



فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری
دوره ۱۲ / شماره ۲ (پیاپی ۴۶) / تابستان ۱۴۰۲
صفحه ۷۸۷ تا ۸۱۴

قابلیت ارتباط با ذینفعان و کارایی سرمایه‌گذاری: آزمون نظریه همسانی موزاییکی

مریم قاید

دانشجوی دکتری، گروه حسابداری، واحد اهواز، دانشگاه آزاد اسلامی، اهواز، ایران

ولی خدادادی

دانشیار مدعو، گروه حسابداری، واحد اهواز، دانشگاه آزاد اسلامی، اهواز، ایران / گروه علوم اقتصادی و اجتماعی، دانشگاه شهید چمران، اهواز (نویسنده مسئول: vkhodadadi@scu.ac.ir)

علیرضا جرجرزاده

استادیار، گروه اقتصاد، واحد اهواز، دانشگاه آزاد اسلامی، اهواز، ایران

احمد کعب عمیر

استادیار، گروه حسابداری، واحد اهواز، دانشگاه آزاد اسلامی، اهواز، ایران.

تاریخ دریافت: ۹۹/۰۳/۳۰ تاریخ پذیرش: ۹۹/۰۷/۲۷

چکیده

باتوجه به محدودیت موجود در منابع و لزوم برنامه‌ریزی شرکت‌ها برای جلوگیری از رکود و عقب‌ماندگی، افزایش کارایی سرمایه‌گذاری می‌تواند به ارتقای سطح جذابیت‌های بازار سرمایه کمک نماید و باعث گردد تا کارکردهای سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه افزایش یابد. اما لازمه تقویت این بازارها از طریق کارایی سرمایه‌گذاری، تقویت جریان‌های افشای اطلاعات برای ذینفعان است تا با ایجاد انسجام و یکپارچگی بیشتر اطلاعات، قابلیت‌های تصمیم‌گیری برابر تقویت شود و اعتماد و اطمینان نسبت به شرکت ارتقاء یابد. هدف این پژوهش بررسی تاثیر قابلیت ارتباط با ذینفعان و کارایی سرمایه‌گذاری از طریق آزمون نظریه همسانی موزاییکی می‌باشد. در این پژوهش به منظور سنجش کارایی سرمایه‌گذاری از دو معیار نسبت خرید خالص دارایی‌های ثابت به کل دارایی‌ها و سطح سرمایه‌گذاری استفاده شده و جهت سنجش توسعه قابلیت ارتباط با ذینفعان از تحلیل فراترکیب و دلفی براساس تدوین مقیاس لیکرت ۵ گزینه‌ای استفاده گردیده است. پرسشنامه جهت جمع‌آوری داده‌های پژوهش برای ۱۴۲ شرکت در سال ۱۳۹۸ ارسال که از این تعداد، ۱۱۲ پرسشنامه با مشارکت مدیران شرکت بورس اوراق بهادار تهران، برگشت شد. به منظور برازش و آزمون فرضیه پژوهش، از تحلیل حداقل مربعات جزئی استفاده شد. نتایج پس از برازش مطلوبیت مدل نشان داد، قابلیت ارتباط با ذینفعان بر کارایی سرمایه‌گذاری تاثیر مثبت و معناداری دارد. در واقع این نتیجه بر مبنای نظریه همسانی موزاییکی تایید می‌نماید که برابری اطلاعاتی در انعکاس اخبار و اطلاعات در بین ذینفعان می‌تواند به تقویت نقش قابلیت‌های ارتباطی شرکت با ذینفعان منجر شود و این موضوع به ارتقای کارایی‌های سرمایه‌گذاری منجر گردد.

واژه‌های کلیدی: قابلیت ارتباط با ذینفعان، کارایی سرمایه‌گذاری، نظریه همسانی موزاییکی.

۱- مقدمه

یکی از ارکان پایداری بازار سرمایه از منظر تحلیلگران و سرمایه‌گذاران، ظرفیت‌های کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها است، اینکه از یکسو تاچه اندازه قابلیت جذب منابع نقدی برای تامین مالی پروژه‌های سرمایه‌گذاری را دارا هستند و از سوی دیگر تاچه اندازه پروژه مورد نظر بازده لازم را برای جلب اعتماد سرمایه‌گذاران در این طرح را به همراه دارد، چراکه یکی نقش‌های بسیار مهم حسابداری، تخصیص کارآمد سرمایه و به تبع آن افزایش سطح کارایی سرمایه‌گذاری است (کوتاری و همکاران^۱، ۲۰۱۰). بنابراین تعجب‌آور نیست که ادبیات حاضر در این زمینه، بر نقش حسابداری در تصمیم‌های تخصیص سرمایه تمرکز دارند (گودمن و همکاران^۲، ۲۰۱۴؛ مک‌نیکلز و استابن^۳، ۲۰۰۸). از لحاظ تئوری نیز بر مبنای همین رویکردهای حسابداری، شرکت‌ها تا زمانی به طور مستمر در پروژه‌های با خالص ارزش فعلی مثبت سرمایه‌گذاری می‌کنند که مزایای نهایی این سرمایه‌گذاری‌ها برابر با هزینه‌های نهایی آن باشد (چن و همکاران^۴، ۲۰۱۱). اما یکی از مهمترین عواملی که در کارایی سرمایه‌گذاری نقش ایفا می‌کند، نحوه تامین منابع مالی مورد نیاز برای پیشبرد طرح‌ها و پروژه‌ها برای رسیدن به کارایی سرمایه‌گذاری بیشتر می‌باشد. در واقع شرکت باید از قابلیت‌های اعتباری لازم برخوردار باشد که براساس آن بتواند با جلب اعتماد و اطمینان سرمایه‌گذاران و تسهیل دهندگان، منابع نقدی مورد نیاز خود را تامین نماید (چن و همکاران^۵، ۲۰۱۱). وجود ویژگی‌های ارتباطی با سهامداران و سرمایه‌گذاران و افشای به موقع اطلاعات یکی از تاثیرگذارترین راه‌هایی است که شرکت‌ها می‌توانند، ظرفیت‌های جذب منابع خود را برای افزایش سطح کارایی‌های سرمایه‌گذاری ارتقاء ببخشند و براساس آن ضریب احتمال موفقیت را حتی در یک بازار تورمی غنی‌تر نمایند (برنات^۶، ۲۰۰۷). به عبارت بهتر وجود ارتباط اثربخش شرکت با ذینفعان باعث خواهد شد تا ظرفیت‌های جذب منابع نقدی به دلیل وجود اعتماد ایجاد شده، افزایش یابد و باعث ارتقای سطح ارزش در صورت‌های مالی برای تصمیم‌گیری ذینفعان گردد (نوروش و همکاران^۷، ۱۳۹۸). در واقع هرچه ارزش‌های افشا شده مبتنی بر اطلاعات برای ذینفعان بیشتر باشد، صورت‌های مالی برای تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران قابل اتکاتر خواهند بود و بین اقلام صورت‌های مالی و قیمت جهت کاهش ریسک و افزایش بازده سهام ارتباط قوی‌تری ایجاد می‌نماید (سیمرث^۶، ۲۰۱۹). وجود چنین تعاملی بین شرکت با سهامداران، سرمایه‌گذاران؛ اعتبار دهندگان و به طور کلی ذینفعان می‌تواند در پویایی ظرفیت‌های جذب منابع به شرکت کمک نماید. اما از منظر تئوریک چطور قابلیت ارتباط با ذینفعان می‌تواند به کارایی سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه منجر شود؟ برای پاسخ به این سوال می‌توان از منظر نظریه همسانی موزاییکی^۷ آن را تحلیل نمود. در واقع منطبق نظریه همسانی موزاییکی بر مبنای اطلاعات بنا شده است، و وجود تعادل و عدالت در آن را می‌توان عاملی برای ایجاد اطمینان تلقی نمود. به عبارت دیگر، تئوری موزائیک ترکیب چندین بخش از

¹ Kothari et al

² Goodman et al

³ McNichols & Stubben

⁴ Chen et al

⁵ Barnett

⁶ Siemroth

⁷ Mosaic Theory

اطلاعات را به منظور خلق برآورد دقیق‌تر ارزش برای ذینفعان، محسوب می‌شود که براساس آن می‌توان شکل اثربخش‌تری از تعاملات بین شرکت با ذینفعان را انتظار داشت (چینیل و نویل^۱، ۲۰۲۰). این نظریه معتقد است، افشای برابر و بدون رانت اطلاعاتی در قالب گزارشگری مالی شرکت می‌تواند، همچون موزاییکی به ایجاد انسجام و اعتماد کمک نماید، درحالی‌که وجود اطلاعات گزینشی توأم با وجود رانت در بین ذینفعان می‌تواند این تعادل را برهم زند و باعث افزایش سطح بی‌اعتمادی و در نتیجه کاهش کارایی سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه گردد (آل‌سکینی^۲، ۲۰۱۹). بطور خاص، ذینفعان در یک بازار یا به طور جزئی‌تر ذینفعان یک شرکت برای تصمیم‌گیری به اطلاعات نیاز دارند، که این اطلاعات اگر جنبه عمومی و برابر در افشا را دارا باشد، می‌توان انتظار داشت، سطح اعتماد ایجاد شده برای شرکت پایدارتر باشد و این موضوع به افزایش ظرفیت‌های جذب منابع برای تامین مالی پروژه‌ها و طرح‌های سرمایه‌گذاری کمک نماید و باعث افزایش فرصت‌های رشد بیشتر برای شرکت گردد (لای و همکاران^۳، ۲۰۱۲). براین مبنا و باتوجه به بیان مباحث تئوریک، براساس تئوری همسانی موزاییکی باید بیان نمود افشای کامل و برابر اطلاعات زمینه را برای رقابت ایجاد می‌نماید و برحسب وجود ویژگی‌های جریان آزاد اطلاعات، شرکت‌هایی که توان رقابتی لازم را نداشته باشند از دور خارج شوند و این موضوع باعث گردد تا سطح کارایی در بازار سرمایه به‌طور قابل توجه‌تری افزایش یابد. اما افشای گزینشی ضمن اینکه ارتباط با ذینفعان را کاهش می‌دهد و باعث از بین رفتن اعتماد در بازار سرمایه می‌گردد، در عین حال ظرفیت‌های سرمایه‌گذاری و پروژه‌های در دست شرکت را به دلیل وجود مشکلات تامین منابع مالی بیرونی حداقل، دچار محدودیت‌های فراوانی می‌نماید و این موضوع باعث می‌گردد تا کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها کاهش یابد. براین مبنا هدف این پژوهش بررسی تاثیر قابلیت ارتباط با ذینفعان بر کارایی سرمایه‌گذاری بر اساس آزمون نظریه همسانی موزاییکی می‌باشد.

مبانی نظری

قابلیت ارتباط با ذینفعان

نظریه ذینفعان به تدریج طی دهه ۱۹۷۰ گسترش یافت و در اواسط دهه ۱۹۸۰، توسط فریمن^۴ در استراتژی شرکت‌ها مطرح گردید. این نظریه که مبتنی بر بعد و دیدگاه شرکت است معتقد است که شرکت‌ها باید ضمن پیگیری منافع اقتصادی خود به منافع و نیازهای گروه‌های مختلف ذینفعان توجه داشته باشند (گل‌محمدی و همکاران، ۱۳۹۶). ذینفعان طبق تعریف موسسه پژوهشی استنفورد^۵، گروهی محسوب می‌شوند که بدون حمایت آن‌ها، ماهیت وجودی شرکت متوقف می‌شود (واگنر‌مایناردس و همکاران^۶، ۲۰۱۱). در تعریفی دیگرگری و همکاران^۷ (۱۹۹۶) ذینفعان مجموعه افرادی از یک گروه تلقی می‌شوند که ضمن اینکه دارای منافع‌ای مشترک

¹ Cheynel & Levine

² Al Sakini

³ Lai et al

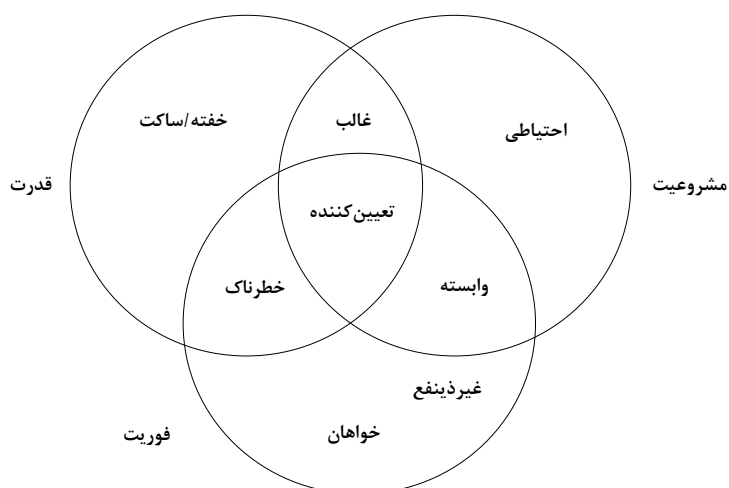
⁴ Freeman

⁵ Stanford Research Institute (SRI)

⁶ Wagner Mainardes et al

⁷ Gray et al

باهم هستند می‌توانند هم از سازمان تأثیر بپذیرند و هم بر سازمان تأثیر بگذارند. جهت شناسایی ذینفعان، میشل و همکاران^۱ (۱۹۹۷) چارچوب نظری از شناسایی و اولویت‌بندی ذینفعان توسعه داده‌اند. براساس این چارچوب، قابلیت ارتباط ذینفعان را بر اساس دارا بودن یک، دو و یا هر سه مشخصه زیر می‌توان شناسایی کرد:



شکل (۱) چارچوب قابلیت ارتباط با ذینفعان

(منبع: میشل و همکاران ۱۹۹۷)

۱- قدرت: ذینفع برای تأثیر بر شرکت؛ ۲- مشروعیت: رابطه ذینفع با شرکت؛ ۳- فوریت: مطالبات ذینفعان نسبت شرکت. میشل و همکاران (۱۹۹۷) استدلال می‌کنند که ممکن است مدیران بنا بر محدودیت در منابع برای ردیابی رفتار ذینفعان و مدیریت رابطه با آن‌ها در مورد ذینفعانی که یکی از مشخصه‌ها را دارا هستند، هیچ اقدامی انجام ندهند و حتی برخی از مدیران نیز ممکن است این دسته از ذینفعان را شناسایی نکنند. افراد یا گروه‌هایی که دو مشخصه دارند به عنوان «ذینفعان در انتظار»^۵ شناخته می‌شوند که سطح درگیری میان مدیران و این ذینفعان بالا خواهد بود. این گروه شامل ذینفعان «مسلط»، ذینفعان «وابسته» و ذینفعان «خطرناک» است. ذینفعی که دو مشخصه را داراست می‌تواند فعال یا منفعل باشد (کومار و همکاران^۶، ۲۰۱۶). در این دسته‌بندی هفتمین ذینفع، «ذینفع منطقی» است ذینفعانی که در این طبقه قرار دارند قدرتمند، دارای مشروعیت و دارای مطالبات

¹ Mitchell et al

² Power

³ Legitimacy

⁴ Urgency

⁵ Expectant Stakeholder

⁶ Kumar et al

فوری هستند (بالمر^۱، ۲۰۱۷). از آنجاکه ذینفعان گوناگون منابع مختلفی را در اختیار شرکت می‌گذارند و تاثیرات مختلفی را نیز از خود به جای می‌گذارند (پارمر و همکاران^۲، ۲۰۱۰)، لذا قابلیت ارتباط با ذینفعان تاکید زیادی بر تعامل، همکاری و ارتباط نزدیک با ذینفعان دارد. نخست، قابلیت ارتباط با ذینفعان تاکید زیادی بر ارتباط گسترده و مداوم با طیف وسیعی از ذینفعان دارد تا از این طریق مشارکت ذینفعان در فعالیت‌ها و فرایند تسهیم دانش را افزایش دهد. دوم اینکه، قابلیت ارتباط با ذینفعان باعث ارتقای میزان همکاری و مشارکت در زمینه حل مسئله و تصمیم‌گیری می‌شود (هرمانس و همکاران^۳، ۲۰۱۶). در این راستا، جونز و همکاران^۴ (۲۰۱۸) معتقدند که مدیریت روابط با ذینفعان به نوعی متشکل از قراردادهای رابطه‌ای، خلق ثروت مشترک، افزایش سطح اعتماد و همکاری و تسهیم همگانی دارایی‌ها است که منجر به ایجاد «قابلیت تعامل نزدیک»، یعنی ترغیب ذینفعان به برقراری رابطه نزدیک با شرکت گردد (جونز و همکاران، ۲۰۱۸). همچنین، برقراری ارتباط نزدیک باعث دسترسی شرکت‌ها به دانش و اطلاعات تخصصی می‌شود (رومین و آلبالاجو^۵، ۲۰۰۲). علاوه بر این، بزعم برخی محققین قابلیت ارتباط نزدیک با ذینفعان از جمله مشتریان و تامین کنندگان موجب تبادل اطلاعات بین آن‌ها گشته و تاثیر بسزایی بر شکل‌گیری بینشی مبتنی بر اعتماد نسبت به شرکت دارد (لاندری و همکاران^۶، ۲۰۰۲).

نظریه همسانی موزاییکی^۷، قابلیت ارتباط با ذینفعان و کارایی سرمایه‌گذاری

اطلاعات به عنوان مبنایی برای توسعه تعاملات، همواره به عنوان یک نیاز، به خصوص در یک فضای توأم با رقابت، لازم و ضروری بوده است. در واقع منطق نظریه همسانی موزاییکی بر مبنای اطلاعات بنا شده است، اطلاعاتی که اگر به درستی و توازن در بین مخاطبان منعکس شود، قابلیت‌های تخصصی مبنایی برای موفقیت و کسب بازده بیشتر به حساب می‌آید (بادآورنهدی و تقی‌زاده خانقاه، ۱۳۹۳). وجود این نظریه همچون تمامی نظریات علوم انسانی، ریشه در اندیشه مبتنی بر پیکربندی و برابری است. به عبارت دیگر این نظریه ایجاد انسجام را در تقویت بافت اجتماعی مبتنی بر تعادل تشریح می‌کند و بیان می‌نماید، هیچ عنصری بر مبنای عدم تقارن، در یک مجموعه قابل درک نیست. مک لوهان در این باره بیان می‌کند، بر طبق منطق موزاییکی، عزلت‌جویی و جدایی‌گزینی توازن را از بین می‌برد و در نتیجه فاصله افراد از محیط پیرامون جامعه را گسترش می‌دهد (دیویدویتز^۸، ۲۰۱۵). مک لوهان در واقع یک نوع دنباله روی از مارکس کرد، مارکس با توجه به نقش تعیین کننده عوامل و شیوه‌های تولید، در بحث مربوط به دیالکتیک تاریخی می‌گوید زندگی انسان‌ها، در آغاز «برابر» بود؛ بعدها عده‌ای سو استفاده کردند و نابرابری ایجاد شد و تنازع طبقاتی پدید آمد. در واقع او، وسیله را نه ابزاری برای پیام، بلکه بیان می‌کند وسیله همان پیام است، یعنی صورت بر محتوا (برابری اطلاعات نسبت به کیفیت اطلاعات)، رجحان و برتری دارد و

¹ Balmer

² Parmar et al

³ Herremans et al

⁴ Jones et al

⁵ Romijn & Albaladejo

⁶ Landry et al

⁷ Mosaic Theory

⁸ Davidowitz

انعکاس برابری می‌تواند به افزایش محتوای کیفی کمک نماید. باید توجه داشت، گزارش‌های مالی اطلاعات لازم را برای ارزیابی وضعیت مالی و اقتصادی بنگاه، توان سودآوری، نحوه تأمین مالی و مصرف وجوه نقد، چگونگی ایفای مسئولیت مباشرت مدیریت و انجام تکالیف قانونی و سایر اطلاعات مکمل برای درک بهتر اطلاعات مالی ارائه شده و پیش‌بینی وضعیت آینده شرکت فراهم می‌کنند؛ در نتیجه این گزارش‌ها اهمیت بسزایی در تحقق اهداف یادشده دارند و افزایش کیفیت آن‌ها می‌تواند موجب کارآتر بودن سرمایه‌گذاری‌های شرکت‌ها و حفظ و توسعه منابع آن‌ها شود (صفری‌گرایلی و رعنائی، ۱۳۹۶). از طرف دیگر، پیچ^۱ (۱۹۷۶) در تشریح منطق همسانی موزاییکی، وجود رویکردهای برابر در ترویج اطلاعات را عاملی برای مشارکت و ایجاد همبستگی نسبت به مرجع ایجادکننده تعادل در انتشار اخبار و اطلاعات بیان می‌نماید و آن را سرمنشاء اتخاذ تصمیم‌های کارآمدتر معرفی می‌کند. چینیل و نیویل^۲ (۲۰۲۰) نیز در تشریح این تئوری بیان می‌کند، بازخورد اطلاعات به افراد و انعکاس به موقع به آنان، افراد یک جامعه را به سمت انسجام بیشتر هدایت می‌کند. این نظریه قابل تعمیم به سطح قلمروهای بازار سرمایه و تعاملات مبتنی بر نمایندگی بین شرکت با ذینفعان می‌باشد. پژوهش‌های قبلی نشان می‌دهند در بازارهای نیمه کامل، عواملی همچون عدم تقارن اطلاعاتی و مشکلات نمایندگی، ممکن است مدیران را مجبور کند تا تصمیم‌های سرمایه‌گذاری غیرکارا که موجب رشد سرمایه‌گذاری بیشتر و کمتر از حد می‌شود، را اتخاذ کنند (جنسن^۳، ۱۹۸۶؛ مایرز و مجلوف^۴، ۱۹۸۴؛ استالز، ۱۹۹۰). به عبارت دیگر، عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سهامداران بطور قابل‌ملاحظه‌ای تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت را تحت تأثیر قرار می‌دهد و منجر به تشدید مشکلات نمایندگی می‌شود (جیانگ و همکاران^۵، ۲۰۱۰). مایرز و مجلوف (۱۹۸۴) در این باره بیان می‌کند، عدم تقارن اطلاعاتی بین شرکت و سرمایه‌گذاران، به سرمایه‌گذاری کمتر از حد منجر می‌شود. در واقع براساس تئوری سرمایه‌گذاری کمتر از حد، مدیران ممکن است از پروژه‌های کم ریسک با ارزش فعلی مثبت، زمانی که سرمایه‌گذاری به وسیله سهامداران تأمین مالی می‌شود، صرف‌نظر کنند. آنها به انجام چنین سرمایه‌گذاری‌هایی تمایل دارند، زیرا دارندگان سهام هزینه سرمایه‌گذاری و ریسک ناشی از آن را تحمل می‌کنند، در حالیکه مزایای این سرمایه‌گذاری‌ها نصیب دارندگان اوراق قرضه می‌شود. براین اساس می‌تواند استنباط نمود، عدم‌افشاء و بازخورد اطلاعات به بازار سرمایه به دلیل عدم رویکردهای توازن در بین سهامداران و کاهش شکاف هزینه‌های نمایندگی در مدیران، منجر به برهم خوردن تعادل در بازار می‌شود و این موضوع همانطور که بیان گردید، کارایی سرمایه‌گذاری کمتر از حد را به همراه خواهد داشت (ثقفی و همکاران، ۱۳۹۱). از طرف دیگر وجود این عدم‌افشاء اطلاعات نیز می‌تواند باعث سرمایه‌گذاری بیشتر از حد به دلیل عدم همسویی منافع مدیران و سهامداران گردد. در تحت این شرایط نیز مدیران شرکت‌ها حتی باوجود جریان‌های نقد آزاد، تمایل خواهند داشت، شرکت خود را گسترش دهند و برای دستیابی به اهداف خود پروژه‌های با خالص ارزش فعلی منفی را که ارزش سهامداران را کاهش می‌دهد، انتخاب نمایند

¹ Page

² Cheynel & Levine

³ Jensen

⁴ Myers & Majluf

⁵ Jiang et al

(برادران حسن‌زاده و تقی‌زاده خانقاه، ۱۳۹۵). در واقع مشکل سرمایه‌گذاری بیشتر از حد ناشی از وجود فرصت‌طلبی مدیران از فضای نابرابر و فقدان توازن در اطلاعات، می‌باشد و این موضوع می‌تواند صرفاً به دلیل عدم‌توجه به قابلیت‌های ارتباط با سهامداران و سرمایه‌گذاران شکل گرفته باشد. چراکه براساس رویکرد پدیده ساختن امپراتوری^۱ اعتبار و قدرت بیشتر صرفاً تحت تملک مدیران است و این موضوع باعث می‌شود تا با برهم خوردن تعادل در افشای اطلاعات، شکاف نمایندگی بیش از گذشته عمیق شود و این موضوع کارایی سرمایه‌گذاری را با چالش سرمایه‌گذاری بیش از حد و کمتر از حد مواجه نماید. به عبارت دیگر، گرایش به ساختن امپراتوری موجب می‌شود که مدیران به تمام منابع شرکت (جریان‌های نقد آزاد) دسترسی پیدا کنند. دسترسی بیش از حد به منابع شرکت مدیران را به سمت سرمایه‌گذاری در پروژه‌هایی که موجب افزایش اندازه شرکت شده و بر ارزش شرکت تأثیری ندارد، سوق می‌دهد. اساساً مدیران تمایل دارند حتی در پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی منفی تا مادامی که اندازه شرکت را افزایش می‌دهد و بر منافع شخصی می‌افزاید، سرمایه‌گذاری کنند (دگریز و دی‌جونگ^۲، ۲۰۰۱). بنابراین با توجه به اینکه بخش قابل توجهی از ادبیات پژوهش همچون لای و همکاران^۳ (۲۰۱۲)؛ لی و فاین^۴ (۲۰۱۸) و گاتمن و منگ^۵ (۲۰۲۰) در خارج و حاجیها و مرادیان (۱۳۹۳)؛ اخگر و شانظری (۱۳۹۴) و خدای‌پور و پناهی‌گنهرانی (۱۳۹۶) در داخل، به بررسی نقش تقارن اطلاعات مالی بر کارایی سرمایه‌گذاری پرداخته است، می‌توان اقدام به بسط نظریه موازیکی نسبت به تأثیر قابلیت‌های ارتباط با کارایی سرمایه‌گذاری پرداخت. به عبارت دیگر وجود تقارن اطلاعات می‌تواند، هزینه کسب اطلاعات را کاهش دهد و کمیت و کیفیت اطلاعات در دسترس برای تصمیم‌گیرندگان را افزایش دهد. دی‌فرانکو و همکاران^۶ (۲۰۱۱) براساس قابلیت تطبیق‌پذیری اطلاعات افشاء شده به عنوان مبنای برای جلب اعتماد ذینفعان بیان می‌کنند، وجود این سطح از قابلیت‌های می‌تواند به تصمیم‌گیرندگان جهت اتخاذ تصمیم‌های بهتر کمک کند و باعث شود کارایی‌های سرمایه‌گذاری افزایش یابد. براین اساس فرضیه زیر ارائه می‌شود:

فرضیه پژوهش: قابلیت ارتباط با ذینفعان بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌های بازار سرمایه تأثیر معناداری دارد.

پیشینه پژوهش

چینیل و نویل (۲۰۲۰) پژوهشی تحت عنوان افشاهای عمومی و عدم تقارن اطلاعاتی: تئوری موزائیک انجام دادند. در این پژوهش براساس تئوری همسانی موزاییکی، اطلاعات بر مبنای ایجاد ارزش، به منظور برآورد بهتر تصمیم‌گیری‌ها توسط ذینفعان، ترکیب و مدل‌سازی شد. در این پژوهش جهت جمع‌آوری داده‌های مربوط به افشای عمومی بر پایه تئوری همسانی موزاییکی، اطلاعات از کارگزاران و سایر ذینفعان جمع‌آوری شد. در این پژوهش از آزمون‌های تطبیقی همچون آزمون آنوا و بونفرونی (Bonferroni) تحت شرایط قابل آزمایش استفاده

¹ Empire Building Phenomenon

² Degryse & De Jong

³ Lai et al

⁴ Lee & Fin

⁵ Guttman & Meng

⁶ De Franco et al

شد. در واقع تطبیق بین افشاءهای داوطلبانه که منجر به پیش‌بینی بیشتر عدم‌تقارن اطلاعاتی و سود مورد انتظار برای ذینفعان می‌شود صورت پذیرفت. در واقع علت این تحلیل این بود که وجود چنین تحلیل‌هایی می‌تواند به تحلیلگران اجازه دهد تا استراتژی تجاری خود را پالایش و موزائیک اطلاعاتی‌شان را کامل نمایند. در تحت شرایط برابری اطلاعات، این توانایی تحلیلگران مطلع از شرایط و ترکیب اطلاعات و افزایش سوددهی است که باعث تفاوت بین تصمیم‌گیری‌ها می‌شود و نه الزام وجود رانت‌های اطلاعاتی و عدم‌تقارن‌های اطلاعاتی افشا شده. بنابراین هرچقدر مدیر ذینفعان آگاه‌تر باشند، مبنای تصمیم‌گیری مبتنی بر اطلاعات آن‌ها قوی‌تر خواهد بود. لی و همکاران (۲۰۱۸) پژوهشی تحت عنوان افشا ریسک در گزارشات سالانه و کارایی سرمایه‌گذاری شرکت انجام دادند. در این پژوهش شاخص افشا ریسک (RDI) از گزارش‌های سالانه با بهره‌مندی از تحلیل متنی و بررسی چگونگی تاثیرگذاری آن بر کارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها، اندازه‌گیری شد. نتایج تحقیق نشان داد که هرچقدر تعدد افشا ریسک بر بخش‌های عوامل حائز اهمیت ریسک مورد توجه ذینفعان بیشتر باشد، کارایی سرمایه‌گذاری شرکت، بیشتر خواهد بود. تحلیل‌های بیشتر نشان داد که تاثیر افشا ریسک بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت، در لحن‌های مثبت‌تر افشا یا کلید واژگان بیشتر درباره طبقه‌بندی سرمایه‌گذاری و همچنین نیازهای بیشتر اطلاعات و توانایی بهتر پردازش آنها از جانب سرمایه‌گذاران، حائز اهمیت‌تر خواهد بود. ژئی‌یانو و پینگ (۲۰۱۷) تاثیر محدودیت مالی بر سطح نگهداشت وجه نقد، سودآوری و کارایی سرمایه‌گذاری را مورد بررسی قرار دادند. آنها نشان دادند که محدودیت مالی به طور عمده‌ای کارایی سرمایه‌گذاری را تحت تاثیر قرار می‌دهد و تاثیر کمی بر تامین مالی از طریق سرمایه دارد. همچنین سطح نگهداشت وجه نقد و سودآوری می‌تواند محدودیت‌های مالی را کاهش دهد. تحت شرایط محدودیت مالی، موسسات دولتی می‌توانند کارایی سرمایه‌گذاری را از طریق تامین مالی از طریق بدهی بهبود بخشند و کارایی موسسات غیردولتی نیز کاهش می‌یابد. در موسسات غیر دولتی که دچار محدودیت غیر مالی هستند کارایی سرمایه‌گذاری می‌تواند از طریق تامین مالی ناشی از بدهی، بهبود بخشد. داداش‌زاده و حجازی (۱۳۹۹) پژوهشی تحت عنوان ارزش انعطاف‌پذیری مالی، کارایی سرمایه‌گذاری و سرعت تعدیل سرمایه در گردش انجام دادند. امعه آماری پژوهش، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است که بر اساس روش نمونه‌گیری حذف سیستماتیک، تعداد ۱۱۸ شرکت به عنوان نمونه آماری طی سال‌های ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۵ انتخاب شده‌اند. برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از روش رگرسیون خطی چندمتغیره استفاده شده است. نتایج پژوهش نشان می‌دهد بین ارزش انعطاف‌پذیری مالی با کارایی سرمایه‌گذاری در خالص سرمایه در گردش و سرعت تعدیل سرمایه در گردش ارتباط مثبت و معنادار وجود دارد و شرکت‌ها در تصمیمات مربوط به بهینه‌کردن سرمایه‌گذاری و سیاست سرمایه در گردش خود به سطح ارزش انعطاف‌پذیری مالی توجه کرده که این موضوع می‌تواند در بلندمدت به توانمند ساختن ارزش انعطاف‌پذیری مالی و کاراتر نمودن فرصت‌های سرمایه‌گذاری سودآور برای شرکتها بینجامد. ارتباط ارزش انعطاف‌پذیری مالی و سرعت تعدیل سرمایه در گردش در شرکت‌هایی که به لحاظ مالی با محدودیت بیشتری مواجه‌اند، بالاتر است و این ارتباط در شرکت‌های بدون محدودیت مالی پایین‌تر است و رابطه غیرخطی (U شکل) بین سرمایه در گردش و عملکرد شرکت برقرار نمی‌باشد. نیک‌کار (۱۳۹۸) پژوهشی تحت عنوان تاثیر رقابت بازار محصول بر کارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

انجام دادند. بدین منظور چهار فرضیه برای بررسی این موضوع تدوین و داده‌های مربوط به ۱۱۸ شرکت عضو بورس اوراق بهادار برای دوره‌ی زمانی بین سال‌های ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۴ مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت. الگوی رگرسیون پژوهش با استفاده از روش داده‌های تلفیقی، بررسی و آزمون شد. نتایج نشان داد که، معیارهای در نظر گرفته شده در این پژوهش شامل، شاخص هرفیندال و هیرشمن، شاخص لرنر، شاخص موانع ورود به صنعت و شاخص کیوتوبین تاثیر منفی معناداری بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت دارد. افزون بر این، به دلیل اینکه شاخص‌های بیان شده معیاری معکوس برای رقابت است می‌توان ادعا کرد، رقابت در بازار محصول باتوجه به تأثیری که در ایجاد شفافیت در محیط اطلاعاتی و تصمیم‌گیری شرکت دارد، سبب ایجاد تأثیری مثبت و معنادار بر کارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌شود.

روش شناسی پژوهش

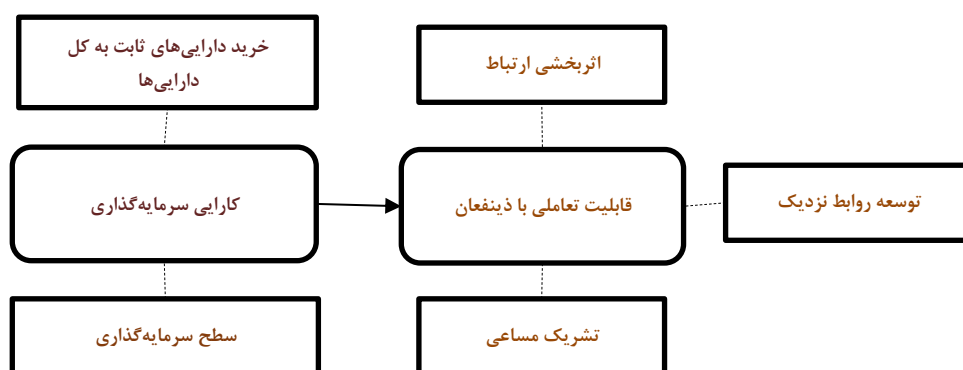
پژوهش حاضر از نظر هدف پژوهش، کاربردی و از حیث نحوه گردآوری داده‌ها از نوع پژوهش‌های توصیفی-همبستگی می‌باشد. همچنین، از نظر شیوه استدلال قیاسی- استقرایی بوده و به دلیل مطالعه داده‌های مربوط به یک مقطع زمانی خاص، روش تحلیل داده‌ها به صورت مقطعی و مبتنی بر روش تحلیل مسیر است. داده‌های پژوهش از لوح‌های فشرده آرشيو آماری و تصویری سازمان بورس اوراق بهادار تهران، پایگاه اینترنتی بورس اوراق بهادار تهران، نرم افزار ره‌آورد نوین و داده‌های مربوط به قابلیت ارتباط با ذینفعان نیز از طریق تحلیل فراترکیب، تحلیل دلفی و در نهایت ارسال پرسشنامه به شرکت‌های نمونه گردآوری گردید. جامعه آماری مورد مطالعه در این پژوهش شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در سال ۱۳۹۸ است. نمونه انتخابی تحقیق نیز شرکت‌هایی می‌باشند که مجموعه شرایط زیر را دارا باشند:

- ۱) شرکت‌هایی که از ابتدا تا انتهای سال ۱۳۹۸ در عضویت بورس اوراق بهادار باشند.
- ۲) طی سال مذکور تغییر فعالیت یا تغییر سال مالی نداشته باشند.
- ۳) جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری و واسطه‌گری مالی نباشند (شرکت‌های سرمایه‌گذاری به علت تفاوت ماهیت فعالیت با بقیه شرکت‌ها در جامعه آماری منظور نشدند).

پس از اعمال محدودیت‌های فوق تعداد ۱۴۲ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به عنوان نمونه تحقیق انتخاب شدند و پرسشنامه مذکور برای مدیران این شرکت‌ها ارسال گردید که در نهایت پس از پیگیری‌های فراوان، ۱۱۲ پرسشنامه تکمیل و برگشت داده شد و به عنوان نمونه نهایی برای تجزیه و تحلیل استفاده گردید. تجزیه و تحلیل نهایی داده‌های گردآوری شده نیز با استفاده از روش مدل‌سازی معادلات ساختاری و به روش تحلیل حداقل مربعات جزئی با استفاده از نرم‌افزار PLS صورت گرفته است. مراحل انجام مدل‌سازی معادلات ساختاری بدین ترتیب است که ابتدا به بررسی برازش مدل (شامل برازش مدل‌های اندازه‌گیری، برازش مدل ساختاری و برازش مدل کلی) و سپس به آزمون فرضیه‌های پژوهش پرداخته می‌شود.

چارچوب نظری پژوهش

باتوجه به مبانی نظری تحقیق، چارچوب مدل مفهومی پژوهش حاضر بر اساس رویکرد مدل‌سازی معادلات ساختاری در شکل (۲) ترسیم شده است:



شکل (۲) چارچوب مفهومی پژوهش

متغیر وابسته

کارایی سرمایه‌گذاری

متغیر وابسته (متغیر درونزا) این پژوهش، کارایی سرمایه‌گذاری می‌باشد. در این پژوهش از دو معیار کارایی سرمایه‌گذاری براساس نسبت خرید خالص دارایی‌های ثابت به کل دارایی‌ها (I)، مدل گودمن و همکاران^۱ (۲۰۱۴) و معیار سطح سرمایه‌گذاری (Inv)، مدل چن و همکاران^۲ (۲۰۱۱) استفاده شده است، چراکه باتوجه به ماهیت این متغیر، معیار منسجمی برای سنجش این متغیر تعیین نشده است.

الف) نسبت خرید خالص دارایی‌های ثابت به کل دارایی‌ها (I)

در این پژوهش به پیروی از پژوهش گودمن و همکاران (۲۰۱۴) از مدل رگرسیونی زیر که بر مبنای سطح سرمایه‌گذاری، کارایی سرمایه‌گذاری را سنجش می‌نماید، استفاده شده است.

$$I_{it} = \beta_0 + \beta_1 Q_{it-1} + \beta_2 CFO_{it-1}/Asset_{it-1} + \beta_3 Asset\ Growth_{it-1} + \beta_5 I_{it-1} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

که در آن: I_{it} خرید خالص دارایی‌های ثابت و دارایی‌های نامشهود در سال t تقسیم بر جمع دارایی‌ها در ابتدای سال t ; Q_{it-1} معیار کیوتوبین برای سال $t-1$ است که از تقسیم ارزش بازار دارایی‌ها به ارزش دفتری دارایی‌ها بدست می‌آید؛ $CFO_{it-1}/Asset_{it-1}$ نسبت جریان نقد حاصل از فعالیت‌های عملیاتی در سال $t-1$ نسبت به

¹ Goodman et al

² Chen et al

جمع دارایی‌ها در ابتدای سال t ؛ $Asset\ Growth_{it-1}$ درصد رشد دارایی‌ها در سال $t-1$ ؛ I_{it-1} سطح سرمایه‌گذاری‌های شرکت در سال $t-1$ تقسیم بر جمع دارایی‌ها در ابتدای سال $t-1$. در صورتی که مقدار پسماند در این مدل مثبت باشد سرمایه‌گذاری بیش از حد و در صورت منفی بودن مقدار پسماند سرمایه‌گذاری کمتر از حد وجود دارد. در این رابطه کارایی سرمایه‌گذاری عبارت است از معکوس قدرمطلق پسماندهای به دست آمده از مدل رگرسیون رابطه (۱).

ب) سطح سرمایه‌گذاری (Inv)

در این پژوهش برای اندازه‌گیری کارایی سرمایه‌گذاری از مدل چن و همکاران (۲۰۱۱) مطابق رابطه (۲) استفاده می‌شود. بر اساس این رویکرد، سرمایه‌گذاری کل تابعی از رشد منفی فروش، فرصت‌های رشد، تعادل رشد منفی و فرصت‌های رشد است.

$$Inv_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Neg_{it-1} + \alpha_2 Sales\ Growth_{it-1} + \alpha_3 Neg_{it-1} \times Sales\ Growth_{it-1} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

که در آن؛ Inv_{it} سرمایه‌گذاری کل می‌باشد که از نسبت خالص افزایش در دارایی‌های مشهود و نامشهود بر کل دارایی‌ها محاسبه می‌شود؛ Neg_{it-1} رشد منفی فروش است، بر این مبنا اگر رشد فروش شرکت در سال قبل منفی باشد عدد ۱ در غیراینصورت صفر می‌باشد؛ $Sales\ Growth_{it-1}$ رشد فروش که درصد فروش شرکت را از سال $t-2$ به سال $t-1$ نشان می‌دهد. از طریق جایگذاری رقم محاسبه شده بابت سرمایه‌گذاری کل در رابطه (۲) پسماندهای این معادله محاسبه می‌شود پسماندهای مثبت (انحراف مثبت از سرمایه‌گذاری موردانتظار) بیانگر انتخاب پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی منفی یا همان سرمایه‌گذاری بیشتر از حد ($\varepsilon_{it} > 0$) و پسماندهای منفی (انحراف منفی از سرمایه‌گذاری مورد انتظار) نشان‌دهنده گذر از فرصت‌های سرمایه‌گذاری با ارزش فعلی خالص مثبت یا درواقع سرمایه‌گذاری کمتر از حد ($\varepsilon_{it} < 0$) خواهد بود. براساس رابطه (۲) از همه خطاهای به دست آمده از مدل که نشان دهنده ناکارایی سرمایه‌گذاری است قدر مطلق گرفته می‌شود و سپس اعداد به دست آمده در منفی یک ضرب می‌شود تا شاخص کارایی سرمایه‌گذاری جامع تعیین شود.

متغیر مستقل

به منظور قابلیت ارتباط با ذینفعان به‌عنوان متغیر برونزا (مستقل) پژوهش، با الهام از پژوهش جیانگ و همکاران (۲۰۱۹) و شارما و وردنبورگ (۱۹۹۸) از فراترکیب و دلفی استفاده شده است. براین اساس ابتدا با استفاده از تحلیل فراترکیب، مولفه‌های مربوط به قابلیت ارتباط با ذینفعان شناسایی گردید و سپس برای تایید/حذف مولفه‌ها (گزاره‌ها)، تحلیل دلفی با همکاری متخصصان صورت پذیرفت. در روش تحلیل فراترکیب، در اولین گام ابتدا با کمک موتورهای جستجو در بانک‌های اطلاعاتی داخل و خارج از کشور، تلاش شد تا پژوهش‌های مرتبط با مفهوم و ماهیت این پژوهش شناسایی و در گام دوم از طریق ارزیابی انتقادی معیارها و گزاره‌های مربوط به قابلیت ارتباط با ذینفعان تعیین گردید. براساس نتایج اولیه حاصل از جستجو به دلیل محدود کردن پژوهش در بخش ارزیابی،

۵۵ پژوهش، محتوا و کتاب مرتبط با ماهیت پژوهش شناسایی شد و برای انتخاب مطالعات مناسب براساس الگوریتم ارزیابی حیاتی^۱، ابتدا محققان با فیش‌برداری از مقالات مشابه بر حسب چکیده و محتوای آن‌ها، اولویت‌های لازم در مورد هر یک از مقالات و کتاب‌ها را مشخص نمودند، که در این رابطه مراحل پالایش منابع مورد استفاده صورت پذیرفت و از مجموع ۵۵ منابع اولیه، ۱۲ پژوهش به منظور شناسایی گزاره‌های قابلیت ارتباط با ذینفعان انتخاب شدند که براساس روش ارزیابی حیاتی، این پژوهش وارد مرحله استخراج اطلاعات متون، می‌شود. در این روش از طریق ۱۰ معیار اهداف تحقیق، منطق روش تحقیق، طرح تحقیق، نمونه‌برداری، جمع‌آوری داده‌ها، انعکاس‌پذیری، دقت تجزیه و تحلیل، بیان تئوریک و شفاف یافته‌ها و ارزش تحقیق و به کمک ۱۸ نفر از اعضای پانل در بخش کیفی اقدام به تعیین معیارها و گزاره‌های قابلیت ارتباط با ذینفعان می‌شود. ارزیابی انتقادی، یک مقیاس ۵۰ امتیازی می‌باشد که محقق براساس نظام امتیازبندی، هر مقاله‌ای را که پایین‌تر از امتیاز ۳۰ باشد را حذف می‌کند. این برنامه، شاخصی است که به پژوهشگر کمک می‌کند تا دقت، اعتبار و اهمیت مطالعه‌های کیفی پژوهش را مشخص کند. بنابراین، ابتدا می‌بایست تحقیقات مرتبط طبق جدول (۱) با استفاده از روش امتیازدهی بر مبنای جدول (۲) شناسایی و سپس شاخص‌های مربوط به قابلیت ارتباط با ذینفعان مشخص گردد.

جدول (۱) ارزیابی حیاتی تحقیقات مرتبط با قابلیت ارتباط با ذینفعان

مقاله‌ها	معیارهای ارزیابی انتقادی										
	اهداف تحقیق	منطق روش تحقیق	طرح تحقیق	نمونه‌برداری	جمع‌آوری داده‌ها	انعکاس‌پذیری	ملاحظات اخلاقی	دقت تجزیه و تحلیل	بیان تئوریک و شفاف	ارزش تحقیق	جمع
جیانگ و همکاران ^۲ (۲۰۱۹)	۳	۲	۳	۲	۴	۵	۵	۵	۴	۵	۳۸
ورونیکا و همکاران ^۳ (۲۰۱۹)	۲	۲	۲	۲	۲	۳	۴	۳	۲	۲	۲۴
یانگ و همکاران ^۴ (۲۰۱۹)	۳	۴	۴	۴	۴	۴	۴	۵	۴	۵	۴۱
واتسون و همکاران ^۵ (۲۰۱۷)	۴	۵	۴	۴	۳	۴	۴	۳	۵	۴	۳۹
مارتین و همکاران ^۶ (۲۰۱۶)	۳	۳	۲	۲	۲	۲	۲	۲	۲	۲	۲۲
لوی ^۷ (۲۰۱۶)	۴	۵	۳	۴	۴	۴	۵	۴	۳	۴	۴۰
وانگ و همکاران ^۸ (۲۰۱۶)	۴	۴	۴	۴	۴	۴	۳	۴	۴	۴	۴۳

^۱ Critical Appraisal Skills Program

^۲ Jiang et al

^۳ Veronica et al

^۴ Yang et al

^۵ Watson et al

^۶ Martin et al

^۷ Loi et al

^۸ Wang et al

معیارهای ارزیابی انتقادی		مقاله‌ها									
اهداف تحقیق	منطق روش تحقیق	طرح تحقیق	نمونه‌برداری	جمع‌آوری داده‌ها	انعکاس‌پذیری	ملاحظات اخلاقی	دقت تجزیه و تحلیل	بیان تئوریک و شفافیت	ارزش تحقیق	جمع	
۳	۳	۳	۲	۲	۲	۴	۲	۵	۳	۲۹	گانو و اسلاوینسکی ^۱ (۲۰۱۵)
۵	۵	۳	۴	۳	۲	۴	۴	۴	۴	۳۸	حیاتی و همکاران (۱۳۹۷)
۴	۴	۳	۴	۴	۳	۴	۴	۴	۳	۳۵	نجفیان و صفری گرایلی (۱۳۹۶)
۳	۲	۳	۳	۳	۳	۴	۳	۳	۲	۲۹	ابطحی فروشانی و همکاران (۱۳۹۴)
۳	۲	۳	۲	۲	۴	۵	۵	۴	۵	۳۸	ثقفی و همکاران (۱۳۹۳)

از مجموع ۱۲ پژوهش تایید شده، ۴ پژوهش ورونیکا و همکاران (۲۰۱۹)؛ مارتین و همکاران (۲۰۱۶)؛ گانو و اسلاوینسکی (۲۰۱۵) و ابطحی فروشانی و همکاران (۱۳۹۴) با توجه به اینکه براساس امتیازهای داده شده اعضای پانل امتیاز پایین‌تر از ۳۰ را از مجموع ۵۰ کسب نمودند، از دور تعیین گزاره‌های پژوهش حذف می‌شوند. بر مبنای این روش کلیه معیارهای فرعی استخراج شده از متن مقالات تایید شده، در ستون جدول نوشته می‌شود و سپس در ردیف هر جدول نام محققان پژوهش‌های تایید شده آورده می‌شود. بر مبنای استفاده از هر پژوهشگر از معیارهای فرعی نوشته شده در ستون جدول، علامت «*» درج می‌شود، سپس امتیازهایی هر ستاره در ستون معیارهای فرعی، با هم جمع می‌شود و امتیازهای بالاتر از میانگین پژوهش‌های انجام شده، به عنوان مولفه‌های پژوهش انتخاب می‌شوند.

جدول (۲) تعیین مولفه‌های اصلی قابلیت ارتباط با ذینفعان

محققان	قدرت نفوذ	ارتباط	اثر بخشی	مشروعیت	گذاری	تأثیر	مساعی	تشریک	منافع	حقوق مادی	حفظ	افشای به موقع	خلق ارزش
جیانگ و همکاران (۲۰۱۹)	-	*	-	-	-	-	*	-	-	-	-	-	*
یانگ و همکاران (۲۰۱۹)	-	*	*	*	-	-	-	-	-	-	-	*	-
فواتسون و همکاران (۲۰۱۷)	*	-	-	-	-	-	*	*	*	*	*	-	-
لوی ^۲ (۲۰۱۶)	-	*	*	-	-	-	*	*	-	-	*	-	*
وانگ و همکاران ^۳ (۲۰۱۶)	-	-	-	-	-	-	*	*	-	-	-	*	*
حیاتی و همکاران (۱۳۹۷)	*	*	*	*	*	*	-	-	*	-	-	-	*

¹ Gao & Slawinski

² Loi et al

³ Wang et al

محققان	قدرت نفوذ	ارتباط	اثر بخشی	مشروعیت	گذاری	تأثیر	مساعی	تشریک	منافع	حقوق مادی	حفظ	افشای به موقع	خلق ارزش
نجفیان و صفری گرایلی (۱۳۹۶)	-	*	-	-	-	-	-	-	-	-	-	*	-
ثقفی و همکاران (۱۳۹۳)	-	-	-	-	*	*	*	*	-	-	-	-	*
جمع	۲	۵	۲	۲	۲	۲	۵	۲	۲	۲	۲	۳	۵

باتوجه به اینکه ۸ پژوهش در این بخش براساس کلیه مولفه‌های قابلیت ارتباط با ذینفعان بررسی شدند و برحسب فراوانی امتیازهای کسب شده، مولفه‌هایی که بیش از نصف پژوهش‌های تایید شده را کسب نمودند، یعنی ۳ مولفه تعامل، تشریک مساعی و توسعه روابط نزدیک به‌عنوان مولفه‌های فرعی پژوهش انتخاب شدند که طبق جدول (۳) در قالب چک لیست امتیازی تدوین شدند.

جدول (۴) چک لیست مربوط به شاخص‌های قابلیت ارتباط با ذینفعان

شاخص‌ها	مولفه‌های فرعی	مولفه‌های اصلی
قابلیت شناخت دغدغه‌های اجتماعی	اثر بخشی ارتباط	قابلیت ارتباط با ذینفعان
قابلیت درک نیازها و انتظارات ذینفعان		
قابلیت بازخورد اطلاعات به صورت شفاف به ذینفعان		
قابلیت برگزاری جلسه با نمایندگان ذینفعان		
قابلیت بکارگیری دانش ذینفعان	تشریک مساعی	
قابلیت برگزاری همایش‌های سالانه برای بیان رویکردها و ایده‌های ذینفعان		
قابلیت ایجاد هم‌افزایی در افزایش منافع ذینفعان		
قابلیت شناخت و ریشه‌یابی مسئله به واسطه یادگیری	خلق ارزش	
قابلیت ایجاد انگیزه در روابط متقابل با ذینفعان		
قابلیت ایجاد اعتماد در ذینفعان		
قابلیت خلق ارزش برای ذینفعان		
قابلیت تداوم برنامه‌های وفاداری برای ذینفعان		

سپس به‌منظور اطمینان از مولفه‌ها و شاخص‌های شناسایی شده از تحلیل دلفی برای رسیدن به نقطه اشباع تئوریک استفاده گردید. بدین منظور این شاخص‌ها برای نظرسنجی در قالب یک چک لیست ۷ گزینه‌ای در اختیار متخصصان قرار گرفت که جدول (۴) نتایج تحلیل دلفی را نشان می‌دهد.

جدول (۵) نتایج تحلیل دلفی

مؤلفه‌های اصلی	مؤلفه‌های فرعی	شاخص‌ها	میانگین	ضریب توافق	تایید / حذف	
قابلیت ارتباط با ذینفعان	اثر بخشی ارتباط	قابلیت شناخت دغدغه‌های اجتماعی	۵/۱۳	۰/۷۷	تایید	
		قابلیت درک نیازها و انتظارات ذینفعان	۵/۱۶	۰/۷۹	تایید	
		قابلیت بازخورد اطلاعات شفاف به ذینفعان	۵	۰/۶۸	تایید	
	تشریح مساعی	قابلیت برگزاری جلسه با نمایندگان ذینفعان	۵/۱۰	۰/۷۲	تایید	
		قابلیت بکارگیری دانش ذینفعان	۵	۰/۷۲	تایید	
		قابلیت برگزاری همایش‌های سالانه برای بیان رویکردها و ایده‌های ذینفعان	۵/۱۶	۰/۷۹	تایید	
	خلق ارزش	قابلیت ایجاد هم‌افزایی در افزایش منافع ذینفعان	قابلیت شناخت و ریشه‌یابی مسئله به واسطه یادگیری	۵/۱۰	۰/۷۲	تایید
			قابلیت شناخت و ریشه‌یابی مسئله به واسطه یادگیری	۵/۱۵	۰/۷۴	تایید
		قابلیت ایجاد انگیزه در روابط متقابل با ذینفعان	قابلیت ایجاد انگیزه در روابط متقابل با ذینفعان	۵/۲۰	۰/۸۲	تایید
			قابلیت ایجاد اعتماد در ذینفعان	۵	۰/۶۸	تایید
			قابلیت خلق ارزش برای ذینفعان	۵/۱۲	۰/۷۹	تایید
			قابلیت تداوم برنامه‌های وفاداری برای ذینفعان	۵	۰/۶۸	تایید

بر اساس دو معیار میانگین (باتوجه به مقیاس ۷ گزینه‌ای) و ضریب توافق (باید بالاتر از ۰/۵ باشد) می‌توان بیان نمود، تمامی مؤلفه‌های جدول فوق در دور اول دلفی تایید شدند. بنابراین می‌توان اینگونه استنباط نمود که شاخص‌های شناسایی شده همسو با تئوری‌های مرتبط به مدیریت ارتباط با ذینفعان می‌باشد. در نهایت، شاخص‌های شناسایی شده فوق در قالب یک پرسشنامه به مدیران شرکت‌ها ارسال گردید. همانطور که مشاهده می‌شود، این پرسشنامه شامل ۱۲ سؤال و ۳ مؤلفه فرعی اثربخشی ارتباط، تشریح مساعی و توسعه روابط نزدیک می‌باشد. نمره‌گذاری پرسشنامه مذکور بر اساس مقیاس پنج گزینه‌ای لیکرت (خیلی موافقم= ۵، موافقم= ۴، نظری ندارم= ۳، مخالفم= ۲ و خیلی مخالفم= ۱) انجام شده است. به‌طوریکه، نسبت جمع امتیاز متعلق به هر پرسشنامه به کل امتیاز قابل اکتساب (۶۰)، به‌عنوان شاخص قابلیت ارتباط با ذینفعان شرکت در نظر گرفته می‌شود.

یافته‌های پژوهش

آمار توصیفی

جدول (۶)، آمار توصیفی متغیرهای مورد آزمون که شامل برخی شاخص‌های مرکزی و پراکندگی می‌باشد را نشان می‌دهد. همان‌طور که در این جدول ملاحظه می‌شود مقادیر میانگین و میانه مربوط به قابلیت تعاملی با ذینفعان به ترتیب برابر ۳/۸۶ و ۴/۰۰ بوده که بیانگر تاثیرگذاری قابل توجه این متغیر بر کارکردهای تعاملی شرکت‌ها با ذینفعان می‌باشد. ضمن این‌که مقادیر حداقل و حداکثر این متغیر نیز گویای این ادعا است. همچنین، میانگین و میانه شاخص‌های کارایی سرمایه‌گذاری به ترتیب برای نسبت خرید خالص دارایی‌های ثابت به کل دارایی‌ها برابر با ۰/۰۵۴ و ۰/۰۳۸ و برای معیار

سطح سرمایه‌گذاری ۰/۰۵۴ و ۰/۰۶۲ بوده است. همچنین مشخص گردید، بالاترین میزان میانگین در بین سه بعد قابلیت تعاملی با ذینفعان مربوط به خلق ارزش برای ذینفعان با میانگین ۳/۱۹۶ می‌باشد که نشان می‌دهد، ذینفعان در سطح بازار سرمایه اعم از سرمایه‌گذاران، اعتباردهندگان تا قانونگذاران و تحلیلگران، ایجاد ارزش برای ارتقای سطح کارکردهای تعاملی و جذابیت‌های بیشتر جهت سرمایه‌گذاری را مهم تلقی می‌نمایند.

جدول (۶) آمار توصیفی مربوط به متغیرهای تحقیق

متغیر	نماد متغیر	میانگین	میان	حداقل	حداکثر	انحراف معیار
قابلیت ارتباط با ذینفعان	SRC	۳/۸۶	۴/۰۰	۲/۷۵	۴/۷۵	۰/۴۲
اثربخشی ارتباط با ذینفعان	RES	۳/۸۶	۴/۰۰	۲/۲۵	۵/۰۰	۰/۵۲
تشریک مساعی با ذینفعان	SES	۳/۷۶	۴/۰۰	۲/۲۵	۵/۰۰۰	۰/۶۸
خلق ارزش برای ذینفعان	VCS	۳/۹۶	۴/۰۰	۲/۵۰	۵/۰۰۰	۰/۵۲
نسبت خرید خالص دارایی‌های ثابت به کل دارایی‌ها	I1	۰/۰۵۴	۰/۰۳۸	۰/۰۰۰	۰/۴۲	۰/۰۶۲
سطح سرمایه‌گذاری	I2	۰/۰۶۲	۰/۰۴۱	۰/۰۰۰۱	۰/۶۲۹	۰/۰۸۵

برازش مدل‌های اندازه‌گیری

در برازش مدل‌های اندازه‌گیری از سه معیار پایایی، روایی همگرا و روایی واگرا استفاده می‌شود. به منظور بررسی پایایی مدل اندازه‌گیری تحقیق، از ضرایب بارهای عاملی، ضرایب آلفای کرونباخ و پایایی ترکیبی استفاده می‌گردد.

جدول (۷) ضرایب بارهای عاملی

عامل	شاخص	سوالات	بارعاملی
ابعاد قابلیت تعاملی با ذینفعان (SRC)	RES	RES1	۰/۷۰
		RES2	۰/۷۵
		RES3	۰/۶۹
		RES4	۰/۷۹
	SES	SES1	۰/۷۷
		SES2	۰/۸۹
		SES3	۰/۸۳
		SES4	۰/۷۱
	VCS	VCS1	۰/۶۴
		VCS2	۰/۷۶
		VCS3	۰/۷۴
		VCS4	۰/۸۱

عامل	شاخص	سوالات	بارعاملی
کارایی سرمایه‌گذاری	(Inv E)	I1	۰/۸۴
		I2	۰/۹۳
قابلیت تعاملی با ذینفعان (SRC)		RES	۰/۷۲
		SES	۰/۷۰
		VCS	۰/۷۸

مقدار ملاک برای مناسب بودن ضرایب بارهای عاملی، ۰/۴ می‌باشد. مطابق با جدول (۸)، تمامی اعداد ضرایب بارهای عاملی سوالات از ۰/۴ بیشتر است که نشان از مناسب بودن این معیار دارد. مطابق با الگوریتم تحلیل داده‌ها در PLS، بعد از سنجش بارهای عاملی سوالات، نوبت به محاسبه و گزارش ضرایب آلفای کرونیخ و پایایی ترکیبی می‌رسد، که نتایج آن در جدول (۸)، آمده است.

جدول (۸) نتایج معیار آلفای کرونیخ و پایایی ترکیبی متغیرهای پنهان تحقیق

متغیرهای مکنون	علامت اختصاری	ضریب آلفای کرونیخ ($\alpha > 0.7$)	ضریب پایایی ترکیبی ($CR > 0.7$)
کارایی سرمایه‌گذاری	Inv E	۰/۷۴	۰/۸۸
اثربخشی ارتباط	RES	۰/۷۲	۰/۸۲
تشریک مساعی	SES	۰/۸۱	۰/۹۸
قابلیت تعاملی با ذینفعان	SRC	۰/۵۸	۰/۷۸
خلق ارزش	VCS	۰/۷۲	۰/۸۳

باتوجه به اینکه مقدار مناسب برای آلفای کرونیخ و پایایی ترکیبی ۰/۷ است و مطابق با یافته‌های جدول فوق این معیارها در مورد متغیرهای مکنون مقدار مناسبی را اتخاذ نموده‌اند، لذا می‌توان مناسب بودن پایایی مدل‌های اندازه‌گیری پژوهش را تأیید نمود. معیار دوم از بررسی برازش مدل‌های اندازه‌گیری، روایی همگرا است که به بررسی میزان همبستگی هر سازه با سوالات (شاخص‌ها) خود می‌پردازد.

جدول (۹) نتایج روایی همگرای متغیرهای پنهان تحقیق

متغیرهای مکنون	علامت اختصاری	میانگین واریانس استخراجی ($AVE > 0.5$)
کارایی سرمایه‌گذاری	Inv E	۰/۷۹
اثربخشی ارتباط	RES	۰/۵۴
تشریک مساعی	SES	۰/۶۴
قابلیت تعاملی با ذینفعان	SRC	۰/۵۴
خلق ارزش	VCS	۰/۵۵

باتوجه به اینکه مقدار مناسب برای AVE، ۰/۵ است (فورنل و لارکر^۱، ۱۹۸۱) و مطابق با یافته‌های جدول (۱۲)، این معیار در مورد متغیرهای مکنون مقدار مناسبی را اتخاذ نموده، در نتیجه مناسب بودن روایی همگرایی پژوهش تأیید می‌شود.

روایی واگرا معیار سوم بررسی برازش مدل‌های اندازه‌گیری می‌باشد. روایی واگرای قابل قبول یک مدل بیانگر آن است که یک سازه در مدل، نسبت به سازه‌های دیگر تعامل بیشتری با شاخص‌هایش دارد. روایی واگرا وقتی در سطح قابل قبولی است که AVE برای هر سازه بیشتر از واریانس اشتراکی میزان بین آن سازه و سازه‌های دیگر در مدل باشد (فورنل و لارکر، ۱۹۸۱). باتوجه به جدول (۱۰)، مقدار جذر میانگین مقادیر اشتراکی متغیرهای پنهان در پژوهش حاضر که در خانه‌های موجود در قطر اصلی ماتریس قرار گرفته‌اند، از مقدار همبستگی میان آن‌ها که در خانه‌های زیرین و راست قطر اصلی قرار دارند، بیشتر است. این بدان معناست که هر سازه در مدل تحقیق نسبت به دیگر سازه‌ها با شاخص‌های خود در تعامل بیشتری است. این موضوع، روایی واگرای مناسب و برازش مناسب مدل‌های اندازه‌گیری پژوهش را نشان می‌دهد.

جدول (۱۰) ماتریس فورنل و لارکر جهت بررسی روایی واگرا

	قابلیت تعاملی با ذینفعان	خلق ارزش	تشریک مساعی	اثربخشی ارتباط	کارایی سرمایه‌گذاری
نمادها	SRC	VCS	SES	RES	Inv E
کارایی سرمایه‌گذاری					۰/۸۹
اثربخشی ارتباط				۰/۷۳	۰/۳۹
تشریک مساعی			۰/۸۰	۰/۲۵	۰/۶۰
خلق ارزش		۰/۷۴	۰/۷۰	۰/۷۲	۰/۶۸
قابلیت تعاملی با ذینفعان	۰/۷۴	۰/۷۱	۰/۳۱	۰/۴۰	۰/۵۰

باتوجه به نتایج پایایی، روایی همگرا و روایی واگرا مشاهده می‌شود که مدل‌های اندازه‌گیری مدل معادلات ساختاری پژوهش به نحوی مطلوب، توانایی اندازه‌گیری متغیرهای پنهان پژوهش را دارند. لذا، در ادامه برازش مدل ساختاری پژوهش بررسی می‌گردد.

برازش مدل ساختاری

پس از سنجش روایی و پایایی مدل اندازه‌گیری، مدل ساختاری از طریق روابط بین متغیرهای مکنون ارزیابی شد. در پژوهش حاضر از دو معیار ضریب تعیین (R^2) و ضریب قدرت پیش‌بینی (Q^2)، استفاده شده است.

¹ Fornell & Larcker

ضریب تعیین (R^2) و ضریب قدرت پیش‌بینی (Q^2)

R^2 معیاری است که نشان از تأثیر یک متغیر برون‌زا بر یک متغیر درون‌زا دارد. مطابق با شکل (۲)، مقدار R^2 برای سازه‌های درون‌زای پژوهش محاسبه شده است که می‌توان مناسب بودن برازش مدل ساختاری را تأیید نمود. درضمن، به منظور بررسی قدرت پیش‌بینی مدل از معیاری با عنوان Q^2 استفاده شد. با توجه به نتایج این معیار در جدول (۱۱) می‌توان نتیجه گرفت که مدل، قدرت پیش‌بینی «قوی» دارد.

جدول (۱۱) مقادیر ضریب تعیین (R^2) و ضریب قدرت پیش‌بینی (Q^2)

متغیرها	نمادها	Q^2	R^2
کارایی سرمایه‌گذاری	Inv E	۰/۴۷	۰
اثر بخشی ارتباط	RES	۰/۵۳	۰
تشریک مساعی	SES	۰/۴۹	۰
خلق ارزش	VCS	۰/۶۲	۰

برازش مدل کلی

پس از برازش بخش اندازه‌گیری و ساختاری مدل پژوهش حاضر، به منظور کنترل برازش کلی مدل از معیاری با عنوان 'GOF' استفاده شد. که سه مقدار ۰/۰۱، ۰/۲۵ و ۰/۳۶ به عنوان مقادیر ضعیف، متوسط و قوی برای آن معرفی شده است. این معیار از طریق رابطه (۱) محاسبه می‌گردد:

$$GOF = \sqrt{\text{Communalities} \times \overline{R^2}} \quad \text{رابطه (۱)}$$

Communalities از میانگین مقادیر اشتراکی متغیرهای مکنون پژوهش و $\overline{R^2}$ میانگین مقادیر ضریب تعیین متغیرهای درون‌زای مدل است.

جدول (۱۲) میزان Communalities و R^2

متغیرهای مکنون	علامت اختصاری	Communality	R^2
کارایی سرمایه‌گذاری	Inv E	۰/۷۹	۰/۴۷
اثر بخشی ارتباط	RES	۰/۵۴	۰/۵۳
تشریک مساعی	SES	۰/۶۴	۰/۴۹
قابلیت تعاملی با ذینفعان	SRC	۰/۵۴	
خلق ارزش	VCS	۰/۵۵	۰/۶۲

¹ Goodness of Fit

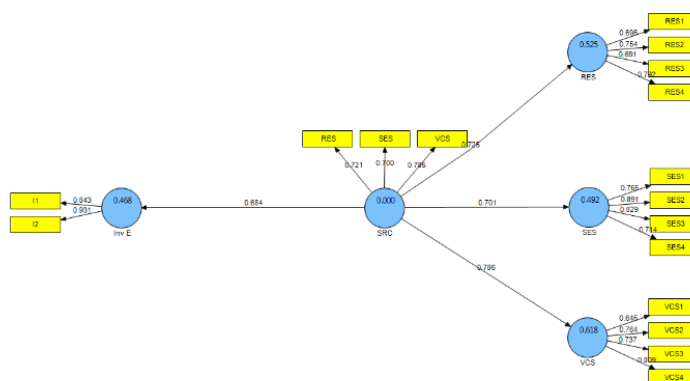
جدول (۱۳) نتایج برازش مدل کلی

GOF	R ²	Communality
۰/۵۶۸	۰/۵۳	۰/۶۱

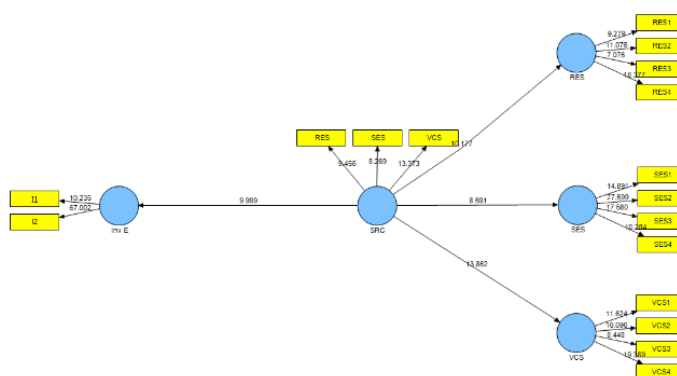
باتوجه به مقدار بدست آمده برای GOF به میزان ۰/۵۶۸، برازش بسیار مناسب مدل کلی تأیید می‌شود.

نتایج آزمون فرضیه‌ها

پس از بررسی برازش مدل‌های اندازه‌گیری و مدل ساختاری و داشتن برازش مناسب مدل کلی و باتوجه به شکل‌های (۳) و (۴)، به بررسی نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش پرداخته می‌شود که نتایج آن در جدول (۱۴)، ارائه شده است.



شکل (۳) مدل ساختاری فرضیه پژوهش همراه با ضرایب بارهای عاملی



شکل (۴) مدل ساختاری فرضیه پژوهش همراه با ضرایب معناداری

باتوجه به مدل ساختاری و ضرایب بار عاملی، در قالب جدول (۱۴) می‌توان نتیجه آزمون فرضیه پژوهش را مشاهده نمود:

جدول (۱۴) نتیجه آزمون فرضیه پژوهش

نتیجه آزمون	معناداری (T-Value)	ضریب مسیر (β)	روابط علی بین متغیرهای پژوهش	فرضیه
تایید فرضیه	۹/۹۹	۰/۶۸	قابلیت ارتباط ذینفعان ← کارایی سرمایه‌گذاری	فرضیه پژوهش

نتیجه گیری

اطلاعات به عنوان یک مبنا در کنترل یا عدم کنترل ریسک در تصمیم‌گیری ذینفعان نقش مهم و اساسی را ایفا می‌نماید. اطلاعات ابعاد چندبعدی گوناگونی دارد که افشای آن به عنوان مبنایی برای طرح‌ها و پروژه‌های سرمایه‌گذاری شرکت می‌تواند ضمن کاهش عدم‌تقارن‌های اطلاعاتی و هزینه نمایندگی، به افزایش سطح ظرفیت‌های تامین مالی شرکت‌ها کمک نماید (لی و همکاران^۱، ۲۰۱۸). در واقع بر مبنای نظریه همسانی موزاییکی افشای اطلاعات محرکی برای ایجاد اعتماد و اطمینان بیشتر در شرکت می‌گردد و این موضوع می‌تواند به تقویت کارایی سرمایه‌گذاری کمک نماید. هدف این پژوهش بررسی تاثیر قابلیت ارتباط با ذینفعان و کارایی سرمایه‌گذاری بر اساس آزمون نظریه همسانی موزاییکی می‌باشد. بررسی و آزمون فرضیه پژوهش ضمن تایید مطلوبیت مدل، نشان داد، قابلیت ارتباط با ذینفعان بر کارایی سرمایه‌گذاری تاثیر مثبت و معناداری دارد. این نتیجه بر مبنای نظریه همسانی موزاییکی که بیان‌کننده این واقعیت است که افشای اطلاعات کامل و منسجم در بین ذینفعان به خصوص در شرایط نامتوازن اقتصاد کشور، می‌تواند قابلیت‌های ارتباط شرکت با ذینفعان را تقویت نماید و باعث گردد تا شرکت به پشتوانه وجود ارتباطات مبتنی بر اعتماد با ذینفعان، برای تامین منابع مالی با محدودیت‌های کمتری مواجه باشد که این موضوع می‌تواند به افزایش کارایی سرمایه‌گذاری‌های شرکت کمک نماید. به عبارت دیگر بازخورد فرآیندهای اطلاعاتی به ذینفعان می‌تواند کمبود نقدینگی که به دلیل وجود تحریم‌ها و مشکلات اقتصادی برای شرکت‌های فعال در بازار سرمایه ایجاد شده است را پوشش دهد و این موضوع باعث گردد تا سطح کارایی‌های سرمایه‌گذاری با پوشش نقدینگی مبتنی بر تعامل با ذینفعان قابل دسترس‌تر باشد. در واقع، افشای کامل همراه با شفافیت گزارشگری مالی می‌تواند شرایط مطمئنی را ایجاد نموده و اعتماد سرمایه‌گذاران را ارتقا بخشد. از منظر دیگر نیز کارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های دارای قابلیت‌های اثربخش با ذینفعان، زمانی می‌تواند پویایی بیشتری داشته باشد که شرکت در انتخاب پروژه‌های آتی سرمایه‌گذاری خود، تلاش نمایند تا ضمن توجه به ابعاد اقتصادی طرح مورد نظر، ارزش‌های مورد انتظار و مورد توجه ذینفعان در سرمایه‌گذاری در شرکت را همچون کاهش ریسک و ارتقای بازده بیشتری از طریق افشای به موقع اطلاعات تامین نمایند. در واقع وجود

¹ Li et al

شفافیت‌های اطلاعات افشا شده باعث کاهش توزیع نابرابر اطلاعات بین گروه‌های تصمیم‌گیر یا ذینفعان می‌شود و ضمن کاهش عدم‌تقارن‌های اطلاعاتی و هزینه‌های نمایندگی، این اطلاعات به صورت عمومی و کامل در اختیار همگان قرار می‌گیرد و این موضوع کمک می‌کند که در فضای شفافیت محیط اطلاعاتی امکان‌پذیرش نادرست و تصمیمات غیربهبینه مدیران در انجام پروژه‌های سرمایه‌گذاری کاهش یابد و در نهایت کارایی سرمایه‌گذاری بهبود چشم‌گیری داشته باشد. کامل بودن انعکاس اخبار در عین حال که ممکن است ریزش سهامداران را به همراه داشته باشد، اما این احتمال نیز وجود دارد که به دلیل وجود اعتماد ناشی از افشای کامل اطلاعات، سطح تعامل با شرکت تقویت شود. بازارهایی همچون بازارهای داخلی کشور ما به دلیل فقدان سطح شفافیت‌ها غالباً از جذابیت‌های سرمایه‌گذاری پایینی برخوردار هستند که این موضوع باعث می‌گردد تا چرخه‌ی منابع نقدی برای توسعه کارایی سرمایه‌گذاری‌ها تا حد زیادی کاهش یابد. نتیجه به دست آمده با پژوهش‌های لای و همکاران (۲۰۱۲)؛ لی و فاین (۲۰۱۸) و گاتمن و منگ (۲۰۲۰) که نتیجه این پژوهش را از منظر مفهومی تایید می‌نمایند، مطابقت دارد.

براساس نتیجه کسب شده پیشنهاد می‌شود، باتوجه به اینکه نقش شفافیت اطلاعات حسابداری در بورس اوراق بهادار تهران در زمینه بهبود عملکرد کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها قابل توجه ارزیابی شده است، پیشنهاد می‌شود سازمان بورس و اوراق بهادار تهران به عنوان نهادی نظارتی در بازار سرمایه ایران می‌بایست به منظور جهت‌دهی بازار به سمت کارایی راهکارهایی عملی همچون ارزیابی‌های دوره‌ای کیفی اطلاعات افشاء شده توسط متخصصان؛ رتبه‌بندی کیفی افشا اطلاعات بر اساس معیارهای محافظت از حقوق ذینفعان و ... اتخاذ نماید تا از وجود افشای اطلاعات یکسان و برابر برای تمامی ذینفعان اطمینان حاصل نماید و مانع از وجود رانت و نابرابری در قدرت تصمیم‌گیری در سطح بازار سرمایه گردد. به عبار دیگر از داشتن اطلاعات مبتنی بر رانت که باعث شود یکی از طرف‌های فعال در بازار نسبت به دیگری و از اطلاعات قابل توجهی برخوردار باشد جلوگیری کند و از بنیان گرفتن حاکمیت سیستم اطلاعاتی نامتقارن به منظور دوری جستن از گزینش نادرست و خطر اخلاقی جلوگیری نماید. از سوی دیگر، این سازمان می‌بایست از طریق نظارت بیشتر بر کیفیت و نه تنها کمیت و ارائه به موقع گزارش‌های مالی تهیه شده از طریق شرکت‌های فعال در بازار و همچنین روابط نمایندگی حاکم در این شرکت‌ها آن‌ها را به ارائه اطلاعاتی دقیق، واقعی و با کیفیت ملزم نماید تا سطح محدودیت‌های احتمالی به خصوص در شرایط تورمی بازار سرمایه را کاهش دهد و بازار سرمایه را نسبت به سایر بازارهای سرمایه‌گذاری دیگر در کشور جذابتر نماید تا منابع نقدی بیشتری را جلب کند. از طرف دیگر پیشنهاد می‌شود، نهادهای نظارتی با تدوین سیاست‌های مبتنی بر ایجاد موسساتی با هدف رتبه بندی و تعیین نرخ هزینه تأمین مالی هر شرکت براساس ریسک (بتا) نسبت به ارزیابی شفافیت‌های اطلاعاتی آن شرکت اقدام نماید تا براین اساس جهت‌دهی نهادهای تصمیم‌گیرنده در بازار پول و سرمایه کشور از طریق تعیین نرخ کارمزد بانکی به صورت دستوری کاهش یابد و موجب گردد تا باوجود شفافیت اطلاعاتی بیشتر، هزینه‌های تأمین مالی شرکت‌های فعال در بازار سرمایه از فرایند تأمین مالی به صورت رابطه‌ای به فرایندی ضابطه‌مند تبدیل گردد. در نهایت با ایجاد جوی برای اعتماد سرمایه‌گذاران (بالقوه و بالفعل) به شرکت‌ها از طریق مکانیزم‌هایی مختلف مانند فرهنگ‌سازی ورود به بازارهای مالی به نحوی که مدیران شرکت‌ها اجازه سوء استفاده و تقلب و فساد را به خود ندهند یا تصویب مقررات به شدت سختگیرانه در برابر شرکت‌های

متقلب منجر شود تا کارکردهای تقاضا برای اطلاعات به سمت کسب تمام اطلاعات محرمانه حرکت نکند و تقارن اطلاعاتی به افزایش انسجام و یکپارچگی بیشتر ذینفعان با شرکت گردد.

فهرست منابع

- * ابطحی فروشانی، زینت السادات، فرصتکار، احسان، خوشنواپور، نادر، ابطحی فروشانی، سیدتقی. (۱۳۹۴). تحلیل ذینفعان کلیدی با استفاده از ماتریس علاقه-قدرت (مطالعه موردی: طرح‌های توسعه میدان منطقه پارس جنوبی). ماهنامه علمی و ترویجی اکتشاف و تولید نفت و گاز، ۱۲(۱۲۷): ۳۲-۳۹
- * اخگر، محمدممید، شانظری، نسرين. (۱۳۹۴). بررسی رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی و عدم تقارن اطلاعاتی تحت شرایط متفاوت ریسکی و علاقه سرمایه‌گذاران، دانش حسابداری مالی، ۲(۲): ۱۲۹-۱۴۶
- * بادآورندهندی، یونس، تقی‌زاده خانقاه، وحید. (۱۳۹۳). ارتباط بین برخی مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی و کارایی سرمایه‌گذاری در مراحل چرخه عمر، مجله علمی-پژوهشی دانش حسابداری، ۵(۱۸): ۱۱۳-۱۴۰.
- * برادران حسن‌زاده، رسول، تقی‌زاده خانقاه، وحید. (۱۳۹۵). تأثیر هزینه‌های نمایندگی بر رفتار سرمایه‌گذاری، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، ۸(۳۲): ۱۳۹-۱۷۰.
- * ثقفی، علی، بولو، قاسم، محمدیان، محمد. (۱۳۹۱). کیفیت اطلاعات حسابداری، سرمایه‌گذاری بیش از حد و جریان نقد آزاد، پیشرفت‌های حسابداری، ۳(۲): ۳۷-۶۳
- * ثقفی، فاطمه، عباسی شاهکوه، کلثوم، کشتگاری، احسان. (۱۳۹۳). طراحی چارچوب شناسایی و اولویت‌بندی ذینفعان مبتنی بر روش فراتلفیق، فصلنامه مدیریت فردا، سال سیزدهم، ۳۹(۲): ۲۱-۴۲.
- * حاجیه‌پور، زهره، مرادیان، بهاره. (۱۳۹۳). بررسی تاثیر عدم تقارن اطلاعات و ارزش شرکت بر سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران، دانش سرمایه‌گذاری، ۳(۱۲): ۹۷-۱۱۶.
- * حیاتی، منوچهر، مشبکی‌اصفهانی، اصغر، خورشیدی، عباس، مرتضوی، مهدی. (۱۳۹۷). ارائه الگوی مدیریت تعامل با ذینفعان راهبردی بانک، پژوهش‌های مدیریت منابع سازمانی، ۸(۲): ۵۷-۷۲.
- * خدای‌پور، احمد، پناهی‌گنهرانی، رقیه. (۱۳۹۶). بررسی تأثیر محافظه‌کاری حسابداری بر کارایی سرمایه‌گذاری با لحاظ عدم‌تقارن اطلاعاتی، پژوهش‌های حسابداری مالی، ۹(۳): ۹۱-۱۱۰
- * داداش‌زاده، قادر، حجازی، رضوان. (۱۳۹۹). ارزش انعطاف‌پذیری مالی، کارایی سرمایه‌گذاری و سرعت تعدیل سرمایه در گردش، راهبرد مدیریت مالی، ۸(۱): ۱۷۷-۱۹۶
- * صفری‌گرایلی، مهدی، رعنائی، فاطمه. (۱۳۹۶). بررسی ارتباط بین کیفیت گزارشگری مالی با کارایی سرمایه‌گذاری و تأثیر ساختار سررسید بدهی‌ها بر این رابطه، مدیریت دارایی و تأمین مالی، ۵(۱): ۸۳-۹۸
- * گل‌محمدی، مجتبی، پورحیدری، امید، بهارمقدم، مهدی. (۱۳۹۶). بررسی تأثیر مدیریت ذینفعان بر سود تقسیمی و ارزش شرکت، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۲۴(۳): ۳۹۴-۳۷۱.
- * نجفیان، خدیجه، صفری‌گرایلی، مهدی. (۱۳۹۶). معاملات با اشخاص وابسته و قابلیت مقایسه صورت‌های مالی: آزمون تجربی نظریه تضاد منافع. حسابداری مدیریت، ۱۰(۳۵): ۷۷-۹۰.

- * نیک‌کار، جواد. (۱۳۹۸). تاثیر رقابت بازار محصول بر کارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مطالعات حسابداری و حسابرسی، ۸(۲۹): ۷۱-۸۸.
- * Al Sakini, A. (2019). The Impact of Disclosure of the Financial Statements at the Level of Information Asymmetry between Investors: An Empirical Study on the Commercial Banks in Jordan, *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, 23(6): 103-123.
- * Balmer, J. (2017). The corporate identity, total corporate communications, stakeholders' attributed identities, identifications and behaviors continuum, *European Journal of Marketing*, 51(9/10): 1472-1502. <https://doi.org/10.1108/EJM-07-2017-0448>
- * Barnett, M. L. (2007). Stakeholder Influence Capacity and the Variability of Financial Returns to Corporate Social Responsibility, *the Academy of Management Review*, 32(3): 794-816.
- * Beatty, A., Weber, J., Scott, J. (2007). The Role of Accounting Quality in Reducing Investment Inefficiency in the Presence of Private Information and Direct Monitoring. Working paper, The Ohio State University
- * Bridoux, F., & Stoelhorst, J. W. (2014). Micro-foundations for stakeholder theory: Managing stakeholders with heterogeneous motives, *Strategic Management Journal*, 35(1): 107-125
- * Chen, F., Hope, O. K., Li, Q., Wang, X. (2011b). Financial Reporting Quality and Investment Efficiency of Private Firms in Emerging Markets. *The Accounting Review*, 86(4): 1255-1288. <https://doi.org/10.2308/accr-10040>
- * Chen, F., Hope, O., Li, Q., Wang, X. (2011a). Financial reporting quality relate to investment efficiency? *Journal of Accounting and Economics*, 48(2-3):112-131
- * Cheynel, E., Levine, C. B. (2020). Public Disclosures and Information Asymmetry: A Theory of the Mosaic. *The Accounting Review*, 95(1): 79-99. <https://doi.org/10.2308/accr-52447>
- * Davidowitz, A. (2015). Abandoning the 'mosaic theory': Why the 'mosaic theory' of securities analysis constitutes illegal insider trading and what to do about it. *Washington University Journal of Law & Policy* 46(1): 281-303
- * De Franco, G., Kothari, S. P., Verdi, R. S. (2011). The benefits of financial statement comparability, *Journal of Accounting Research*, 49(2): 895-931.
- * Degryse, H., De Jong, A. (2001). Investment Spending in the Netherlands: Asymmetric Information or Managerial Discretion? Working Paper, Erasmus University Rotterdam.
- * Freeman, R. E. (1984). *Strategic management: A stakeholder approach*. Boston: Pitman.
- * Gao, J., Slawinski, N. (2015). The Impact of Stakeholder Management on Corporate International Diversification, *Business and Society Review*, 120(3): 409-433. <https://doi.org/10.1111/basr.12061>
- * Goodman, T. H., Shroff, N., Neamtiu, M., White, H. D. (2014). Management Forecast Quality and Capital Investment Decisions. *The Accounting Review*, 89, 331-365
- * Gray, R., Owen, D., Afams, C. (1996). *Accounting and accountability: Change and challenges in corporate social and environmental reporting*, London: Prentice Hall.
- * Guttman, I., Meng, X. (2020). The Effect of Voluntary Disclosure on Investment Inefficiency, *The Accounting Review In-Press*, <https://doi.org/10.2308/tar-2018-0749>
- * Herremans, I. M., Nazari, J. A., & Mahmoudian, F. (2016). Stakeholder relationships, engagement, and sustainability reporting. *Journal of Business Ethics*, 138(3), 417-435.
- * Jensen, M. C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers, *The American Economic Review*, 76(2): 323-329
- * Jiang, G., Lee, C. M. C., Yue, H. (2010). Tunneling Through Intercorporate Loans: The China Experience". *Journal of Financial Economics*, 98(3): 1-20.
- * Jiang, W., Wang, A. X., Zhou, K. Zh., Zhang, Ch. (2019). Stakeholder Relationship Capability and Firm Innovation: A Contingent Analysis, *Journal of Business Ethics*, <https://doi.org/10.1007/s10551-019-04161-4>

- * Jones, T. M., Harrison, J. S., & Felps, W. (2018). How applying instrumental stakeholder theory can provide sustainable competitive advantage. *Academy of Management Review*, 43(3), 371–391.
- * Kothari, S. P., Ramanna, K., & Skinner, D. J. (2010). Implications for GAAP from an analysis of positive research in accounting. *Journal of Accounting and Economics*, 50 (2-3): 246–286.
- * Kumar, V., Rahman, Z. and Kazmi, A. (2016). Stakeholder identification and classification: a sustainability marketing perspective, *Management Research Review*, 39(1): 35-61. <https://doi.org/10.1108/MRR-09-2013-0224>
- * Lai, Sh, M., Liu, Ch, L., Wang, T. (2012). Increased disclosure and investment efficiency, *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, 21(3): 33-69. <https://doi.org/10.1080/16081625.2012.741791>
- * Landry, R., Amara, N., Lamari, M. (2002). Does social capital determine innovation? To what extent? *Technological Forecasting and Social Change*, 69, 681-701.
- * Lee, T., Fin, M. (2018). The Link between Information Transparency and Investment Efficiency: A Literature Review, *Business and Economic Research*, 8(4): 71-79. <https://doi.org/10.5296/ber.v8i4.13897>
- * Li, Y., He, J., Xiao, M. (2018). Risk Disclosure in Annual Reports and Corporate Investment Efficiency, *International Review of Economics and Finance*, 12(4): 333-351. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2018.08.021>
- * Loi, T. (2016). Stakeholder management: a case of its related capability and performance, *Management Decision*, 54(1): 148-173. <https://doi.org/10.1108/MD-06-2015-0244>
- * Martin, M, V., Reinhardt, R., Gurtner, S. (2016). Stakeholder integration in new product development: a systematic analysis of drivers and firm capabilities, 46(3): 1095-1112.
- * McNichols, M., & Stubben, S. R. (2008). Does earnings management affect firms' investment decisions? *The Accounting Review*, 83(6): 1571–1603
- * Mitchell, R., Agle, B., Wood, D. (1997). Toward a theory of stakeholder identification and salience: Defining the principles of who and what really counts, *Academy of Management Review*, 22: 55-886
- * Myers, S., Majluf, N. (1984). Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do not Have, *Journal of Financial Economics*, 13(1): 187-221
- * Page, I, H. (1976). The mosaic theory of arterial hypertension—its interpretation. *Perspect Biol Med*, 10(3):325–33.
- * Parmar, B. L., Freeman, R. E., Harrison, J. S., Wicks, A. C., de Colle, S., & Purnell, L. (2010). Stakeholder theory: The state of the art. *Academy of Management Annals*, 4(1), 403–445.
- * Romijn, H., Albaladejo, M. (2002). Determinants of innovation capability in small electronics and software firms in southeast England. *Research Policy*, 31, 1053-1067
- * Rueda-Manzanares, A., Aragn-Correa, J. A., & Sharma, S. (2008). The influence of stakeholders on the environmental strategy of service firms: The moderating effects of complexity, uncertainty and munificence. *British Journal of Management*, 19(2): 185–203.
- * Sharma, S., & Henriques, I. (2005). Stakeholder influences on sustainability practices in the Canadian forest products industry. *Strategic Management Journal*, 26(2): 159–180.
- * Verbeke, A., & Tung, V. (2013). The future of stakeholder management theory: A temporal perspective. *Journal of Business Ethics*, 112(3): 529–543.
- * Veronica, S., Alexeis, G, P., Valentina, C., Elisa, G. (2019). Do stakeholder capabilities promote sustainable business innovation in small and medium-sized enterprises? Evidence from Italy, *Journal of Business Research*, <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2019.06.025>
- * Wagner Mainardes, E., Alves, H., Raposo, M. (2011). Stakeholder theory: issues to resolve, *Management Decision*, 49(2): 226-252. <https://doi.org/10.1108/00251741111109133>

- * Wang, H. M., Sengupta, S. (2016). Stakeholder relationships, brand equity, firm performance: A resource-based perspective, *Journal of Business Research*, 2(3): 1-8. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jbusres.2016.05.009>
- * Watson, R., Wilson, H. N., Smart, P., Macdonald, E. K. (2017). Harnessing Difference: A Capability-Based Framework for Stakeholder Engagement in Environmental Innovation, 35(2): 254-279.
- * Yang, D., Jiang, W., Zhao, W. (2019). Proactive environmental strategy, innovation capability, and stakeholder integration capability: A mediation analysis, <https://doi.org/10.1002/bse.2329>

Stakeholder Relationship Capability and Investment Efficiency: A Mosaic Homology Theory Test

Maryam Ghayed

PhD student, Department of Accounting, Ahvaz Branch, Islamic Azad University, Ahvaz, Iran

Vali Khodadadi

Invited Associate Professor, Department of Accounting, Ahvaz Branch, Islamic Azad University, Ahvaz, Iran /
Department of Economic & Social Sciences, Shahid Chamran University, Ahvaz (Corresponding Author)
vkhodadadi@scu.ac.ir

Alireza Jorjorzadeh

Assistant Professor, Department of Economy, Ahvaz Branch, Islamic Azad University, Ahvaz, Iran

Ahmad Kaab Omeir

Assistant Professor, Department of Accounting, Ahvaz Branch, Islamic Azad University, Ahvaz, Iran

Abstract

Considering the constraints on resources and the need for firms' planning to avoid recession and underdevelopment, enhanced investment efficiency would promote the capital market attractiveness and increase the performance of capital market investment. Empowering these markets through investment efficiency requires to promote the flow of information disclosure to stakeholders in order to provide the greater coherence and integration of information, enhance equal decision-making capabilities, and promote trust and confidence in the company. The present study aimed to examine the impact of stakeholder relationship capability on investment efficiency through testing the mosaic theory. In this study, two criteria (namely the ratio of net fixed assets to total assets and investment level) were used in order to measure investment efficiency. Furthermore, meta-synthesis and Delphi analyses were adopted based on a 5-point Likert scale to measure the development of stakeholder relationship capability. To collect the research data, the questionnaires were sent to 142 companies in 2019, of which 112 questionnaires were returned by the managers of the firms listed in Tehran Stock Exchange. To fit and test the research hypothesis, the partial least squares analysis was used. After confirming the fit of the model, the results revealed that the stakeholder relationship capability had a positive and significant effect on investment efficiency. With regard to the Mosaic theory, this finding confirms that the equity of information in reflecting news and knowledge among stakeholders can promote the role of the firm's stakeholder relationship capability, thus enhancing the investment efficiency.

Keywords: Stakeholder relationship capability, Investment efficiency, Mosaic theory

