‌های قوی پایداری با جذب سرمایه‌گذاران مسئولیت‌پذیر، محدودیت‌های مالی شرکت را کاهش داده و بستر لازم برای انجام سرمایه‌گذاری‌های کارآمد را فراهم می‌آورد.

در مقابل رویکرد خوش‌بینانه فوق، برخی پژوهشگران نسبت به پیامدهای منفی بالقوه عملکرد پایداری هشدار می‌دهند. این گروه استدلال می‌کنند که اگر اقدامات پایداری صرفاً باهدف «تطابق نمادین» و یا «سبزشویی» و بدون تعهد واقعی صورت گیرد، می‌تواند منجر به انحراف منابع و ناکارآمدی سرمایه‌گذاری شود (هریماوان^۱ و همکاران، ۲۰۲۲). علاوه بر مسئله انگیزه‌های مدیریتی، دارند^۲ و همکاران (۲۰۲۲) چالش فقدان استانداردهای یکپارچه در اندازه‌گیری پایداری را مطرح می‌کنند؛ به‌زعم آن‌ها، این پیچیدگی و ابهام می‌تواند موجب تصمیم‌گیری‌های نامتعارف شده و در نهایت کارایی سرمایه‌گذاری را تضعیف نماید.

در محیط اقتصادی ایران نیز همگام با روندهای جهانی، پژوهش‌هایی جهت واکاوی این رابطه صورت گرفته است که عمدتاً همسو با «نظریه ذی‌نفعان» و رویکرد ارزش‌آفرینی پایداری هستند. نتایج مطالعه تقی‌زاده خانقاه و زینالی (۱۳۹۵) نشان می‌دهد که مسئولیت‌پذیری اجتماعی تأثیری مثبت بر کارایی سرمایه‌گذاری و نقش بازدارنده در برابر انحراف منابع (بیش سرمایه‌گذاری و کم سرمایه‌گذاری) دارد. این یافته‌ها توسط فخاری و همکاران (۱۳۹۵) نیز تأیید شده است؛ آن‌ها دریافته‌اند که افشای اطلاعات مسئولیت اجتماعی با کاهش عدم تقارن اطلاعاتی به بهبود کارایی سرمایه‌گذاری می‌انجامد. پژوهش‌های دیگری نظیر وقفی و همکاران (۱۴۰۱) و انور خطیبی و حکیمی (۱۴۰۲) نیز با بررسی ابعاد مالی و غیرمالی پایداری، شواهد تجربی در تأیید تأثیر مثبت عملکرد پایداری بر کارایی تخصیص سرمایه در شرکت‌های ایرانی ارائه کرده‌اند. ابراهیمی کردلر و همکاران (۱۴۰۴) نیز نشان دادند مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکتی تأثیر مثبت بر کارایی سرمایه‌گذاری در نیروی انسانی دارد.

بنابراین، بر اساس استدلال‌های فوق و شواهد تجربی پیشین، فرضیه اول به‌صورت زیر ارائه می‌شود:

فرضیه اول) عملکرد پایداری تأثیر معناداری بر کارایی سرمایه‌گذاری دارد.

۲-۲- نقش تعدیلی محیط نهادی

محیط نهادی، مجموعه‌ای درهم‌تنیده از چارچوب‌های رسمی (نظیر سیستم‌های قانونی و سیاست‌های نظارتی) و غیررسمی (همچون هنجارهای اجتماعی و پویایی‌های بازار) است که رفتار شرکتی و تصمیمات استراتژیک مدیران را به‌شدت تحت‌الشعاع قرار می‌دهد (بالاکریشن^۳ و همکاران، ۲۰۲۳). بر اساس نظریه نهادی، سازمان‌ها برای کسب مشروعیت و بقا، ناگزیرند شیوه‌های عملیاتی خود را با انتظارات اجتماعی و استانداردهای نظارتی همسو سازند؛ امری که آن‌ها را به سمت پذیرش و حمایت از اقدامات پایداری سوق می‌دهد (ریسی^۴ و همکاران، ۲۰۲۳). در بافت

^۱. Harymawan

^۲. Darnall

^۳. Balakrishnan

^۴. Risi

اقتصادی ایران، جایی که رشد نامتوازن اقتصادی منجر به نابرابری‌هایی در کیفیت محیط نهادی شده است، بررسی ویژگی‌های محیط نهادی به‌عنوان یک عامل زمینه‌ساز حیاتی برای درک صحیح رفتار شرکت‌ها اهمیت دوچندان می‌یابد. محیط‌های نهادی نه تنها پذیرش شیوه‌های پایداری را شکل می‌دهند، بلکه بر پیامدهای اقتصادی این تصمیمات نیز اثرگذارند. در همین راستا، رضا قلی‌زاده و همکاران (۱۴۰۴) دریافته‌اند که کیفیت محیط نهادی منجر به تقویت تأثیر مثبت درآمدهای منابع طبیعی بر توسعه بازارهای مالی می‌شود.

نظریه نهادی بر مشروعیت تأکید کرده و بیان می‌کند که شرکت‌ها راهبردهای خود را متناسب با کیفیت محیط نهادی تطبیق داده و میان منافع اقتصادی و کسب مشروعیت تعادل برقرار می‌کنند (گارسیا و اورساتو^۱، ۲۰۲۰). مطالعات نشان می‌دهند که در محیط‌های نهادی قوی (با قوانین محکم)، اقدامات پایداری از طریق تقویت شفافیت و پاسخگویی، مستقیماً به بهبود حاکمیت شرکتی و تخصیص بهینه منابع کمک می‌کند. در مقابل، در بسترهای نهادی ضعیف‌تر، عملکرد پایداری نقشی متفاوت ایفا کرده و به‌عنوان ابزاری برای «جبران کمبودهای حاکمیتی» و پر کردن خلأهای نظارتی عمل می‌کند (داس‌گوپتا و روی^۲، ۲۰۲۳؛ راو و یو^۳، ۲۰۲۴). به‌عنوان مثال نصیری و همکاران (۱۴۰۴) نشان داده‌اند تأثیر شاخص‌های توسعه بازار سهام بر آلودگی محیط‌زیست به‌صورت منفی است که نقش مهم محیط نهادی در کاهش آلودگی را نشان می‌دهد؛ بنابراین، تنوع در بسترهای نظارتی و فرهنگی می‌تواند نتایج مالی حاصل از فعالیت‌های پایداری را تغییر دهد؛ به‌طوری‌که نهادهای حمایتی منافع این اقدامات را تقویت می‌کنند، ولی در نهادهای ضعیف، اقدامات پایداری کارکرد جبرانی پیدا می‌کند.

باتکیه‌بر مبنای فوق، این مطالعه به بررسی نقش تعدیل‌گر دو شاخص کلیدی نهادی، یعنی «سطح بازارگرایی» و «توسعه بازار مالی» بر رابطه میان عملکرد پایداری و کارایی سرمایه‌گذاری در محیط در حال توسعه ایران پرداخته است. انتخاب این دو شاخص مبتنی بر نقش بنیادی آن‌ها در شکل‌دهی به ساختار اقتصادی و رفتار شرکتی است: بازارگرایی نمایانگر درجه آزادسازی اقتصادی، کاهش مداخلات دولتی و شدت نیروهای رقابتی است که می‌تواند انگیزه‌های شرکت‌ها برای کارایی را تقویت کند. توسعه بازار مالی نشان‌دهنده عمق، کارایی و اندازه بازارهای مالی نسبت به کل اقتصاد است که بر دسترسی به منابع و کاهش محدودیت‌های مالی اثرگذار است. این دو متغیر در کنار هم تصویری جامع از پیچیدگی و تنوع کیفیت محیط نهادی ارائه می‌دهند (دونگ‌هوی^۴ و همکاران، ۲۰۲۵) و تحلیل چگونگی تعامل شیوه‌های پایداری با این بسترها، فرصتی ارزشمند برای درک عمیق‌تر رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌ها در ایران فراهم می‌آورد.

بازارگرایی به‌عنوان یکی از ارکان کلیدی محیط نهادی، از طریق سازوکارهایی نظیر کاهش عدم تقارن اطلاعات، همسوسازی منافع مدیران و سهامداران و تشویق به اتخاذ رویکردهای بلندمدت، نقش بسزایی در شکل‌دهی به حاکمیت شرکتی و کارایی سرمایه‌گذاری ایفا می‌کند (جیانگ^۵ و همکاران، ۲۰۲۳). استدلال نظری این است که با

^۱. Garcia & Orsato

^۲. DasGupta & Roy

^۳. Rau & Yu

^۴. Donghui

^۵. Jiang

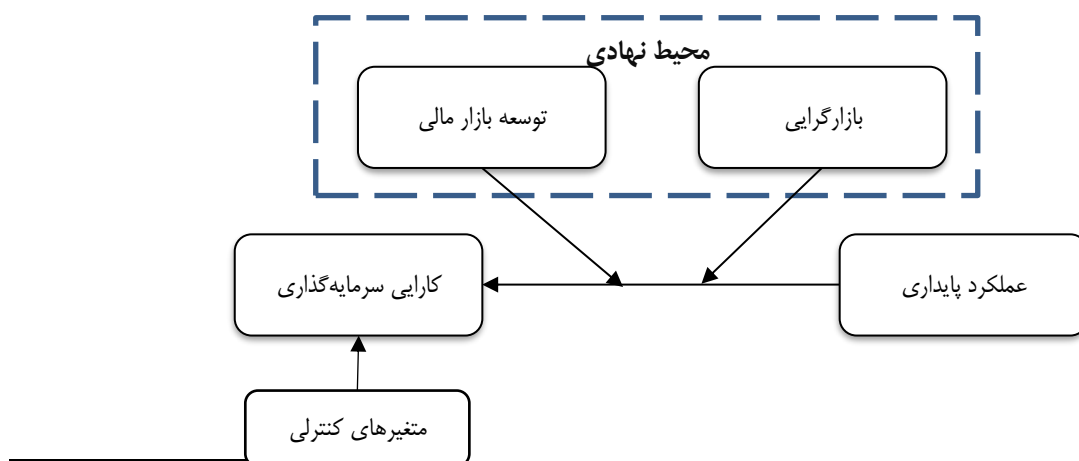
افزایش سطح بازارگرایی، شدت رقابت و شفافیت در تصمیم‌گیری بهبود می‌یابد؛ در چنین شرایطی، از آنجا که ساختارهای حاکمیتی و نیروهای بازار به‌خودی‌خود بخشی از ناکارآمدی‌ها را مرتفع می‌سازند، ممکن است منافع نهایی حاصل از اقدامات پایداری کاهش یابد. در نقطه مقابل، محیط‌های با سطح پایین بازارگرایی که غالباً با ضعف در حاکمیت شرکتی و محافظت محدود از حقوق سرمایه‌گذاران شناخته می‌شوند، شرایطی را پدید می‌آورند که در آن عملکرد پایداری می‌تواند به‌عنوان یک مکانیزم «جایگزین حاکمیتی» عمل کرده و کمبودهای نهادی موجود را جبران نماید (هو^۱ و همکاران، ۲۰۲۱). بنابراین، سطح بازارگرایی یک بستر نهادی می‌تواند شدت و نحوه تأثیرگذاری عملکرد پایداری بر کارایی سرمایه‌گذاری را تحت‌الشعاع قرار دهد.

از سوی دیگر، توسعه بازار مالی با تسهیل جریان اطلاعات، بهبود دسترسی به سرمایه و ارتقای شفافیت، زیرساخت‌های لازم برای تخصیص بهینه منابع را فراهم می‌آورد (وانگ و کو^۲، ۲۰۲۴). شواهد نظری نشان می‌دهد که در سیستم‌های مالی بالغ و توسعه‌یافته، اگرچه شیوه‌های پایداری به دلیل کارایی بالای بازار سرمایه و جریان آزاد اطلاعات مؤثر هستند، اما به دلیل وجود مکانیزم‌های قدرتمند اصلاح‌کننده در بازار، ممکن است ارزش افزوده نهایی آن‌ها تعدیل شود (گلدستین^۳، ۲۰۲۳). این در حالی است که در سیستم‌های مالی کمتر توسعه‌یافته، عملکرد پایداری نقشی حیاتی‌تر ایفا می‌کند و عمدتاً به‌عنوان یک «سیگنال کیفیت» قدرتمند برای جذب سرمایه‌گذاران و کاهش اصطکاک‌های تأمین مالی عمل می‌کند. بدین ترتیب، توسعه بازار مالی با تقویت نقش سیگنال‌دهی پایداری در بازارهای در حال توسعه، رابطه میان عملکرد پایداری و کارایی سرمایه‌گذاری را تعدیل می‌کند. بر مبنای این استدلال‌های نظری و نقش تبیین‌کننده محیط نهادی، فرضیه‌های دوم و سوم پژوهش به شرح زیر تدوین می‌گردند:

فرضیه دوم) بازارگرایی رابطه بین عملکرد پایداری و کارایی سرمایه‌گذاری را تعدیل می‌کند.

فرضیه سوم) توسعه بازار مالی رابطه بین عملکرد پایداری و کارایی سرمایه‌گذاری را تعدیل می‌کند.

به طور کلی با توجه به چارچوب نظری یکپارچه پیشنهادی در این پژوهش و فرضیه‌های تبیین شده، می‌توان مدل مفهومی زیر را پیشنهاد کرد:



شکل ۲- مدل مفهومی پژوهش (منبع: دونگهوی و همکاران، ۲۰۲۵)

^۱. Hou

^۲. Wang & Qu

^۳. Goldstein

۳- روش‌شناسی پژوهش

روش پژوهش، توصیفی همبستگی مبتنی بر تحلیل رگرسیون چندمتغیره است و برای آزمون فرضیه‌ها از تکنیک‌های اقتصادسنجی و نرم‌افزار Eviews نسخه ۱۲ استفاده شده است. جامعه آماری هدف کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران از سال ۱۳۹۴ تا ۱۴۰۳ است. از بین شرکت‌های بورسی، تعداد ۱۶۰ شرکت غیرمالی به‌عنوان جامعه آماری غربال شده، انتخاب شدند.

دلیل انتخاب نکردن شرکت‌های فرابورسی این است که این شرکت‌ها به‌طور معمول شفافیت کمتری نسبت به شرکت‌های بورسی دارند. برای پژوهش‌هایی که مبتنی بر اطلاعات دقیق، استاندارد و قابل مقایسه هستند، این ناهمگنی موجب سوگیری در برآوردها می‌شود؛ بنابراین انتخاب صرفاً شرکت‌های بورسی، دقت و همگنی داده‌ها را افزایش می‌دهد. بیشتر پژوهش‌های مالی بین‌المللی نیز نمونه را از بازارهای اصلی انتخاب می‌کنند. همچنین، به دلیل ساختار سرمایه متفاوت و نهادهای نظارتی مستقل، شرکت‌های مالی کنار گذاشته شدند. بعلاوه، شرکت‌ها از صنایع مختلفی انتخاب شده‌اند تا نمای وسیع‌تری از بخش‌های اقتصادی ارائه دهد و استراتژی‌ها و اقدامات شرکت‌های غیرمالی را نشان دهد. از طرفی، شرکت‌های منتخب همگی دارای پایان مالی ۲۹ اسفند هستند تا با یکسان‌سازی پایان سال مالی تمام شرکت‌ها، اطمینان حاصل می‌شود که داده‌های سالانه نمونه، یک دوره زمانی یکسان را پوشش داده و در معرض شوک‌های اقتصادی و تغییرات مقرراتی مشابهی قرار گرفته‌اند و نتایج، تحت تأثیر تفاوت‌های فصلی نباشد. در نهایت، شرکت‌های منتخب تغییر سالی مالی نداشته‌اند تا قابلیت مقایسه صورت‌های مالی حفظ شود. روند غربالگری جامعه آماری در جدول ۱ مشاهده می‌شود.

جدول ۱- روند غربالگری جامعه آماری

تعداد	شرح معیارها
۷۹۷	تعداد نمادهای معاملاتی در بورس و فرابورس در پایان سال ۱۴۰۳
	کسر می‌شود:
(۴۰۵)	شرکت‌های فرابورسی
(۱۲۴)	شرکت‌های با ماهیت مالی
(۶۹)	شرکت‌هایی که پایان سال مالی آن‌ها ۲۹ اسفند نیست.
(۲۱)	شرکت‌هایی که در طول دوره مورد بررسی حضور کامل در بورس نداشته‌اند.
(۱۸)	شرکت‌هایی که تغییر سال مالی داده‌اند.
۱۶۰	شرکت‌های غربال شده از جامعه آماری پژوهش

۳-۱- مدل‌های رگرسیونی برای آزمون فرضیه‌ها

برای آزمون فرضیه اول از مدل رگرسیونی ۱ استفاده شده است.

$$INV_{it} = \beta_0 + \beta_1 ESG_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 TOBINQ_{it} + \beta_6 CFO_{it} + \beta_7 IND_{it} + \beta_8 SALE_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

در این مدل اگر β_1 از لحاظ آماری معنادار باشد، فرضیه اول رد نمی‌شود.

برای آزمون فرضیه دوم از مدل رگرسیونی ۲ استفاده شده است.

$$INV_{it} = \beta_0 + \beta_1 ESG_{it} + \beta_2 MARKET_{it} + \beta_3 ESG_{it} \times MARKET_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \beta_6 ROA_{it} + \beta_7 TOBINQ_{it} + \beta_8 CFO_{it} + \beta_9 TOP_{it} + \beta_{10} IND_{it} + \beta_{11} SALE_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

در این مدل اگر β_3 از لحاظ آماری معنادار باشد، فرضیه دوم رد نمی‌شود.

برای آزمون فرضیه سوم از مدل رگرسیونی ۳ استفاده شده است.

$$INV_{it} = \beta_0 + \beta_1 ESG_{it} + \beta_2 FMD_{it} + \beta_3 ESG_{it} \times FMD_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \beta_6 ROA_{it} + \beta_7 TOBINQ_{it} + \beta_8 CFO_{it} + \beta_9 TOP_{it} + \beta_{10} IND_{it} + \beta_{11} SALE_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

در این مدل نیز اگر β_3 از لحاظ آماری معنادار باشد، فرضیه سوم رد نمی‌شود.

مدل‌های رگرسیونی برگرفته از پژوهش دونگه‌وی و همکاران (۲۰۲۵) هستند. در این مدل‌ها INV نماد کارایی سرمایه‌گذاری؛ ESG نماد عملکرد پایداری؛ MARKET نماد بازارگرایی؛ FMD نماد توسعه بازار مالی؛ SIZE نماد اندازه شرکت؛ LEV نماد اهرم مالی؛ ROA نماد نرخ بازدهی دارایی؛ TOBINQ نماد فرصت رشد؛ CFO نماد جریان نقد عملیاتی؛ IND نماد استقلال هیئت‌مدیره؛ SALE نماد نسبت فروش؛ i نماد شرکت‌های منتخب در جامعه آماری؛ t نماد سال‌های آماری مورد بررسی؛ β نماد ضرایب و ε نماد پسماندهای مدل هستند.

۳-۲- نحوه اندازه‌گیری متغیرها و گردآوری داده‌ها

عملکرد پایداری (متغیر مستقل): برای تعیین سطح عملکرد پایداری شرکت‌ها از مدل KLD استفاده شده است. در این مدل چک‌لیستی از اقداماتی که شرکت‌ها می‌توانند در راستای توسعه پایدار خود و بهبود عملکرد پایداری انجام دهند در سه بُعد زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی ارائه شده و چنانچه شرکت مورد مطالعه از نظر شاخص مورد نظر دارای نقاط قوت باشد، یعنی آن شاخص را افشا کرده باشد، ارزش ۱ و در غیر این صورت ارزش ۰ به آن تعلق می‌گیرد.

در نهایت با جمع تمام ابعاد فوق یک امتیاز کلی برای عملکرد پایداری به دست می‌آید. اطلاعات لازم برای این متغیرها در گزارش‌های عملکرد هیئت‌مدیره شرکت‌ها افشاء می‌شود. ابتدا با استفاده از تحلیل متنی گزارش‌های سالانه عملکرد هیئت‌مدیره، هر یک از این شاخص‌ها و اقداماتی که شرکت‌ها در راستای آن انجام داده‌اند بررسی و امتیاز آن لحاظ شده و سپس از مجموع امتیاز این سه بُعد کل امتیاز عملکرد پایداری به دست می‌آید (امین و همکاران، ۱۳۹۷). مجموع این سه بُعد، شاخص کلی عملکرد پایداری شرکت را تشکیل می‌دهد. این اطلاعات به ذی‌نفعان

کمک می‌کند تا از عملکرد شرکت در حوزه‌های پایداری زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی آگاهی پیدا کنند؛ بنابراین، امتیاز کلی عملکرد پایداری به شکل زیر محاسبه می‌شود:

امتیاز کلی عملکرد پایداری = امتیاز عملکرد پایداری زیست‌محیطی + امتیاز عملکرد پایداری اجتماعی + امتیاز عملکرد پایداری حاکمیتی

این چک‌لیست به تفکیک هر بُعد در جدول ۲ و ۳ و ۴ مشاهده می‌شود.

جدول ۲- چک‌لیست عملکرد پایداری زیست‌محیطی

ردیف	گزارش عملکرد
۱	محصولات و خدمات سبز: ساخت محصول مطابق با محیط زیست و کارا در مصرف انرژی.
۲	جلوگیری از آلاینده‌گی: شرکت دارای برنامه‌های پیشگیری از آلودگی شدید، از جمله کاهش میزان انتشار و برنامه‌های کاهش سموم است.
۳	بازیافت: شرکت از مواد بازیافتی بعنوان موادخام در فرایندهای تولید استفاده می‌کند و یا عامل اصلی در صنعت بازیافت است.
۴	انرژی پاک: شرکت اقدامات قابل توجهی را برای کاهش تأثیر بر تغییرات آب و هوایی و آلودگی هوا از طریق استفاده از انرژی‌های تجدیدپذیر و سوخت پاک یا از طریق بهره‌وری و صرفه‌جویی در انرژی انجام داده است.
۵	دریافت جایزه و لوح تقدیر در زمینه محیط زیست
۶	سیستم‌های مدیریتی: دریافت گواهی ایزو ۱۴۰۰۱ توسط شرکت برای سیستم‌های مدیریتی شرکت
افشا = ۱ و عدم افشا = ۰	

جدول ۳- چک‌لیست عملکرد پایداری اجتماعی

ردیف	گزارش عملکرد
۱	امور خیریه: در صورتی که شرکت بخشی از سود خالص قبل از کسر مالیات را به امور خیریه اختصاص دهد.
۲	امور خیریه خارج از ایران: شرکت کمک‌های خود یا ابتکارات نوآورانه‌ای را در برنامه‌های خود در خارج از کشور انجام دهد.

۳	برنامه حمایت از مسکن: برنامه‌های حمایتی مسکن در سطح شرکت و ملی
۴	برنامه حمایت از تحصیل: شرکت برنامه حمایتی برای تحصیل ابتدایی و راهنمایی داشته باشد یا برنامه‌ای برای آموزش شغل جوانان برگزار کند.
۵	برنامه حمایت از ورزش: شرکت برنامه حمایتی برای ورزش در سطح شرکت، استانی و ملی داشته باشد.
۶	اجرای برنامه‌های نوآورانه: اختصاص بودجه کمک به شرکت‌های غیر انتفاعی در شرایط نامناسب اقتصادی
۷	سلامت کارکنان: ارتقای کیفیت خدمات و حمایت درمان کارکنان و افراد تحت تکلف
۸	ایمنی کارکنان: ایجاد قابلیت رهبری ایمنی در سطوح سازمان جهت دستیابی به آسیب صفر، بهبود ایمنی و بهداشت، استقرار سیستم مدیریت ایمنی فرایند.
افشا = ۱ و عدم افشا = ۰	

جدول ۴- چک‌لیست عملکرد پایداری حاکمیتی

ردیف	گزارش عملکرد
۱	پاداش: در صورتی که شرکت پاداشی در سال مالی به مدیران ارشد داده باشد.
۲	قوت مالکیت: در صورتی که شرکت، صاحب ۲۰ تا ۵۰ درصد از سهام شرکت‌های دیگر باشد.
۳	قوت شفافیت: شرکت گزارش مؤثری از اندازه‌گیری‌های زیست‌محیطی، اجتماعی و یا موضوع خاص شرکتی داشته باشد.
۴	قوت اجرایی: در صورتی که شرکت از مدیران اجرایی خانم در شرکت و هیئت‌مدیره استفاده کند.
افشا = ۱ و عدم افشا = ۰	

کارایی سرمایه‌گذاری (متغیر وابسته): کارایی سرمایه‌گذاری (INV) به تخصیص بهینه منابع به پروژه‌هایی با ارزش خالص فعلی مثبت اشاره دارد (گارسیا لارا^۱ و همکاران، ۲۰۱۶). از آنجاکه اندازه‌گیری مستقیم آن چالش‌برانگیز است، مدل ریچاردسون^۲ (۲۰۰۶) به عنوان معیار اصلی استفاده شده است (معادله (۴)) و INV نمایانگر قدرمطلق باقیمانده‌های این مدل است که انحرافات از کارایی بهینه را نشان می‌دهد. باقیمانده‌های رگرسیون نشان‌دهنده ناکارایی سرمایه‌گذاری هستند، به طوری که وقتی از آن قدرمطلق گرفته می‌شود، مقادیر بزرگ‌تر کارایی کمتری را منعکس

^۱. García Lara

^۲. Richardson

می‌کنند و مقادیر کوچک‌تر کارایی بیشتری را نشان می‌دهند؛ بنابراین برای اینکه معیار مستقیمی ایجاد شود قدرمطلق باقیمانده‌ها در (۱-) ضرب می‌شود.

$$INV_{it} = \beta_0 + \beta_1 Q_{it-1} + \beta_2 CASH_{it-1} + \beta_3 AGE_{it-1} + \beta_4 SIZE_{it-1} + \beta_5 LEV_{it-1} + \beta_6 RETURN_{it-1} + \beta_7 INV_{it-1} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

مطابق با این مدل، عوامل تعیین‌کننده سرمایه‌گذاری شامل معیارهای فرصت‌های رشد، مانده نقدی، سن شرکت، اندازه شرکت، اهرم مالی و بازدهی سهام هستند. در این مدل INV کل سرمایه‌گذاری است که از مجموع خالص افزایش در دارایی‌های مشهود و دارایی‌های نامشهود محاسبه و بر کل دارایی در ابتدای دوره تقسیم شده است. Q نسبت کیوتو بین برابر با مجموع ارزش دفتری بدهی و ارزش بازار سهام به کل دارایی است. $CASH$ مجموع وجه نقد و سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت تقسیم بر کل دارایی است. AGE سن شرکت برابر با لگاریتم طبیعی تعداد سال‌های فعالیت شرکت از زمان تأسیس آن است. $SIZE$ اندازه شرکت برابر با لگاریتم طبیعی کل دارایی شرکت است. LEV اهرم مالی برابر با نسبت کل بدهی به کل دارایی است. $RETURN$ بازده سالانه سهام است. داده‌های موردنیاز در اینجا از صورت‌های مالی حسابرسی شده، گزارش‌های مالی سالانه و بایگانی بورس اوراق بهادار تهران، گردآوری شده‌اند.

بازارگرایی (متغیر تعدیلگر): این متغیر برابر است با لگاریتم طبیعی ارزش بازار سهام که از بانک اطلاعات سری‌مانی بانک مرکزی استخراج شده و هرچه بزرگ‌تر باشد، به معنای بازارگرایی بیشتر است (دونگهوی و همکاران، ۲۰۲۵). **توسعه بازار مالی (متغیر تعدیلگر):** به پیروی از چیت‌سازان و همکاران (۱۴۰۰) از رابطه ۵ برای اندازه‌گیری توسعه بازار مالی استفاده می‌شود:

$$\text{توسعه بازار مالی} = \frac{1}{2} \times \left(\frac{\text{ارزش بازار سهام}}{GDP} + \frac{\text{ارزش معاملات سهام}}{GDP} \right) \quad (5)$$

اطلاعات موردنیاز برای محاسبه این رابطه از بانک اطلاعات سری‌مانی اقتصادی بانک مرکزی استخراج شده و هرچه بزرگ‌تر باشد، به معنای توسعه بیشتر در بازار سرمایه است.

متغیرهای کنترلی: مجموعه‌ای از متغیرهای کنترلی باتوجه به ادبیات پیشین برای کنترل سایر شرایط در نظر گرفته شده‌اند که نحوه اندازه‌گیری آن‌ها به شرح زیر است و داده‌های آن‌ها از صورت‌های مالی حسابرسی شده و بایگانی بازار سرمایه گردآوری شده‌اند:

اندازه شرکت: لگاریتم طبیعی کل دارایی

اهرم مالی: نسبت کل بدهی به کل دارایی

نرخ بازده دارایی: نسبت سود خالص به کل دارایی
 فرصت رشد: نسبت مجموع بدهی و ارزش بازار سهام به دارایی
 جریان نقد عملیاتی: نسبت جریان نقد خالص حاصل از فعالیت‌های عملیاتی به کل دارایی
 استقلال هیئت‌مدیره: نسبت اعضای غیرموظف به کل اعضای هیئت‌مدیره
 فروش شرکت: نسبت کل فروش به کل دارایی

۴- یافته‌ها

۴-۱- آمار توصیفی

اولین گام در بخش تحلیل داده‌ها ارائه آمار توصیفی است که نتایج آن در جدول ۵ مشاهده می‌شود. لازم به توضیح است که تعداد مشاهدات برابر با ۱۶۰۰ سال - شرکت است و به‌منظور جلوگیری از سوگیری در نتایج، مشاهدات پرت در صدک‌های ۱ و ۹۹ ویرایش^۱ شدند.

جدول ۵- آمار توصیفی

نام متغیر	میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	انحراف معیار
کارایی سرمایه‌گذاری	-۰.۱۴۹	-۰.۰۸۷	-۰.۰۰۲	-۱.۶۳۵	۰.۲۴۰
عملکرد پایداری	۱۰.۰۱۱	۱۰	۱۵	۴	۱.۶۰۰
بازارگرایی	۱۶.۸۱۳	۱۷.۲۶۱	۱۸.۶۰۹	۱۴.۹۸۵	۱.۳۷۶
توسعه بازار مالی	۰.۴۷۱	۰.۳۶۴	۱.۴۵۶	۰.۱۳۴	۰.۴۰۴
اندازه شرکت	۱۵.۷۵۲	۱۵.۵۶۷	۲۲.۲۱۶	۱۱.۱۹۷	۱.۸۷۱
اهرم مالی	۰.۵۱۷	۰.۵۱۶	۰.۹۰۲	۰.۱۰۳	۰.۱۹۹
نرخ بازده دارایی	۰.۱۷۰	۰.۱۴۷	۰.۶۰۹	-۰.۱۸۳	۰.۱۵۹
فرصت رشد	۳.۱۵۳	۲.۳۸۳	۱۴.۲۳۹	۰.۹۴۴	۲.۳۰۱
جریان نقد عملیاتی	۰.۱۲۹	۰.۱۰۶	۰.۵۰۴	-۰.۱۷۷	۰.۱۳۴
استقلال هیئت‌مدیره	۰.۵۹۸	۰.۶	۱	۰.۲	۰.۱۸۹
فروش شرکت	۱.۰۶۴	۰.۸۴۶	۴.۶۹۸	۰.۱۹۶	۰.۷۷۵

منبع: یافته‌های پژوهشگر

آمار توصیفی نشان می‌دهد انحراف از سطح بهینه سرمایه‌گذاری به طور متوسط برابر با ۱۴.۹ درصد در بین شرکت‌های ایرانی است. همچنین میانگین امتیاز عملکرد پایداری ۱۰.۰۱ است که نشان‌دهنده مشارکت متوسط در زمینه پایداری

^۱. winsorized

در بین شرکت‌های ایرانی است. میانگین ۱۶.۸۱۳ برای متغیر بازارگرایی، بیانگر سطح متوسطی از عمق بازار و نفوذ نیروهای بازار سرمایه در دوره پژوهش است. این مقدار نشان می‌دهد که شرکت‌های نمونه به‌طور متوسط در محیطی با حجم سرمایه مناسب و تأثیرگذاری مکانیزم‌های بازار فعالیت داشته‌اند؛ امری که بستر مناسبی را برای آزمون نقش تعدیل‌گری بازارگرایی فراهم می‌آورد. میانگین ۰.۴۷۱ برای متغیر توسعه بازار مالی، بیانگر آن است که به‌طور متوسط، ترکیبی از عمق (ارزش بازار) و فعالیت (ارزش معاملات) بازار سهام، سهمی معادل ۴۷ درصد نسبت به تولید ناخالص داخلی داشته است؛ امری که نشان‌دهنده نفوذ متوسط بازار سرمایه در اقتصاد کشور طی دوره مورد بررسی است. با این حال، فاصله قابل توجه میان مقدار کمینه (۰.۱۳۴) و بیشینه (۱.۴۵۶) حاکی از نوسانات شدید و تغییرات ساختاری عمیق در سطح توسعه‌یافتگی بازار مالی در سال‌های مختلف است. این پراکندگی بالا (تنوع در داده‌ها) یک مزیت آماری محسوب می‌شود، زیرا بستر مناسبی را فراهم کرده تا پژوهشگر بتواند نقش تعدیل‌گری توسعه بازار مالی را در طیفی گسترده (از شرایط رکود و توسعه‌نیافتگی تا شرایط رونق و توسعه‌یافتگی بالا) آزمون کند.

آمار توصیفی متغیرهای کنترلی نیز نشان می‌دهد که به‌طور متوسط شرکت‌های منتخب بزرگ (میانگین ۱۵/۷۵۲)، اهرمی (میانگین ۵۱/۷ درصد)، تا حدودی سودآور (میانگین ۱۷ درصد)، با فرصت‌های رشد مطلوب (میانگین ۳.۱۵۳)، دارای جریان نقد مثبت (میانگین ۱۲.۹ درصد)، هیئت‌مدیره مستقل (میانگین ۵۹.۸ درصد) و فروش بالا (میانگین ۱۰۶ درصد) هستند.

۴-۲- آزمون همبستگی

در این بخش برای بررسی وجود مسئله همخطی زوجی، به انجام آزمون همبستگی اسپیرمن پرداخته شده که نتیجه آن در جدول ۶ مشاهده می‌شود.

جدول ۶- آزمون همبستگی

SALE	IND	CFO	TOBINQ	ROA	LEV	SIZE	FMD	MARKET	ESG	INV	
۰.۱۰۸	-۰.۰۵۱	۰.۰۸۴	-۰.۱۳۱	۰.۰۱۱	۰.۰۹۲	-۰.۰۴۸	۰.۱۷۲	۰.۰۴۹	۰.۰۱۳	۱	کارایی
۰.۰۰۰	۰.۰۳۷	۰.۰۰۰	۰.۰۰۰	۰.۶۵۲	۰.۰۰۰	۰.۰۵۲	۰.۰۰۰	۰.۰۴۸	۰.۵۸۷	---	سرمایه‌گذاری
۰.۰۰۷	-۰.۰۳۸	۰.۱۱۳	۰.۰۲۲	۰.۲۶۹	-۰.۲۳۴	۰.۳۲۲	۰.۳۴۸	۰.۴۲۵	۱		عملکرد
۰.۷۵۷	۰.۱۲۶	۰.۰۰۰	۰.۳۷۷	۰.۰۰۰	۰.۰۰۰	۰.۰۰۰	۰.۰۰۰	۰.۰۰۰	---		پایداری
۰.۰۹۵	-۰.۰۴۸	۰.۰۱۸	۰.۰۴۲	۰.۳۰۱	-۰.۲۲۵	۰.۵۶۹	۰.۷۵۷	۱			بازارگرایی
۰.۰۰۰	۰.۰۵۰	۰.۴۵۲	۰.۰۸۹	۰.۰۰۰	۰.۰۰۰	۰.۰۰۰	۰.۰۰۰	---			
۰.۰۸۰	۰.۰۳۰	۰.۰۱۰	۰.۱۹۶	۰.۳۲۴	-۰.۲۲۱	۰.۴۲۳	۱				توسعه بازار
۰.۰۰۱	۰.۲۲۵	۰.۶۷۶	۰.۰۰۰	۰.۰۰۰	۰.۰۰۰	۰.۰۰۰	---				مالی
۰.۰۵۲	-۰.۰۴۳	۰.۱۱۲	-۰.۰۶۸	۰.۲۵۸	-۰.۱۰۹	۱					اندازه شرکت

۰.۰۳۴	۰.۰۷۸	۰.۰۰۰	۰.۰۰۶	۰.۰۰۰	۰.۰۰۰	---	
۰.۱۱۰	-۰.۱۴۹	-۰.۲۴۶	-۰.۱۸۷	-۰.۵۹۰	۱		اهرم مالی
۰.۰۰۰	۰.۰۰۰	۰.۰۰۰	۰.۰۰۰	۰.۰۰۰	---		
۰.۲۱۲	۰.۱۱۰	۰.۵۰۶	۰.۴۰۷	۱			نرخ بازدهی
۰.۰۰۰	۰.۰۰۰	۰.۰۰۰	۰.۰۰۰	---			دارایی
۰.۱۵۷	۰.۰۸۳	۰.۱۹۷	۱				فرصت رشد
۰.۰۰۰	۰.۰۰۰	۰.۰۰۰	---				
۰.۲۳۷	۰.۰۶۶	۱					جریان نقد
۰.۰۰۰	۰.۰۰۷	---					عملیاتی
-۰.۰۱۵	۱						استقلال
۰.۵۴۱	---						هیئت مدیره
۱							فروش
---							شرکت

منبع: یافته‌های پژوهشگر

نتایج آزمون همبستگی نشان داد همبستگی شدید و قوی بین متغیرهای توضیحی در مدل‌های رگرسیونی وجود ندارد و بیشترین همبستگی معنادار بین متغیرهای بازارگرایی و توسعه بازار مالی است که در یک مدل قرار ندارند، لذا نتایج از مشکل همخطی رنج نمی‌برد و نگرانی از بابت ایجاد رگرسیون کاذب وجود ندارد. همچنین، این آزمون نشان می‌دهد عملکرد پایداری و کارایی سرمایه‌گذاری، همبستگی مثبت با یکدیگر دارند، اما ضریب آن غیرمعنادار است. بعلاوه، کارایی سرمایه‌گذاری و عملکرد پایداری با بازارگرایی و توسعه بازار مالی، همبستگی مثبت و معناداری دارند که نشان می‌دهد در محیط نهادی ایران، گسترش نیروهای بازار و زیرساخت‌های مالی، همسو با ارتقای رفتار شرکتی عمل می‌کند که این نتیجه نشان‌دهنده اهمیت ارزیابی نقش تعدیلی محیط نهادی بر رابطه بین استراتژی‌های و تصمیمات شرکتی در بستر ایران است.

۳-۴- تحلیل رگرسیون و آزمون فرضیه‌ها

از تکنیک‌های اقتصادسنجی با نرم‌افزار ایویوز ۱۲ برای تحلیل رگرسیون چندمتغیره و آزمون فرضیه‌ها استفاده شده است.

۳-۴-۱- آزمون فرضیه اول

برای آزمون فرضیه اول مدل رگرسیونی ۱ به کار گرفته شده است. به این منظور ابتدا آزمون‌های تشخیصی چاو و هاسمن و سپس برآورد مدل با بهترین رویکرد انجام شده که نتایج آن در جدول ۷ مشاهده می‌شود. نتایج آزمون‌های تشخیصی نشان داد بهترین رویکرد برای برآورد مدل ۱، استفاده از روش اثرات ثابت است؛ لذا این مدل به‌منظور آزمون فرضیه اول با روش اثرات ثابت و تکنیک حداقل مربعات تعمیم‌یافته (EGLS) برای رفع نگرانی از بابت نقض فروض کلاسیک برآورد شده است.

جدول ۷- برآورد مدل ۱

$INV_{it} = \beta_0 + \beta_1 ESG_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 TOBINQ_{it} + \beta_6 CFO_{it} + \beta_7 IND_{it} + \beta_8 SALE_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$					
VIF	سطح معناداری	آماره t	خطای استاندارد	ضریب	نام متغیر
---	۰.۵۰۴	-۰.۶۶۷	۰.۰۰۱	-۰.۰۰۱	ضریب ثابت
۱.۱۷۴	۰.۰۰۵	۲.۸۰۰	۰.۰۳۳	۰.۰۹۳	عملکرد پایداری
۱.۲۰۸	۰.۰۰۰	-۵.۴۹۹	۰.۰۰۲	-۰.۰۱۵	اندازه شرکت
۱.۶۹۲	۰.۰۰۰	۷.۲۱۸	۰.۰۳۵	۰.۲۵۵	اهرم مالی
۲.۳۸۰	۰.۰۰۰	۴.۳۰۴	۰.۰۳۲	۰.۱۴۰	نرخ بازدهی دارایی
۱.۱۵۶	۰.۰۰۰	-۶.۰۹۰	۰.۰۰۱	-۰.۰۰۷	فرصت رشد
۱.۴۴۲	۰.۰۰۴	۲.۸۳۶	۰.۰۲۰	۰.۰۵۶	جریان نقد عملیاتی
۱.۰۳۸	۰.۲۸۳	-۱.۰۷۲	۰.۰۱۱	-۰.۰۱۲	استقلال هیئت‌مدیره
۱.۰۹۷	۰.۰۰۰	۵.۶۱۲	۰.۰۰۷	۰.۰۴۳	فروش شرکت
سطح معناداری آماره فیشر				۲.۹۷۷	آماره فیشر
ضریب تعیین تعدیل شده				۰.۵۷۷	ضریب تعیین
روش با اثرات (پانل دیتا) مناسب است.				۱.۵۹۷	آزمون چاو
				(۰/۰۰۰)	
روش اثرات ثابت مناسب است.				۱۳۸.۳۹۹	آزمون هاسمن
				(۰/۰۰۰)	

منبع: یافته‌های پژوهشگر

آماره فیشر بیانگر معناداری کلی مدل است و ضریب تعیین نشان می‌دهد متغیرهای مستقل قادر به تبیین ۵۷/۷ درصد از تغییرات متغیر وابسته هستند. بعلاوه، برای اطمینان از عدم وجود هم‌خطی شدید از عامل تورم واریانس (VIF) استفاده شده است که مقدار آن برای همه متغیرها کمتر از ۵ و نشان‌دهنده عدم وجود مشکل هم‌خطی جدی است. سطح معناداری آماره t متغیر عملکرد پایداری برابر با ۰/۰۰۵ است که نشان می‌دهد تأثیر عملکرد پایداری بر کارایی

سرمایه‌گذاری در سطح خطای ۱ درصد معنادار است؛ لذا فرضیه اول پذیرفته می‌شود. ضریب عملکرد پایداری نیز برابر با ۰/۰۹۳ است که می‌توان نتیجه گرفت با افزایش یک واحد عملکرد پایداری، کارایی سرمایه‌گذاری به میزان ۰/۰۹۳ واحد افزایش می‌یابد. این نتیجه با نظریه‌های دینفعان هم‌راستا است و نشان می‌دهد که شیوه‌های پایداری، با ترویج پاسخگویی و کاهش عدم تقارن اطلاعات، به عنوان یک دارایی استراتژیک عمل می‌کند که تخصیص منابع شرکت را بهبود می‌بخشد.

۴-۳-۲- آزمون فرضیه دوم

برای آزمون فرضیه دوم مدل رگرسیونی ۲ به کار گرفته شده است. برای این مدل نیز به همان ترتیب ابتدا آزمون‌های تشخیصی چاو و هاسمن و سپس برآورد مدل با بهترین رویکرد انجام شده که نتایج آن در جدول ۸ مشاهده می‌شود. نتایج آزمون‌های تشخیصی نشان داد بهترین رویکرد برای برآورد مدل ۲، استفاده از روش اثرات ثابت است؛ لذا این مدل به منظور آزمون فرضیه دوم با روش اثرات ثابت و تکنیک حداقل مربعات تعمیم‌یافته (EGLS) برای رفع نگرانی از بابت نقض فروض کلاسیک برآورد شده است.

جدول ۸- برآورد مدل ۲

$INV_{it} = \beta_0 + \beta_1 ESG_{it} + \beta_2 MARKET_{it} + \beta_3 ESG_{it} \times MARKET_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \beta_6 ROA_{it} + \beta_7 TOBINQ_{it} + \beta_8 CFO_{it} + \beta_9 TOP_{it} + \beta_{10} IND_{it} + \beta_{11} SALE_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$					
نام متغیر	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری	VIF
ضریب ثابت	۰.۵۲۷	۰.۱۸۸	۲.۸۰۷	۰.۰۰۵	---
عملکرد پایداری	۰.۰۶۵	۰.۰۱۷	۳.۷۵۷	۰.۰۰۰	۱.۲۶۶
بازارگرایی	۰.۰۵۵	۰.۰۱۱	۴.۸۱۷	۰.۰۰۰	۱.۶۹۵
تعامل بازارگرایی و عملکرد پایداری	۰.۰۰۳	۰.۰۰۱	۳.۷۴۹	۰.۰۰۰	۴.۵۳۲
اندازه شرکت	۰.۰۰۲	۰.۰۰۶	۰.۳۹۱	۰.۶۹۵	۱.۵۲۴
اهرم مالی	۰.۲۴۹	۰.۰۳۴	۷.۱۵۸	۰.۰۰۰	۱.۶۹۹
نرخ بازدهی دارایی	۰.۱۶۱	۰.۰۳۳	۴.۸۸۶	۰.۰۰۰	۲.۴۵۱
فرصت رشد	-۰.۰۰۶	۰.۰۰۱	-۵.۰۰۴	۰.۰۰۰	۱.۱۷۷
جریان نقد عملیاتی	۰.۰۳۲	۰.۰۱۸	۱.۷۲۷	۰.۰۸۴	۱.۵۰۷
استقلال هیئت‌مدیره	-۰.۰۰۴	۰.۰۱۱	-۰.۳۷۰	۰.۷۱۱	۱.۰۳۸

فروش شرکت	۰.۰۵۱	۰.۰۰۷	۶.۶۸۷	۰.۰۰۰	۱.۰۹۹
آماره فیش	۳.۰۶۶	سطح معناداری آماره فیش		۰/۰۰۰	
ضریب تعیین	۰.۶۵۱	ضریب تعیین تعدیل شده		۰.۶۴۵	
آزمون چاو	۱.۳۴۴۲	روش با اثرات (پانل دیتا) مناسب است.			
	(۰/۰۰۴)				
آزمون هاسمن	۱۰۱.۳۸	روش اثرات ثابت مناسب است.			
	(۰/۰۰۰)				

منبع: یافته‌های پژوهشگر

آماره فیشر بیانگر معناداری کل مدل است و ضریب تعیین نشان می‌دهد متغیرهای مستقل قادر به تبیین ۶۵/۱ درصد از تغییرات متغیر وابسته هستند. بعلاوه، برای اطمینان از عدم وجود همخطی شدید از عامل تورم واریانس (VIF) استفاده شده است که مقدار آن برای همه متغیرها کمتر از ۵ و نشان‌دهنده عدم وجود مشکل همخطی جدی است. نتایج نشان داد در اینجا نیز عملکرد پایداری تأثیر مثبت و معناداری بر کارایی سرمایه‌گذاری دارد. بعلاوه، بازارگرایی، در سطح خطای ۱ درصد تأثیر مثبت و معناداری بر کارایی سرمایه‌گذاری دارد و با افزایش یک واحد بازارگرایی، کارایی سرمایه‌گذاری به میزان ۰.۰۵۵ واحد افزایش می‌یابد. در نهایت تعامل عملکرد پایداری و بازارگرایی در سطح خطای ۱ درصد تأثیر مثبت و معناداری بر کارایی سرمایه‌گذاری دارد که از فرضیه دوم حمایت می‌کند و نشان می‌دهد با افزایش یک واحد بازارگرایی، تأثیر مثبت عملکرد پایداری بر کارایی سرمایه‌گذاری ۰.۰۰۳ واحد افزایش می‌یابد.

۴-۳-۳- آزمون فرضیه سوم

برای آزمون فرضیه سوم مدل رگرسیونی ۳ به کار گرفته شده است. برای این مدل نیز به همان ترتیب ابتدا آزمون‌های تشخیصی چاو و هاسمن و سپس برآورد مدل با بهترین رویکرد انجام شده که نتایج آن در جدول ۹ مشاهده می‌شود. نتایج آزمون‌های تشخیصی نشان داد بهترین رویکرد برای برآورد مدل ۳، استفاده از روش اثرات ثابت است؛ لذا این مدل به منظور آزمون فرضیه سوم با روش اثرات ثابت و تکنیک حداقل مربعات تعمیم‌یافته (EGLS) برای رفع نگرانی از بابت نقض فروض کلاسیک برآورد شده است.

آماره فیشر این مدل بیانگر معناداری کلی مدل است و ضریب تعیین نشان می‌دهد متغیرهای مستقل قادر به تبیین ۷۰/۱ درصد از تغییرات متغیر وابسته هستند. همچنین، مقادیر عامل تورم واریانس (VIF) نشان‌دهنده عدم وجود مشکل همخطی جدی است.

در اینجا نیز عملکرد پایداری تأثیر مثبت و معناداری بر کارایی سرمایه‌گذاری دارد. بعلاوه، توسعه بازار مالی، در سطح خطای ۱ درصد تأثیر مثبت و معناداری بر کارایی سرمایه‌گذاری دارد و با افزایش یک واحد توسعه بازار مالی،

کارایی سرمایه‌گذاری به میزان ۰.۲۵۴ واحد افزایش می‌یابد. در نهایت تعامل عملکرد پایداری و توسعه بازار مالی در سطح خطای ۱ درصد تأثیر مثبت و معناداری بر کارایی سرمایه‌گذاری دارد که از فرضیه سوم حمایت می‌کند و نشان می‌دهد با افزایش یک واحد توسعه بازار مالی، تأثیر مثبت عملکرد پایداری بر کارایی سرمایه‌گذاری ۰.۰۲۰ واحد افزایش می‌یابد.

جدول ۹- برآورد مدل ۳

$INV_{it} = \beta_0 + \beta_1 ESG_{it} + \beta_2 FMD_{it} + \beta_3 ESG_{it} \times FMD_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \beta_6 ROA_{it} + \beta_7 TOBINQ_{it} + \beta_8 CFO_{it} + \beta_9 TOP_{it} + \beta_{10} IND_{it} + \beta_{11} SALE_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$					
نام متغیر	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری	VIF
ضریب ثابت	-۰.۱۱۷	۰.۰۴۲	-۲.۷۴۶	۰.۰۰۶	---
عملکرد پایداری	۰.۰۰۶	۰.۰۰۲	۲.۸۷۵	۰.۰۰۴	۱.۲۶۳
توسعه بازار مالی	۰.۲۵۴	۰.۰۴۷	۵.۳۱۷	۰.۰۰۰	۱.۳۰۱
تعامل توسعه بازار مالی و عملکرد پایداری	۰.۰۲۰	۰.۰۰۴	۴.۹۸۰	۰.۰۰۰	۳.۵۲۱
اندازه شرکت	-۰.۰۰۸	۰.۰۰۳	-۲.۷۰۲	۰.۰۰۷	۱.۳۲۱
اهرم مالی	۰.۲۵۱	۰.۰۳۴	۷.۲۰۲	۰.۰۰۰	۱.۶۹۶
نرخ بازدهی دارایی	۰.۱۴۵	۰.۰۳۳	۴.۳۸۱	۰.۰۰۰	۲.۳۸۴
فرصت رشد	-۰.۰۰۵	۰.۰۰۱	-۴.۶۱۵	۰.۰۰۰	۱.۱۷۷
جریان نقد عملیاتی	۰.۰۳۹	۰.۰۱۸	۲.۱۲۷	۰.۰۳۳	۱.۴۶۰
استقلال هیئت‌مدیره	-۰.۰۰۶	۰.۰۱۱	-۰.۵۱۶	۰.۶۰۵	۱.۰۳۸
فروش شرکت	۰.۰۴۴	۰.۰۰۷	۵.۷۸۸	۰.۰۰۰	۱.۰۹۷
آماره فیش	۳.۲۵۵	سطح معناداری آماره فیش		۰/۰۰۰	
ضریب تعیین	۰.۷۰۱	ضریب تعیین تعدیل شده		۰.۶۹۲	
آزمون چاو	۱.۴۳۵	روش با اثرات (پانل دیتا) مناسب است.		(۰/۰۰۰)	
آزمون هاسمن	۹۸.۵۲۱	روش اثرات ثابت مناسب است.		(۰/۰۰۰)	

منبع: یافته‌های پژوهشگر

۵- بحث و نتیجه‌گیری

این پژوهش با بهره‌گیری از داده‌های مالی و غیرمالی ۱۶۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی یک دوره ۱۰ ساله منتهی به سال ۱۴۰۳، به واکاوی تجربی رابطه میان عملکرد پایداری و کارایی سرمایه‌گذاری پرداخته و برای نخستین بار، نقش تعدیل‌گر ویژگی‌های نهادی خاص محیط ایران (شامل سطح بازارگرایی و توسعه بازار مالی) را در این معادله وارد نموده است. هدف اصلی، پاسخ به این پرسش بود که آیا در محیط در حال توسعه و پرنوسان ایران، رعایت الزامات زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی می‌تواند به تخصیص بهینه منابع منجر شود؟ و آیا بسترهای کلان اقتصادی، شدت این اثرگذاری را تغییر می‌دهند؟

یافته‌های تجربی بیانگر آن است که بهبود عملکرد پایداری تأثیری مثبت و معنادار بر کارایی سرمایه‌گذاری دارد. این نتیجه که با دستاوردهای پژوهشگران متعددی از جمله دونگهوی و همکاران (۲۰۲۵)، بیلیای-اردوغان و همکاران (۲۰۲۴) و در سطح داخلی با مطالعات تقی‌زاده خانقاه و زینالی (۱۳۹۵)، فخاری و همکاران (۱۳۹۵)، وقفی و همکاران (۱۴۰۱) و انورخطیبی و حکیمی (۱۴۰۲) همسویی دارد، مهر تأییدی بر تئوری ذینفعان در بستر بازار سرمایه ایران است.

تبیین نظری این یافته نشان می‌دهد که اقدامات پایداری تنها یک تعهد اخلاقی یا سربار هزینه نیست؛ بلکه یک مکانیسم استراتژیک برای کاهش عدم تقارن اطلاعاتی است. شرکت‌های پایدار با افشای اطلاعات غیرمالی، شفافیت را افزایش داده و نظارت بر عملکرد مدیریت را تسهیل می‌کنند. این امر موجب کاهش تضاد منافع میان مدیران و سهامداران شده و از اتخاذ تصمیمات مخرب (مانند سرمایه‌گذاری بیش‌ازحد در پروژه‌های فاقد توجیه یا کم‌سرمایه‌گذاری ناشی از محدودیت منابع) جلوگیری می‌کند. به‌ویژه در محیط اقتصادی ایران که با نااطمینانی‌های محیطی و نوسانات بالا روبروست، عملکرد پایداری همچون یک سپر حفاظتی عمل کرده و با جلب اعتماد ذینفعان، جریان منابع مالی را به سمت پروژه‌های کارآمد هدایت می‌کند.

بخش دوم و نوآورانه نتایج، به بررسی تعامل میان عملکرد پایداری و ویژگی‌های نهادی (بازارگرایی و توسعه بازار مالی) اختصاص داشت. یافته‌ها نشان داد که هر دو متغیر نهادی، نقش تعدیل‌گر مثبت (تقویت‌کننده) را در رابطه میان پایداری و کارایی سرمایه‌گذاری ایفا می‌کنند. این یافته‌ها را می‌توان در پرتو تئوری نهادی بدین شرح تفسیر کرد:

نتایج حاکی از آن است که با افزایش سطح بازارگرایی (کاهش مداخلات دولتی و افزایش رقابت)، تأثیر مثبت پایداری بر کارایی سرمایه‌گذاری تقویت می‌شود. در محیطی که مکانیزم‌های بازار حاکم است، فشار رقابتی شرکت‌ها را ملزم می‌سازد تا برای تمایز خود و جذب سرمایه، سیگنال‌های قوی‌تری به بازار ارسال کنند. در چنین شرایطی، عملکرد پایداری به یک مزیت رقابتی کلیدی تبدیل می‌شود. بازارگرایی با حذف موانع ناکارآمد، اجازه می‌دهد تا اطلاعات موجود در گزارش‌های پایداری، سریع‌تر و دقیق‌تر در قیمت‌ها و تصمیمات سرمایه‌گذاری منعکس شود. همچنین، مشخص شد که توسعه بازار مالی (افزایش عمق و کارایی بازار سهام) نیز شدت رابطه مثبت پایداری و کارایی را تشدید می‌کند. بازارهای مالی توسعه‌یافته‌تر، دارای زیرساخت‌های اطلاعاتی قوی‌تر و تحلیلگران خبره‌تری هستند که

توانایی درک و ارزش‌گذاری اطلاعات پایداری را دارند. در نتیجه، در دوره‌هایی که بازار مالی ایران توسعه‌یافته‌تر بوده است، شرکت‌های پایدار با سهولت بیشتری محدودیت‌های تأمین مالی را رفع کرده و منابع را به شکل کارآمدتری تخصیص داده‌اند.

بنابراین، می‌توان نتیجه گرفت که در ایران، توسعه نهادی (حرکت به سمت بازارگرایی و توسعه مالی) در تضاد با اهداف پایداری نیست، بلکه به‌عنوان یک بستر تسهیل‌گر (کاتالیزور) عمل می‌کند. نهادهای قوی‌تر، ارزش اطلاعاتی پایداری را افزایش می‌دهند و باعث می‌شوند شرکت‌ها بتوانند از طریق مسئولیت‌پذیری اجتماعی، به دستاوردهای اقتصادی ملموس‌تری (کارایی سرمایه‌گذاری بالاتر) دست یابند.

این مطالعه با واکاوی عمیق اثرات متقابل عملکرد پایداری و کارایی سرمایه‌گذاری در بستر منحصربه‌فرد و در حال توسعه بازار سرمایه ایران، گامی مؤثر در جهت پر کردن شکاف‌های نظری موجود در ادبیات مالی برداشته است. برخلاف جریان غالب پژوهش‌های پیشین که عمدتاً بر پیامدهای اقتصادی مستقیم آن تمرکز داشته‌اند، این پژوهش به بررسی چگونگی تغییر این روابط تحت تأثیر شرایط محیطی پرداخته و با معرفی و آزمون تجربی نقش تعدیل‌گر بازارگرایی و توسعه بازار مالی، نشان می‌دهد که اثربخشی مکانیسم‌های پایداری تابعی از کیفیت محیط نهادی است. بدین ترتیب، این پژوهش با تلفیق نظریه ذی‌نفعان و نظریه نهادی، درک دقیق‌تر و چندبعدی از پویایی حاکم بر پیامدهای مالی عملکرد پایداری ارائه می‌دهد.

باتکیه بر یافته‌های این پژوهش، پیشنهاد می‌شود مدیران شرکت‌های بورسی نگاه خود به مقوله پایداری را از یک الزام صرفاً قانونی یا اقدامی تبلیغاتی، به یک راه‌برد بنیادین برای مدیریت ریسک و جذب سرمایه ارتقا دهند. آن‌ها باید درک کنند که در شرایط نوسانی اقتصاد ایران، سرمایه‌گذاری در حوزه‌های زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی مستقیماً با بهبود کارایی تصمیمات سرمایه‌گذاری مرتبط است؛ لذا ادغام شاخص‌های پایداری در سیستم‌های ارزیابی عملکرد داخلی و گزارشگری شفاف آن به بازار، ابزاری حیاتی برای جلب اعتماد سرمایه‌گذاران و تأمین مالی کم‌هزینه‌تر محسوب می‌شود. هم‌زمان، به سرمایه‌گذاران نهادی و تحلیلگران بازار توصیه می‌شود در مدل‌های ارزش‌گذاری و انتخاب پرتفوی خود، وزن بیشتری به معیارهای پایداری اختصاص دهند، چراکه یافته‌ها نشان می‌دهد شرکت‌های پایدارتر، رفتار سرمایه‌گذاری منطقی‌تر و انحرافات کمتری دارند. از سوی دیگر، سیاست‌گذاران و نهادهای ناظر بر بازار سرمایه نظیر سازمان بورس، باید توجه داشته باشند که ترویج پایداری با توسعه زیرساخت‌های بازار بهتر عمل می‌کند؛ بنابراین، تدوین هم‌زمان سیاست‌هایی برای تعمیق بازار مالی و بازارگرایی، در کنار الزام شرکت‌ها به رعایت استانداردهای پایداری، می‌تواند چرخه‌ای مثبت ایجاد کند که در آن توسعه نهادی و مسئولیت اجتماعی به تقویت متقابل یکدیگر پرداخته و در نهایت به رشد پایدار اقتصاد ملی منجر شود.

این پژوهش به سیاست‌گذاران پیشنهاد می‌کند که برای بهره‌برداری حداکثری از منافع پایداری، هم‌زمان بر تقویت زیرساخت‌های بازار سرمایه و آزادسازی اقتصادی تمرکز نمایند.

محدودیت عمده این پژوهش، فقدان یک پایگاه داده جامع و استاندارد برای امتیازدهی به عملکرد پایداری شرکت‌ها در ایران است؛ لذا جمع‌آوری داده‌ها مستلزم تحلیل محتوا بوده که ممکن است با قضاوت‌های شخصی همراه باشد؛ بنابراین، در صورتی که در آینده معیارهای مشخصی جهت افشای شاخص‌های پایداری تعریف گردید و یا امکان استفاده از روش‌های دیگری برای اندازه‌گیری عملکرد پایداری میسر شد، ارزیابی عملکرد پایداری با استفاده از این تعاریف و روش‌ها جهت تبیین تأثیر روش اندازه‌گیری بر نتایج پژوهش، به پژوهشگران آتی پیشنهاد می‌گردد.

منابع

ابراهیمی کردلر، علی؛ بیک بشرویه، سلمان؛ سماوات، میلاد؛ و رمضانی، محمدمهدی. (۱۴۰۴). تأثیر افشای مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکتی بر کارایی سرمایه‌گذاری در نیروی انسانی با توجه به نقش میانجی افشای ضعف کنترل‌های داخلی. تحقیقات مالی، ۲۷(۳)، ۶۸۵-۷۱۷.

<http://doi:10.22059/frj.2025.394300.1007736>

امین، وحید؛ فغانی ماکرانی، خسرو؛ و ذبیحی، علی. (۱۳۹۷). مطالعه رابطه بین شرکت‌های دولتی، ابعاد عملکرد پایداری شرکتی و ارزش شرکت. حسابداری دولتی، ۴(۲)، ۷۵-۹۲.

<https://dor.isc.ac/dor/20.1001.1.24234613.1397.4.2.5.7>

انور خطیبی، سعید؛ و حکیمی، محمدامین. (۱۴۰۲). ارتباط بین عملکرد پایداری و کارایی سرمایه‌گذاری با نقش تعدیل‌گری ارزش شرکت. بیست و یکمین همایش ملی حسابداری ایران و سومین همایش بین‌المللی حسابداری ایران (آینده‌پژوهشی در حسابداری، گزارشگری پایداری و تاب‌آوری کسب‌وکارها)، تبریز،

<https://civilica.com/doc/2206638>

تقی‌زاده خانقاه، وحید؛ و زینالی، مهدی. (۱۳۹۵). بررسی تأثیر مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت‌ها بر کارایی سرمایه‌گذاری و نوآوری. حسابداری سلامت، ۵(۲)، ۱-۲۷.

<http://doi:10.30476/jha.2017.39316>

چیت‌سازان، هستی؛ میرلوحی، سید مجتبی؛ بغزیان، آلبرت؛ و نژادالحسینی، ندا سادات. (۱۴۰۰). تأثیر توسعه مالی بر تأمین مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با رویکرد همگرایی باشگاهی. دانش سرمایه‌گذاری، ۱۰(۴۰)، ۳۴۱-۳۵۲.

http://www.jik-ifea.ir/article_18244.html

رضا قلی‌زاده، مهدیه؛ جعفری، حسین؛ و کافی، نرگس. (۱۴۰۴). نقش پیشرفت تکنولوژی، ریسک بازارهای مالی و کیفیت نهادی در تأثیرگذاری درآمدهای منابع طبیعی بر توسعه مالی. پژوهش‌های اقتصادی ایران، ۳۰(۱۰۲)، ۱۶۶-۲۰۸.

<http://doi:10.22054/ijer.2025.81256.1300>

فخاری، حسین؛ رضائی پشته نوئی، یاسر؛ و نوروزی، محمد. (۱۳۹۵). تأثیر افشای مسئولیت اجتماعی شرکت بر کارایی سرمایه‌گذاری. راهبرد مدیریت مالی، ۴(۴)، ۸۵-۱۰۶.

<http://doi:10.22051/jfm.2017.11856.1152>

نصیری، زهره؛ حاج امینی، مهدی؛ و زارع، محمدحسن. (۱۴۰۴). نقش توسعه مالی در گسترش یا کنترل آلودگی محیط زیست. مدل سازی اقتصادی، ۱۰(۱)، ۷۵-۳۹.

<http://doi:10.22075/jem.2025.36130.1957>

وقفی، سید حسام؛ غفوریان شاگردی، امیر؛ طالبی، محمد؛ و نوربخش حسینی، زینب. (۱۴۰۱). تأثیر عملکرد پایداری در حوزه اجتماعی، محیط زیستی، حاکمیتی و مالی بر کارایی سرمایه گذاری با تأکید بر نقش کیفیت گزارشگری مالی. محیط زیست و توسعه، ۱۳(۲۶)، ۱۲۷-۱۴۵. <http://doi:10.22034/eiat.2023.193740>

Alkaraan, F., Albitar, K., Hussainey, K., & Venkatesh, V. G. (۲۰۲۲). Corporate transformation toward Industry ۴.۰ and financial performance: The influence of environmental, social, and governance (ESG). *Technological forecasting and social change*, 175, Article ۱۲۱۴۲۳. <https://doi.org/10.1016/j.techfore.2021.121423>

Balakrishnan, R., Huang, J., & Xuan, Y. (۲۰۲۳). The influence of institutional pressure on target setting. *Accounting, Organizations and Society*, 108, Article ۱۰۱۴۵۳. <https://doi.org/10.1016/j.aos.2023.101453>

Bilyay-Erdogan, S., Danisman, G. O., & Demir, E. (۲۰۲۴). ESG performance and investment efficiency: The impact of information asymmetry. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 91, ۱۰۱۹۱۹. <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2023.101919>

Blomqvist, A., & Stradi, F. (۲۰۲۴). Responsible investments: An analysis of preference – the influence of local political views on the return on ESG portfolios. *The European Journal of Finance*, 30(۷), ۶۹۶-۷۲۵. <https://doi.org/10.1080/13501847X.2022.2137423>

Buallay, A. (۲۰۱۹). Is sustainability reporting (ESG) associated with performance? Evidence from the European banking sector. *Management of Environmental Quality: An International Journal*, 30(۱), ۹۸-۱۱۵. <https://doi.org/10.1108/MEQ-12-2017-0149>

Darnall, N., Ji, H., Iwata, K., & Arimura, T. H. (۲۰۲۲). Do ESG reporting guidelines and verifications enhance firms' information disclosure? *Corporate social responsibility and environment*, 29(۵), ۱۲۱۴-۱۲۳۰. <https://doi.org/10.1002/csr.2265>

DasGupta, R., & Roy, A. (۲۰۲۳). Firm environmental, social, governance and financial performance relationship contradictions: Insights from institutional environment mediation. *Technological Forecasting and Social Change*, 189, Article ۱۲۲۳۴۱. <https://doi.org/10.1016/j.techfore.2023.122341>

Donghui, Z., Yusoff, W. S., Salleh, M. F. M., Lin, N. S., Jamil, A. H., Abd Rani, M. J., & Shaari, M. S. (۲۰۲۵). The impact of ESG and the institutional environment on investment efficiency in China through the mediators of agency costs and financial constraints. *Social Sciences & Humanities Open*, 11, ۱۰۱۳۲۳. <https://doi.org/10.1016/j.ssaho.2025.101323>

- Duong, H. K., Wu, Y., Schiehl, E., & Yao, H. (2024). Environmental and social disclosure, managerial entrenchment, and investment efficiency. *Journal of Contemporary Accounting and Economics*, 20(3), Article 100430. <https://doi.org/10.1016/j.jcae.2024.100430>
- Ellili, N. O. D. (2022). Impact of ESG disclosure and financial reporting quality on investment efficiency. Corporate Governance. *The International Journal of Business in Society*, 22(5), 1094–1111. <https://doi.org/10.1108/CG-06-2021-029>
- Freeman, R. E. (1984). *Strategic Management: A Stakeholder Approach*. Boston: Pitman. 10.1017/CBO9781139192705
- García Lara, J. M., García Osma, B., & Penalva, F. (2016). Accounting conservatism and firm investment efficiency. *Journal of Accounting and Economics*, 61(1), 221–238. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2015.07.003>
- Garcia, A. S., & Orsato, R. J. (2020). Testing the institutional difference hypothesis: A study about environmental, social, governance, and financial performance. *Business Strategy and the Environment*, 29(8), 3261–3272. <https://doi.org/10.1002/bse.2070>
- Goldstein, I. (2023). Information in financial markets and its real effects. *Review of Finance*, 27(1), 1–32. <https://doi.org/10.1093/rof/rfac002>
- Gupta, J., & Das, N. (2024). Too little or too much? The curvilinear relationship between corporate social responsibility disclosure and investment efficiency in BRICS economies. *Corporate social responsibility and responsibility and environment management*. <https://doi.org/10.1002/csr.2700>
- Harymawan, I., Nasih, M., Agustia, D., Putra, F. K. G., & Djajadikerta, H. G. (2022). Investment efficiency and environmental, social, and governance reporting: Perspective from corporate integration management. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 29(5), 1186–1202. <https://doi.org/10.1002/csr.2263>
- Hou, F., Tang, W., Wang, H., & Xiong, H. (2021). Economic policy uncertainty, marketization level and firm-level inefficient investment: Evidence from Chinese listed firms in energy and power industries. *Energy Economics*, 100, Article 105353. <https://doi.org/10.1016/j.eneco.2021.105353>
- Idawati, W., Prabowo, H. S., Pratiwi, A. R., & Simatupang, B. M. (2024). Influencing factors on sustainability reporting quality based on sustainable development goals (SDGs) considering COVID-19. *Business: Theory and Practice*, 25(2), 509–522. <https://doi.org/10.3846/btp.2024.19079>
- Jiang, D., Lin, H., Khan, J., & Han, Y. (2023). Professor independent directors, marketization process and corporate innovation performance: Empirical evidence from Chinese A-share listed companies. *International Journal of Manpower*, 44(1), 152–175. <https://doi.org/10.1108/IJM-03-2021-0161>

- Lin, Y., Li, Y., Cheng, T. Y., & Lam, K. (2021). Corporate social responsibility and investment efficiency: Does business strategy matter? *International Review of Financial Analysis*, 73, 101080. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2020.101080>
- Liu, X., Cifuentes-Faura, J., Zhao, S., & Wang, L. (2024). The impact of government environmental attention on firms' ESG performance: Evidence from China. *Research in International Business and Finance*, 67, Article 102124. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2023.102124>
- Ng, T.-H., Lye, C.-T., Chan, K.-H., Lim, Y.-Z., & Lim, Y.-S. (2020). Sustainability in asia: The roles of financial development in environmental, social and governance (ESG) performance. *Social Indicators Research*, 150(1), 17–44. <https://doi.org/10.1007/s11205-020-02288-w>
- Poursoleyman, E., Mansourfar, G., Rezaee, Z., & Homayoun, S. (2024). Corporate social responsibility and investment efficiency: The roles of national stakeholder orientation and legal origins. *International Review of Economics & Finance*, 93, 889–911. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2024.03.030>
- Rau, P. R., & Yu, T. (2024). A survey on ESG: Investors, institutions and firms. *China Finance Review International*, 14(1), 3–33. <https://doi.org/10.1108/CFRI-12-2022-0260>
- Richardson, S. (2006). Over-investment of free cash flow. *Review of Accounting Studies*, 11, 109–189. <http://dx.doi.org/10.1007/s11142-006-9012-1>
- Risi, D., Vigneau, L., Bohn, S., & Wickert, C. (2023). Institutional theory-based research on corporate social responsibility: Bringing values back in. *International Journal of Management Reviews*, 25(1), 3–23. <https://doi.org/10.1111/ijmr.12299>
- Sundarasan, S., Kumar, R., Tanaraj, K., Ali Alsmady, A., & Rajagopalan, U. (2024). From board diversity to disclosure: A comprehensive review on board dynamics and ESG reporting. *Research in Globalization*, 9, 100209. <https://doi.org/10.1016/j.resglo.2024.100209>
- Suretno, F., Adrianto, F., & Alfarisi, M. F. (2022). Effect of environment, social and governance disclosure on firm value. *JBTI: Jurnal Bisnis: Teori Dan Implementasi*, 13(2), 121–128. <https://doi.org/10.18196/jbti.v13i2.121-128>
- Wang, N., Pan, H., Feng, Y., & Du, S. (2024). How do ESG practices create value for businesses? Research review and prospects. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, 15(0), 1100–1177. <https://doi.org/10.1108/SAMPJ-12-2021-0510>
- Wang, W., & Qu, Z. (2024). Sustainable finance for promoting prosperity and recovery: The impact of mobilizing capital to expand natural resource efficiency. *Resources Policy*, 91, Article 108805. <https://doi.org/10.1016/j.resourpol.2024.108805>
- Li, Z., Ma, Y., He, L., & Tan, Z. (2020). The Impact of ESG Performance on Corporate Investment Efficiency: Evidence from Chinese Listed Companies. *Journal of Risk and Financial Management*, 18(8), 427. <https://doi.org/10.3390/jrfm18080427>

Desai, R. (۲۰۲۰). Statutory ESG reporting and investment efficiency: evidence using quasi-natural experiment. *International Journal of Law and Management*, <https://doi.org/10.1108/IJLMA-09-2024-0334>

The Impact of Sustainability Performance on Investment Efficiency with the Moderating Role of Marketization and Financial Market Development

Samaneh Eftekhari^۱, Roya Darabi^{۲*}

Abstract

Objective: The aim of this research is to examine the impact of sustainability performance on investment efficiency with the moderating roles of marketization and financial market development. Thus, this study seeks to investigate not only the direct effect of sustainability performance on investment efficiency but also the impact of the institutional environment on this relationship.

Method: This research employs a multivariate regression analysis approach. The screened statistical population includes ۱۶۰ firms listed on the Tehran Stock Exchange from ۲۰۱۰ to ۲۰۲۴, totaling ۱,۶۰۰ observations (year-firm). The necessary information for the firms was collected from audited financial statements and annual performance reports available on the Codal website. Econometric techniques and the Eviews software were used to test the hypotheses.

Findings: The findings indicate that sustainability performance has a positive and significant impact on the investment efficiency of firms. Additionally, it was determined that the characteristics of Iran's institutional environment, specifically the level of marketization and financial market development, strengthen this positive impact.

Conclusion: Based on the findings, it can be concluded that improving sustainability performance enhances the effective allocation of resources for investment, supporting stakeholder theory. Furthermore, in line with institutional theory, it can be understood that the development of market mechanisms and financial infrastructures in Iran acts as a facilitating context, significantly increasing the effectiveness of sustainability strategies in enhancing investment efficiency, which underscores the need for policymakers to focus on the development of financial markets.

Keywords: Sustainability Performance, Investment Efficiency, Marketization, Financial Market Development.

^۱. Department of Accounting, Tehran South Branch, Islamic Azad University, Tehran, Iran. samane.eftekhari@iau.ac.ir

^۲. Department of Accounting, Tehran South Branch, Islamic Azad University, Tehran, Iran. (Corresponding author). royadarabi@iau.ac.ir