

بسم الله الرحمن الرحيم

فصلنامه بورس اوراق بهادار

سازمان بورس اوراق بهادار

مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی

سال شانزدهم، شماره ۶۴، زمستان ۱۴۰۲

به استناد گواهی شماره ۳۶۶۹۱۵/۱۱/۳/۸۹ مورخ ۰۸/۰۸/۱۳۸۹ کمیسیون نشریات علمی کشور (وزارت علوم تحقیقات و فناوری)، فصلنامه بورس اوراق بهادار دارای درجه علمی می باشد. این نشریه از فروردین ماه ۱۳۸۷ بصورت فصلنامه علمی به چاپ می رسد.

فصلنامه بورس اوراق بهادار

صاحب امتیاز و ناشر: سازمان بورس اوراق بهادار

سر دبیر: علی سعیدی

مدیر مسئول: مهرداد عاصی

ویراستار فارسی و صفحه آرایی: مرضیه حسن زاده علی آبادی

دوره چاپ: فصلنامه

شماره شاپا: ۵۴۳۱-۲۲۲۸

نشانی: تهران - میدان ونک - ابتدای خیابان ملاصدرا -

پلاک ۱۳ - فصلنامه بورس اوراق بهادار

آدرس الکترونیکی نشریه:

Web: journal.seo.ir

Email: Journal@seo.ir

تلفن: ۸۸۶۷۹۵۵۵-۰۲۱

اعضای هیأت تحریریه (به ترتیب حروف الفبا)

عضو هیات تحریریه	دانشگاه	رتبه علمی	رشته
رضا تهرانی	دانشگاه تهران	استاد	مدیریت مالی
رضا راعی	دانشگاه تهران	استاد	مدیریت مالی
سید مصطفی رضوی	دانشگاه تهران	دانشیار	مدیریت صنعتی
علی سعیدی	دانشگاه آزاد اسلامی-واحد تهران شمال	دانشیار	مدیریت مالی
محمد حسین قائمی	دانشگاه بین المللی امام خمینی	استاد	حسابداری
شاپور محمدی	دانشگاه تهران	دانشیار	علوم اقتصادی
سیدحسین میرجلیلی	پژوهشگاه علوم انسانی	استاد	علوم اقتصادی
محمد نمازی	دانشگاه شیراز	استاد	حسابداری
ایرج نوروش	دانشگاه تهران	استاد	حسابداری

اعضای هیأت تحریریه بین المللی (به ترتیب حروف الفبا)

عضو هیات تحریریه	دانشگاه	رتبه علمی	رشته
محمد صادق بزاز	دانشگاه اوکلند- کالیفرنیا ایالات متحده آمریکا	استاد	حسابداری
ابوالحسن جلیلود	دانشگاه لویولای شیکاگو- ایالات متحده آمریکا	استاد	تحقیقات مالی
ذبیح الله رضایی	دانشگاه ممفیس- ایالات متحده آمریکا	استاد	حسابداری
حسن یزدی فر	دانشگاه دربی- انگلستان	استاد	حسابداری
سعید همایون	دانشگاه گاول- سوئد	دانشیار	حسابداری

فصلنامه بورس اوراق بهادار

فصلنامه بورس اوراق بهادار فصلنامه ای است که از روش داوری دوسو ناشناس استفاده می کند و مقالاتی با کیفیت بالا را در محورهای مدیریت مالی بنگاه های اقتصادی، سرمایه گذاری، بازارها و نهادهای مالی، مهندسی مالی، مالی اسلامی، مدیریت ریسک، مستغلات، حقوق مالی، اقتصاد سنجی مالی و روش های کمی، مالی بین المللی کلیه دستگاه های اجرایی شامل وزارتخانه ها، موسسات و شرکت های دولتی، موسسات مالی و بیمه ای، موسسات و نهادهای عمومی غیردولتی منتشر می کند. مقالات با رویکرد تجربی/ آرشویی، آزمایشی، بین رشته ای/ انتقادی، پیمایشی و مدل سازی که از ویژگی اصالت و نوآوری برخوردار باشند، در الویت بررسی و انتشار خواهند بود.

نشریه بورس و اوراق بهادار یک نشریه با دسترسی باز است و انواع مقالات علمی- پژوهشی را منتشر می کند.

اولویت های پژوهشی

به استحضار محققین محترم می رساند؛ در راستای اهداف پژوهشی و تحقیقاتی سازمان بورس و اوراق بهادار، مقالاتی که موضوعات آنها مطابق با اولویت های پژوهشی این سازمان باشد، در ارزیابی های فصلنامه بورس اوراق بهادار جهت پذیرش و چاپ، در اولویت قرار خواهند گرفت. جهت دسترسی به فهرست موضوعات و اولویت های پژوهشی سازمان بورس و اوراق بهادار به آدرس <http://rdis.ir/Protections.asp> مراجعه فرمایید.

- کشور محل چاپ : ایران
- ناشر: سازمان بورس اوراق بهادار
- فرمت: چاپی و الکترونیکی
- شاپای چاپی: ۵۴۳۱-۲۲۲۸
- وضعیت چاپ: چاپی و الکترونیکی
- نوبت‌های چاپ: فصلنامه
- زبان مجله: فارسی و انگلیسی (چکیده انگلیسی)
- حوزه تخصصی: مالی
- هزینه چاپ مقاله: ندارد
- نوع مجله: علمی - پژوهشی
- دسترسی رایگان و آزاد به مقالات: بلی
- نمایه شده: بلی
- متوسط زمان داوری مقالات: ۶ هفته
- ایمیل مجله: Journal@seo.ir

راهنمای تدوین و شرایط پذیرش مقاله

فصلنامه بورس اوراق بهادار، فصلنامه ای است علمی - پژوهشی که در راستای توسعه دانش مالی در کشور، شناسایی مسایل بازار سرمایه و راه حل یابی برای آن، مبادرت به انتشار مقاله های پژوهشی می نماید. مقاله های ارسال شده پس از داوری تخصصی و در صورت تأیید هیأت تحریریه، به چاپ می رسد. از کلیه استادان و پژوهشگران گرامی که مقاله های خود را جهت چاپ به این فصلنامه ارسال می دارند تقاضا می شود به نکات شکلی زیر نیز توجه فرمایند:

۱- مقاله در محیط نرم افزار Word 2007 به بالا، سایز صفحه ۵/۱۷ در ۵/۲۴ سانتی متر (حاشیه ها از بالا، پایین، چپ و راست همگی ۵/۲ سانتی متر)، فونت فارسی متن B zar 12، فونت انگلیسی متن Times New Roman 11، فاصله بین خطوط ۱ سانتی متر و حداکثر در ۲۰ صفحه تایپ شود و صرفاً از طریق سایت فصلنامه به آدرس <http://journal.seo.ir> ارسال گردد.

۲- مقاله های ارسالی باید دارای بخش های زیر باشد:

۲-۱. صفحه اول مقاله شامل: عنوان کامل مقاله، نام نویسنده یا نویسندگان (نام نویسنده عهده دار مکاتبات با علامت ستاره مشخص شود)، رتبه علمی و نام موسسه یا دانشگاه و یا محل اشتغال، نشانی کامل نویسنده عهده دار مکاتبات شامل: نشانی پستی، شماره تلفن، نمابر و پست الکترونیکی.

۲-۲. صفحه دوم مقاله شامل عنوان و چکیده مقاله به زبان فارسی شامل: موضوع مقاله، روش تحقیق، طرح بحث و نتیجه گیری (مجموعاً حدود ۱۵۰ کلمه) و واژه های کلیدی (حداکثر ۵ واژه).

۲-۳. کد طبقه بندی JEL : این کد گذاری برای طبقه بندی موضوعی در ادبیات اقتصادی طراحی شده است که جزئیات نحوه استفاده از آن در پایگاه اینترنتی روبرو قابل دسترسی است.

www.aeaweb.org/journal/jel_class_system.html

۲-۴. صفحه سوم تا انتهای مقاله شامل مقدمه، بحث و بررسی (شامل: بیان مسأله و اهمیت آن، مروری بر پیشینه تحقیق، ادبیات و چارچوب نظری، پرسش ها و فرضیه های پژوهش، روش تحقیق، فنون تجزیه و تحلیل اطلاعات و بحث در یافته های پژوهش)، نتیجه گیری و ارایه پیشنهادها، فهرست منابع و مأخذ.

۲-۵. چکیده انگلیسی بر روی صفحه ای جداگانه، با عنوان مقاله، نام نویسنده یا نویسندگان، مرتبه علمی و موسسه، دانشگاه یا محل اشتغال، همراه مقاله ارسال شود.

۳- ارجاعات فارسی در متن مقاله داخل پرانتز به صورت (نام خانوادگی، سال، صفحه) آورده شود و در ارجاعات انگلیسی در متن بصورت فارسی (نام، سال) و عنوان انگلیسی بصورت پاورقی آورده شود.

۴- در پایان مقاله، فهرست منابع مورد استفاده در متن مقاله، به ترتیب الفبایی به شرح زیر آورده شود:

۱،۴- کتاب: نام خانوادگی، نام. (سال انتشار). نام کتاب با حروف ایتالیک، نام مترجم، محل انتشار، نام انتشارات.

۲،۴- مقاله: نام خانوادگی، نام. (تاریخ انتشار). «عنوان مقاله داخل گیومه»، نام نشریه با حروف ایتالیک، دوره (جلد)، محل انتشار.

۳،۴- در مورد گزارش‌ها و سایر منبع نیز اطلاعات کافی و کامل ارائه شود.

۵- مقاله‌های فرستاده شده نباید در مجله‌های داخل و خارج کشور چاپ شده باشد. همچنین نباید به صورت همزمان به مجله دیگری ارسال شده باشد.

۶- فصلنامه در ویرایش مقاله‌ها، بدون تغییر در محتوای آن، آزاد است.

۷- فصلنامه از پذیرش مقالاتی که موارد شکلی و ساختاری یادشده در راهنما در آن‌ها رعایت نشده باشد معذور است.

۸- فصلنامه حق رد یا قبول و نیز ویراستاری مقالات را برای خود محفوظ می‌دارد و از بازگرداندن مقالات دریافتی معذور است. پس از چاپ مقاله سه نسخه از فصلنامه به هر یک از نویسندگان اهداء خواهد شد.

۹- مسئولیت صحت و سقم مطالب مقاله به عهده نویسنده است.

۱۰- لطفاً حداقل دو ارجاع به مقالات قبلی منتشرشده در فصلنامه بورس اوراق بهادار داده شود.

۱۱- چنانچه مقاله از حامی یا تامین‌کننده اعتبار پژوهشی برخوردار باشد، درج این موضوع در مقاله توسط نویسنده الزامی می‌باشد.

فهرست مطالب

تبیین اثربخشی افشای اطلاعات غیرمالی در گزارش های حسابداری با رویکرد گزارشگری یکپارچه.....	۱
یاسر رادی، سعید جبارزاده کنگرلویی، جمال بحری ثالث، علی آشتاب	
نقش خودشیفتگی مدیر عامل صاحبکار در انتخاب حسابرسان زن	۴۵
نشمین لطفی جو، بهمن بنی مهد، هاشم نیکومرام، حمیدرضا وکیلی فرد	
بسط اکتشافی ابعاد زمینه‌ای گزارشگری منابع انسانی سبز: ارزیابی ماتریس مرجع حسابداری پایداری	۶۷
نرگس نجم الدینی، مهدی دسینه، داود خدادای، حمید رضا رستمی جاز	
بررسی سودمندی گزارش تفسیری مدیریت: دیدگاه استفاده‌کنندگان، تهیه‌کنندگان و نهادهای ناظر و تدوین- کننده مقررات بازار سرمایه.....	۱۰۷
محمد نمازی، ساسان خادمی	
ناکارآمدی قیمت‌گذاری و معاملات بازخورد در صندوق‌های قابل معامله طلا در ایران.....	۱۴۷
مهدی شاعر عطار، اکبر میرزاپور باباجان، بیت‌اله اکبری مقدم	
طراحی سازوکار مشارکت سهامداران خرد در مدیریت شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران	۱۶۹
امیرحسین ارضاء، فریبا احمدی زمانی	
تاثیر پیشینه مالی و ویژگی های دموگرافیک بر نگرانی و نشخوار ذهنی مالی سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار با در نظر گرفتن نقش تعدیل کنندگی عوامل مالی کنونی.....	۱۹۱
سعید دهقان خاوری، محمدحسین عبدالرحیمیان، سید حسین میرجلیلی، مهدی دانش	

Providing a Model to Explain the Effectiveness of Disclosing Non-Financial Information in Accounting Reports with an Integrated Reporting Approach¹

Yaser Radi², Saeid Jabbarzadeh Kangarluei³,
Jamal Bahri Sales⁴, Ali Ashtab⁵

Received: 2023/07/09

Accepted: 2023/12/12

Research Paper

Abstract

The purpose of this research is to explain the effectiveness of disclosing non-financial information in accounting reports with an integrated reporting approach. For this purpose, all accounting reports of listed companies that have a non-financial (qualitative) aspect (including attached notes, report of the board of directors to the assembly, internal control report, audit reports, etc.) to extract non-financial variables. It was investigated and 50 non-financial variables were identified and sent to 380 people in the form of a checklist to obtain points from experts based on Morgan's table, refining the opinions of research experts to 23 non-financial variables and finally to measure the effectiveness of the above variables from 5 criteria including Stock liquidity, information asymmetry, financial performance, price concurrency and cost of capital were used as dependent variables for the period 1391 to 1400. The present research method is applied in terms of purpose and descriptive in terms of data collection method. In terms of the type of data, it is qualitative and quantitative research, and in terms of the method of data analysis, it is research with a mixed method, which will be used in a part of the research using a qualitative method and, in another part, a quantitative method. For data analysis, Stata software version 15 and a tabular data model were used. The results of the research showed that among the 23 non-financial variables identified in the first stage, 5 non-financial variables are as follows: 1-Knowledge of the board of directors 2-Company's position in the industry 3-Customer satisfaction 4-Social performance report 5-Rank of disclosure quality on all 5 effectiveness criteria. It has a significant impact. Also, considering the 5 criteria separately, the results show that most of the identified non-financial variables have a significant impact on the 5 effectiveness criteria.

Key Words: Effectiveness, Disclosure of Non-Financial Information, Integrated Reporting, Financial Reporting.

JEL Classification: M49, M41, M40.

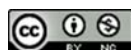
1. doi: 10.22034/JSE.2023.12071.2053

2. Ph.D. Student, Department of Accounting, Faculty of Humanities, Urmia Branch, Islamic Azad University, Urmia, Iran. (Radi.yaser@yahoo.com).

3. Associate Professor, Department of Accounting, Faculty of Humanities, Urmia Branch, Islamic Azad University, Urmia, Iran. (Corresponding Author). (s.jabbarzadeh@iaurmia.ac.ir).

4. Associate Professor, Department of Accounting, Faculty of Humanities, Urmia Branch, Islamic Azad University, Urmia, Iran. (j.bahri@iaurmia.ac.ir).

5. Assistant Professor, Department of Accounting, Faculty of Humanities, Urmia University, Urmia, Iran. (a.ashtab@umia.ac.ir).



Copyright © 2024 The Authors. Published by Securities and Exchange Organization.

This work is licensed under a Creative Commons Attribution-NonCommercial 4.0 International license (<https://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/>). Non-commercial uses of the work are permitted, provided the original work is properly cited.



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

فصلنامه بورس و اوراق بهادار، سال شانزدهم، شماره ۶۴، زمستان ۱۴۰۲، صص ۴۴-۱

تبیین اثربخشی افشای اطلاعات غیرمالی در گزارش های حسابداری با رویکرد گزارشگری یکپارچه^۱

یاسر رادی^۲، سعید جبارزاده کنگرلویی^۳، جمال بحری ثالث^۴، علی آشتاب^۵

تاریخ دریافت: ۱۴۰۲/۰۴/۱۸

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۲/۰۹/۲۱

مقاله پژوهشی

چکیده

هدف پژوهش حاضر تبیین اثربخشی افشای اطلاعات غیرمالی در گزارش های حسابداری با رویکرد گزارشگری یکپارچه است. بدین منظور کلیه گزارش های حسابداری شرکت های بورسی که جنبه غیرمالی (کیفی) دارند (شامل: یادداشتهای پیوست، گزارش هیئت مدیره به مجمع، گزارش کنترل های داخلی، گزارش های حسابرسی و غیره) برای استخراج متغیرهای غیرمالی مورد بررسی قرار گرفت و ۵۰ متغیر غیرمالی شناسایی و بصورت یک چک لیست برای گرفتن امتیاز از صاحب نظران بر اساس جدول مورگان به ۳۸۰ نفر ارسال شد، پالایش نظرات خبرگان پژوهش را به ۲۳ متغیر غیرمالی رسانید و در نهایت به منظور سنجش اثربخشی متغیرهای بالا از ۵ معیار شامل: نقد شوندگی سهام، عدم تقارن اطلاعاتی، عملکرد مالی، همزمانی قیمت و هزینه سرمایه بعنوان متغیر وابسته برای دوره زمانی ۱۳۹۱ تا ۱۴۰۰ استفاده شد. روش پژوهش حاضر از نظر هدف کاربردی و از نظر شیوه جمع آوری داده ها توصیفی است. از نظر نوع داده ها پژوهشی کیفی و کمی است و از نظر شیوه تحلیل داده ها پژوهشی با روش آمیخته است که در بخشی از پژوهش از روش کیفی و در بخش دیگر از روش کمی استفاده خواهد شد و برای تحلیل داده ها از نرم افزار استاتاستیک نسخه ۱۵ و الگوی داده های تابلویی استفاده شد. نتایج پژوهش نشان داد از بین ۲۳ متغیر غیرمالی شناسایی شده در مرحله اول ۵ متغیر غیرمالی به شرح: ۱- دانش هیئت مدیره ۲- جایگاه شرکت در صنعت ۳- رضایت مشتری ۴- گزارش عملکرد اجتماعی ۵- تبه کیفیت افشا بر همه معیارهای ۵ گانه اثربخشی تاثیر معنادار دارد. همچنین با در نظر گرفتن معیارهای ۵ گانه بصورت جداگانه نتایج نشان می دهد بیشتر متغیرهای غیرمالی شناسایی شده بر معیارهای ۵ گانه اثربخشی تاثیر معنادار دارد.

واژه های کلیدی: اثربخشی، افشای اطلاعات غیرمالی، گزارشگری یکپارچه، گزارشگری مالی.

طبقه بندی موضوعی: M49, M41, M40.

doi: 10.22034/JSE.2023.12071.2053

۲. دانشجوی دکتری، گروه حسابداری، واحد ارومیه، دانشگاه آزاد اسلامی، ارومیه، ایران. (Radi.yaser@yahoo.com).

۳. دانشیار، گروه حسابداری، واحد ارومیه، دانشگاه آزاد اسلامی، ارومیه، ایران. (نویسنده مسئول). (s.jabbarzadeh@iaurmia.ac.ir).

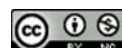
۴. دانشیار، گروه حسابداری، واحد ارومیه، دانشگاه آزاد اسلامی، ارومیه، ایران. (j.bahri@iaurmia.ac.ir).

۵. استادیار، گروه حسابداری، دانشکده اقتصاد و مدیریت، دانشگاه ارومیه، ارومیه، ایران. (a.ashtab@urmia.ac.ir).

حق انتشار این مستند، متعلق به نویسندگان آن است. © ۱۴۰۲. ناشر این مقاله، سازمان بورس و اوراق بهادار است.

این مقاله تحت گواهی زیر منتشر شده و هر نوع استفاده غیرتجاری از آن مشروط بر استناد صحیح به مقاله و با

رعایت شرایط مندرج در آدرس زیر مجاز است.



Creative Commons Attribution-NonCommercial 4.0 International license

(https://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/)

مقدمه

افشای اطلاعات مالی همواره در گزارش‌های نظام گزارش‌گری مالی به طور کامل مورد توجه قرار گرفته است. اما امروزه برای مشخص شدن جنبه‌های متفاوت فعالیت شرکت‌ها بیشتر به اطلاعات غیر مالی تأکید می‌شود، اطلاعاتی که با فاش ساختن بعضی جوانب بنگاه‌ها، نگرش متفاوت و زاویه دید جدیدتری به کاربران از اطلاعات می‌دهد (خیام پور و همکاران، ۱۳۹۹). گزارش‌گری مالی به اندازه کافی نیازهای متنوع اطلاعاتی ذینفعان را برآورده نمی‌کند و در نتیجه، تقاضای استفاده‌کنندگان و گروه‌های مختلف برای، افشای اطلاعات غیرمالی بیشتر، از شرکت‌ها به چشم می‌خورد (ستایش و مهتری، ۱۳۹۷). افزون بر این بنا به عقیده صاحب‌نظرانی چون (کانگ و گری^۱، ۲۰۱۱) صورت‌های مالی فعلی دیگر مفید نیستند، یکی از دلایل اصلی نظر این پژوهش‌گران فقدان اطلاعات مرتبط با مفاهیم ناملموس در صورت‌های مالی است. بسیاری از پژوهش‌گران (اکلز و همکاران^۲، ۲۰۰۱) درباره سودمندی افشای غیرمالی بحث کرده‌اند. امروزه، بیشتر سرمایه‌گذاران به اهمیت افشای غیرمالی پی برده‌اند. نادیده گرفتن اطلاعات غیرمالی ممکن است سهامداران را به سوی تصمیماتی سوق دهد که برای سهام شرکت خوب نیستند. شیوه‌های مناسب افشای شرکت، برای سهامداران ارزش ایجاد می‌کند، اگرچه تاکنون کنترل‌های داخلی و گزارش دهی مالی سهم چشمگیری برای استفاده‌کنندگان دارد، اما گزارش‌گری مؤثر شرکت‌ها شامل مواردی فراتر از اعداد و ارقام است. از این‌رو، افشای اطلاعات غیرمالی به همان اندازه قابل توجه است. مشکل شرکت‌ها در شفافیت و ارائه اطلاعات مفید به ذینفعان، است زیرا افشای اطلاعات غیرمالی داوطلبانه است. چنین اطلاعاتی شامل: تهدیدات احتمالی جنبه‌های اقتصادی، اجتماعی و زیست محیطی است که ممکن است به طور چشمگیری بر ارزش سهامداران در کوتاه مدت و بلندمدت تأثیر بگذارد (موسسه علوم تجارت گوردون^۳، ۲۰۰۶).

افشای اطلاعات غیرمالی برای کاهش عدم تقارن اطلاعاتی که بین مدیریت و ذینفعان مهم وجود دارد، ضروری است (نارایانان و همکاران^۴، ۲۰۰۵). همانطور که وست جونز^۵ (۲۰۰۷) نشان داد، هرچه شرکتی در معاملات تجاری خود شفاف‌تر باشد، می‌تواند به

1. Kang, H; & S.J. Gray
 2. Eccles et al
 3. Gordon Institute of Business Science
 4. Narayanan et al
 5. West-Jones

یک شهروند شرکتی خوب تبدیل شود، یعنی ارائه اطلاعات غیرمالی می‌تواند اعتبار یک شرکت را تقویت کند، همچنین افشای غیرمالی به اعتمادسازی سهامداران نسبت به شرکت وابسته کمک می‌کند زیرا به جذب اعتماد سهامداران در بازارها منجر می‌شود، کارایی را ارتقا می‌دهد، به عنوان یک ابزار مدیریتی در پاسخگویی به خطرات و فرصت‌ها عمل می‌کند (بولن^۱، ۲۰۰۴). باوجود اینکه گزارش‌دهی غیرمالی در حال حاضر داوطلبانه است، مزایای چشمگیری را از دیدگاه مشارکت و شهرت سهامداران به سازمانها ارائه می‌دهد. پیشنهادهای حسابداری مرسوم در نتیجه استفاده از اطلاعات غیرمالی در سال‌های اخیر منجر به درخواست تجدیدنظر در این راستا شدند (اکلز و همکاران^۲، ۲۰۱۲؛ کاپلان و نورتون^۳، ۲۰۰۱). کوهن و همکاران^۴ (۲۰۱۱) دریافتند که سرمایه‌گذاران خرد بیشترین توجه را به افشای غیرمالی دارند زیرا مستقیماً بر درآمد آینده تأثیر می‌گذارد مانند افشای شاخص‌های برجسته اقتصادی. و از آنجاییکه اطلاعات ابزاری قدرتمند است، افشای غیرمالی اگر به درستی ابلاغ شود، می‌تواند یک برتری رقابتی نیز در بازار ایجاد کند (کاویچیو^۵، ۲۰۰۵).

بتازگی (در سال ۲۰۱۷) تلاش‌های جدی ازسوی فدراسیون بین‌المللی حسابداران و مجمع بین‌المللی گزارشگری یکپارچه برای پذیرش همگانی گزارشگری یکپارچه انجام شده است. پس احتمال دارد که انتشار این نوع گزارش ازجانب نهادهای قانون‌گذار در هر کشوری ازجمله ایران الزامی شود. چون سازمان بورس و اوراق بهادار تهران شیوه گزارشگری یکپارچه را پذیرفته، اما الزامی به اجرای آن برای شرکت‌های بورسی تعیین نکرده است (همان، ۱۳۹۷). این نوع از گزارشگری به ارائه عملکرد شرکت، هم درباره نتایج مالی و هم نتایج غیرمالی، اشاره می‌کند (هاپوود و همکاران، ۲۰۱۰). این اطلاعات شامل مواردی همچون گزارش مالی، استراتژی شرکت‌ها، راهبری شرکتی، گزارش عملکرد و چشم‌اندازهای واحد تجاری است که در قالب یک سند بیان شده و گامی مؤثر برای تقویت ارزش‌ها و ایجاد جامعه‌ای پایدار است (اکلز و همکاران، ۲۰۱۱).

ارائه اطلاعات در مورد شناسایی، اندازه‌گیری و افشای اقلام حسابداری همچنین افشای اطلاعات غیرمالی در مورد استراتژی شرکت، مسائل رقابتی، فعالیت‌های تولیدی، استراتژی‌های

1. Bollen

2. Eccles et al

3. Kaplan, and Norton

4. Cohen et al

5. Kavichio

بازاریابی و مسائل مربوط به سرمایه انسانی باعث جذب سرمایه گذاران می شود و بطور موثر به بهبود وضعیت مالی و چهره مدیریتی شرکت کمک می کند (یادتردیس و الکس ساکیس^۱، ۲۰۱۲). همچنین از دیگر نتایج این گونه افشا، کاهش شرایط عدم اطمینان و عدم تقارن اطلاعاتی و متعاقبا باعث کاهش هزینه های تامین مالی و افزایش ارزش شرکت می شود (گیتزمن و ترومبتا^۲، ۲۰۰۳). با توجه به مجموع توضیحات ارائه شده و مبانی نظری مطرح شده، می توان انتظار داشت که بر پایه تئوری های افشا اطلاعات غیرمالی در حوزه های مختلف، افشای اطلاعات غیرمالی می تواند موجب اثربخشی و کارایی بازار سرمایه شده و سرانجام موجب بهبود عملکرد شرکت می شود.

بر پایه مفاهیم نظری، گزارشگری مالی ایران صورت های مالی با مقاصد عمومی است و در راستای رفع نیازهای مشترک اطلاعاتی طیف وسیعی از استفاده کنندگان تهیه و ارائه می شود. در حالی که پایین بودن سطح افشاء ابعاد غیرمالی در شرکت های ایرانی، نشان دهنده شکاف وضعیت موجود از انتظارات ذینفعان است. بنابراین تدوین الزامات و استانداردهای مناسب برای گزارشگری عملکرد پایدار و افشاء غیرمالی در گزارش های شرکت ها، برای پاسخ گویی به انتظارات ذینفعان در بازار سرمایه ایران ضروری است.

بدین ترتیب، در پژوهش حاضر به دنبال تبیین اثربخشی افشای اطلاعات غیرمالی در گزارش های حسابداری با رویکرد یکپارچه هستیم. تاکنون تصور چیره، بر این بوده است که اطلاعات حسابداری ماهیت مالی دارند و اطلاعات غیرمالی امکان ورود به حوزه گزارش های حسابداری را نخواهند داشت. بنابراین در پژوهش حاضر به دنبال گشایش باب تازه ای در گزارشگری حسابداری و افزایش اثربخشی آنها در راستای بهبود تصمیم گیری های استفاده کنندگان از آنها و همچنین کمک به مدیران شرکت ها برای استفاده از گزارش های حسابداری بمنظور ایفای مسئولیت های پاسخگویی خود هستیم.

در نتیجه این پژوهش مطابق با اهداف گزارشگری یکپارچه و منطق آن، درصدد پاسخگویی به این پرسش است که تبیین اثربخشی افشای اطلاعات غیرمالی در گزارش های حسابداری با رویکرد گزارشگری یکپارچه چگونه و شامل چه اجزاء و مولفه هایی است؟

1. Iatridis and Alexakis
2. Gitzman and Trumpetta

در ادامه، ساختار پژوهش حاضر با تبیین پیشینه نظری و تجربی شروع، سپس روش شناسی پژوهش معرفی می شود و در نهایت، یافته های پژوهش مورد بحث و نتیجه گیری قرار می گیرد.

پیشینه نظری پژوهش

فرضیه فرعی اول و دوم پژوهش بیان می دارد افشای اطلاعات غیرمالی بر نقدشوندگی سهام وعدم تقارن اطلاعاتی اثرگذار است.

شاخص های مختلفی برای اندازه گیری عملکرد شرکت ها وجود دارد یکی از این شاخص ها، نقد شوندگی سهام است، نقدشوندگی سهام به معنای قابلیت خرید و فروش سهام در کمترین زمان و با کمترین هزینه می باشد این معیار یکی از مهمترین معیارهایی است که در زمان انتخاب فرصت های سرمایه گذاری مورد توجه قرار می گیرد و بنابراین سرمایه گذاران شرکت هایی را انتخاب می کنند که دارای درجه نقدشوندگی بالایی باشند. توجه سرمایه گذاران به سهام هایی با قدرت نقدشوندگی بالا باعث جذب سرمایه های بیشتر به سمت این شرکت ها می شود. نقدشوندگی یکی از معیارهای مهم تعیین ارزش شرکت است. به عبارت دیگر یکی از معیارهای که در تعیین ارزش شرکت مورد توجه قرار می گیرد، عامل نقدشوندگی سهام است (بیدگلی و سارنج، ۱۳۸۷).

نقدشوندگی نقش مهمی را در فرایند کشف قیمت بازی می کند و معیاری برای کارایی بازار به خصوص به لحاظ اطلاعاتی است (ثقفی و معتمدی فاضل، ۱۳۹۰). همان طور که وانگ^۱ (۲۰۱۲) بیان می کند نقدشوندگی یک معیار کلیدی از کیفیت بازار سرمایه است و برای رشد و توسعه بازار یک پیش شرط محسوب می گردد (استین^۲، ۱۹۸۸). خانا و سونتی^۳ (۲۰۰۴) نشان دادند که نقدشوندگی با عملکرد شرکت رابطه مثبتی دارد این بیانگر آن است که نقدشوندگی بیشتر منجر به ترغیب ورود سرمایه گذاران مطلع می شود (فانگ^۴، ۲۰۱۲). دلایل نظری زیادی برای این فرض وجود دارد که نقدشوندگی سهام بطور مستقیم تحت تاثیر عملکرد شرکت قرار دارد. بنابراین یک ارتباط مثبت میان نقدشوندگی و عملکرد شرکت دور از ذهن نخواهد بود (فانگ و همکاران^۴، ۲۰۰۹).

1. Wang

2. Stein

3. Khanna and Sonti

4. Fang et al

از طرف دیگر عدم تقارن اطلاعات پیامدهای نامطلوب مختلفی را از قبیل کاهش کارایی بازار، افزایش هزینه‌های معاملاتی، ضعف بازار، نقد شوندگی پایین و به طور کلی، کاهش سود حاصل از معاملات در بازارهای سرمایه را در پی دارد. مطالب یاد شده می‌تواند بیانگر اهمیت موضوع عدم تقارن اطلاعاتی و تاثیر غیر قابل انکار آن بر تصمیم‌گیری‌های اقتصادی باشد (خدامی پور و قدیری، ۱۳۸۹). با توجه به نقش اطلاعاتی شفافیت اطلاعات حسابداری به نظر می‌رسد، شفافیت اطلاعات حسابداری می‌تواند از طریق کاهش عدم تقارن اطلاعاتی موجب افزایش کارایی سرمایه‌گذاری شود (بادآورن‌نندی و همکاران، ۱۳۹۲).

کیفیت افشای بالا، می‌تواند عدم تقارن اطلاعاتی و مسأله انتخاب نادرست را کاهش و نقدشوندگی را افزایش دهد (ورشیا^۱، ۲۰۰۱). براون و هیلاگیست^۲، ۲۰۰۷ نیز معتقدند که کیفیت افشا به دو طریق می‌تواند سطح عدم تقارن اطلاعاتی و در نتیجه نقدشوندگی و هزینه سرمایه را تحت تأثیر قرار دهد. یکی از طرقی که کیفیت افشا، عدم تقارن اطلاعاتی را تحت تأثیر قرار می‌دهد، تغییر دادن رفتار مبادلاتی سرمایه‌گذاران ناآگاه یا بی‌اطلاع است. بر اساس فرضیه شناخت سرمایه‌گذار، چنین سرمایه‌گذارانی تمایل بیشتری به سرمایه‌گذاری و مبادله در سهام شرکت‌هایی دارند که به خوبی شناخته شده‌اند یا به شکل مساعد یا مطلوب مورد قضاوت قرار می‌گیرند. اگر کیفیت افشای بالاتر، پدیداری یا قابلیت رؤیت یک شرکت را افزایش و یا هزینه‌های پردازش اطلاعات عمومی شرکت را کاهش دهد، این کیفیت بالاتر باعث انجام مبادلات بیشتری بر روی سهام شرکت توسط سرمایه‌گذاران ناآگاه خواهد شد. عدم تقارن اطلاعاتی دارای پیامدهای نامطلوب متفاوتی از قبیل افزایش هزینه‌های معاملات ضعف بازار و نقد شوندگی پایین و به طور کلی کاهش سود حاصل از معاملات در بازار سرمایه خواهد شد (همان، ۲۰۰۷).

طبق تئوری اقتصادی عدم تقارن، افشای اطلاعات، عدم تقارن و هزینه سرمایه را کاهش می‌دهد، همچنین افشای اطلاعات بیشتر به نقدشوندگی بیشتر، هزینه معاملات کمتر و در نهایت تقاضای بیشتر برای سهام شرکت منجر می‌شود (آمیهود و مندلسون^۳، ۱۹۸۶، دیاموند و ورشیا^۴، ۱۹۹۱، ایزلی و همکاران^۵، ۲۰۰۲).

-
1. Warsaw
 2. Brown and Hilagist
 3. Amihud and Mendelssohn
 4. Diamond and Versia
 5. Easley et al

دلیل اینکه چرا افشا می تواند یکی عامل تعیین کننده و مهم برای نقد شوندگی باشد به طور ضمنی در مدل اولیه ارائه شده بوسیله (گلستن و میلورام^۱، ۱۹۸۵) مشهود است. در این مدلها، نقدشوندگی به طور منفی با سطح انتخاب نادرست موجود در بازار مرتبط است. و آن به احتمال زیاد موجب خروج سرمایه گذاران آگاه از بازار شده و کاهش نقدشوندگی را به دنبال دارد. این کاهش نقد شوندگی می تواند در افزایش سطح اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش (همان، ۱۹۸۵) یا عمق قیمت پایین (کیل^۲، ۱۹۸۵) مشاهده شود.

فرضیه فرعی سوم: افشای اطلاعات غیرمالی بر عملکرد مالی (بازده دارایی ها) اثرگذار است. اهمیت بازده دارایی به عنوان یک ابزار اندازه گیری عملکرد شرکت، در ادبیات تخصصی به رسمیت شناخته شده است. این معیار در کنار معیار نسبت بدهی ها (میزان استفاده بنگاه از اهرم های مالی) نظام دوپانت را تشکیل می دهند (زین افزا و همکاران، ۱۳۹۶).

اعتباردهندگان و مالکان از بازده دارایی ها می توانند در موارد زیر استفاده کنند: ۱- ارزیابی توانایی شرکت در تحصیل نرخ مناسبی از بازدهی ۲- جمع آوری اطلاعاتی درباره اثربخشی مدیریت ۳- طرح سودهای آینده.

مدیران نیز از بازده دارایی می توانند در موارد زیر استفاده کنند:

۱- اندازه گیری عملکرد هر بخش مجزا از شرکت؛

۲- ارزیابی پیشنهادهای مخارج سرمایه؛

۳- کمک در پایه گذاری اهداف مدیریت.

فرضیه فرعی چهارم: افشای اطلاعات غیرمالی بر همزمانی قیمت اثرگذار است.

فاروق و احمد^۳ (۲۰۱۴) نشان دادند شرکت های با همزمانی قیمت بیشتر و با محیط حاکمیتی بهتری در ارتباط هستند و عملکرد شرکت های با همزمانی بیشتر، بهتر از شرکت های با همزمانی کمتر است. برخی از پژوهش ها تاثیر افشای اطلاعات بر همزمانی قیمت سهام را مورد بررسی قرار دادند (جین و همکاران^۴، ۲۰۱۶ و رحیمی و نظام پور، ۱۳۹۶). همزمانی قیمت سهام، شاخص استفاده از اطلاعات بنیادی شرکت توسط بازار است (وانگ و یو^۵، ۲۰۰۹). هر قدر محیط اطلاعاتی بازار سرمایه از شفافیت بیشتری برخوردار باشد، میزان انعکاس اطلاعات

1. Golesten and Milwaukee

2. Kil

3. Farooq & Ahmed

4. Jane et al

5. Wang and Yu

خاص شرکت در قیمت سهام افزایش می یابد و در نتیجه همزمانی قیمت سهام که معیار معکوسی از تاثیر این اطلاعات در قیمت سهام است، کاهش می یابد (احمد^۱، ۲۰۱۳).

فرضیه فرعی پنجم: افشای اطلاعات غیرمالی بر هزینه سرمایه اثرگذار است.

به کارگیری هزینه سرمایه در تصمیمات سرمایه گذاری، استفاده از آن به عنوان مبنایی برای ایجاد ساختار بهینه سرمایه و یا حرکت به سمت آن، استفاده از آن در اجاره های سرمایه ای و به کارگیری در اندازه گیری شاخص های عملکرد و اصولاً استفاده از آن در تنزیل جریان های نقدی آتی برای تعیین ارزش، همه از مواردی هستند که می تواند در توصیف اهمیت هزینه سرمایه بیان شود (عثمانی، ۱۳۸۱). تعیین و ایجاد ساختار بهینه سرمایه و یا حرکت به سمت آن می تواند بر ارزش شرکت و ثروت سهامداران تأثیر بگذارد (همان، ۱۳۸۱). مفهوم هزینه سرمایه نه تنها معیار سرمایه گذاری است، بلکه در ارزیابی عملکرد مالی مدیریت نیز استفاده می شود. آشنایی با عوامل موثر بر هزینه سرمایه می تواند مدیریت را در افزایش ارزش سهام شرکت یاری رساند. از این رو بررسی عوامل تأثیرگذار بر هزینه سرمایه بسیار مهم است (صفری بیدسکان، ۱۳۹۵).

هزینه سرمایه یک شاخص مهم برای مدیران و ارائه دهندگان منابع مالی در بازار سرمایه است. در ادبیات مالی، اصطلاح هزینه سرمایه به هزینه شرکت در به دست آوردن منابع مالی اشاره دارد. همچنین از هزینه سرمایه برای اندازه گیری اثرات افشاگری ها نیز استفاده می شود (حسینی عمران، ۱۳۹۹).

افشای اطلاعات، فرصت های سرمایه گذاری و سیاست های تامین مالی را نیز در بر دارد. در مقابل مدیران ممکن است در راستای منافع خود و برخلاف منافع سهامداران، از افشای اطلاعات کلیدی به بازار کوتاهی کنند. چنین اقدامی ممکن است منجر به هزینه بالاتر سرمایه و در نتیجه ارزش پایین تر سرمایه گذاری برای سرمایه گذاران شود (آل شمری و آل سلطان^۲، ۲۰۱۰).

به اعتقاد بوتوسان^۳، ۱۹۹۷ تحقیقات نظری درباره رابطه منفی بین افشا و هزینه سرمایه از دو رویکرد زیر پیروی می کند:

1. ahmad
2. Al-Shamri and Al-Sultan
3. Botosan

- ۱- رویکرد مبتنی بر نقدشوندگی: افشای بیشتر هزینه معاملات را کاهش و تقاضا برای اوراق بهادار یک شرکت را افزایش می‌دهد و موجب افزایش نقد شوندگی بازار سهام و کاهش هزینه سرمایه سهام می‌شود.
- ۲- رویکرد مبتنی بر خطر برآورد: از آنجا که سرمایه‌گذاران از ارزش واقعی نرخ مورد انتظار بازده سهام شرکت اطلاعی ندارند، افشای بیشتر می‌تواند خطر برآورد ناشی از برآوردهای سرمایه‌گذاران (که یکی از پارامترهای بازده دارایی یا توزیع بازده است) را کاهش دهد.

انتظار می‌رود اطلاعات با کیفیت بالاتر اثر مطلوبی بر انتظارات سرمایه‌گذاران از بازده مورد انتظار (هزینه سرمایه) داشته باشد. درک رابطه بین سطح افشای داوطلبانه و هزینه سرمایه شرکت‌ها، نه تنها برای مدیران بلکه برای سرمایه‌گذاران نیز همواره جذاب بوده است (پترووا و همکاران^۱، ۲۰۱۲). پژوهش‌های نظری پیشین عنوان کردند که سیاست افشا با هزینه سرمایه شرکت‌ها رابطه منفی دارد (بوتوسان^۲، ۱۹۹۷). رابطه معکوس پیش گفته را می‌توان به این صورت تفسیر کرد که افشای بیشتر منجر به کاهش عدم تقارن اطلاعاتی می‌شود که این امر نیز به نوبه خود منجر به کاهش هزینه‌های معاملات و یا کاهش ریسک‌های برآوردی ناشی از اطلاعات و شفافیت خواهد شد (پور حیدی و همکاران، ۱۳۹۳).

دیاموند و ورشیا^۳ (۱۹۹۱) همچنین، ادعا کردند که افشا و هزینه سرمایه می‌تواند دارای رابطه مستقیمی نیز باشند، منوط به این که افشای بیشتر منجر به افزایش نوسان‌پذیری قیمت سهام شرکت شود. سهام شرکت‌های کوچک‌تر از بالقوگی بیشتری برای نوسان‌پذیری در بازارهای سرمایه برخوردار است. هر چه اطلاعات بیشتری توسط شرکت‌های کوچک‌تر افشا شود، این گونه شرکت‌ها را در معرض هزینه‌های مالکانه بیشتری قرار خواهد شد و این امر سبب می‌شود هزینه افشای اطلاعات برای شرکت‌های کوچک‌تر به طور نسبی بالاتر از هزینه مشابه برای شرکت‌های بزرگتر شود.

از آن جا که افشای بیشتر اطلاعات مالکانه منجر به تحمیل ریسک بالاتری به شرکت‌های کوچک‌تر می‌شود، بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاران نیز ممکن است به تناسب افشای اطلاعات

1. Petrova et al

2. Botosan

3. Diamond and Warsaw

کاهش نداشته باشد. این بدان معنا است که افشای بیشتر، ممکن است به دلیل وجود ریسک‌ها و هزینه‌های مزبور، منجر به کاهش هزینه سرمایه در شرکت‌های بزرگ در مقایسه با شرکت‌های کوچک شود و برقراری رابطه معکوس مفروض بین افشا و هزینه سرمایه ممکن است در مورد شرکت‌های کوچک‌تر مصداق نداشته باشد (پورحیدری و همکاران، ۱۳۹۳).

حال به بررسی پیشینه تجربی پژوهش بر اساس پژوهش‌های خارجی و داخلی می‌پردازیم: اوبنگ و همکاران^۱ (۲۰۲۰) به بررسی گزارش‌گری یکپارچه و کیفیت سود با نقش تعدیل‌گری هزینه‌های نمایندگی پرداختند. نتایج پژوهش آنها نشان دارد که بین گزارش‌گری یکپارچه و کیفیت سود ارتباط مثبت وجود دارد و همچنین گزارش‌گری یکپارچه اثر مثبتی بر کیفیت اطلاعات حسابداری دارد. ولی هزینه‌های نمایندگی تاثیر معناداری بر ارتباط بین گزارش‌گری یکپارچه و کیفیت سود ندارد. بر خلاف پژوهش یادشده، پژوهش حاضر اهمیت متغیرهای غیرمالی را از جنبه‌های مختلف مورد بررسی قرار داده است.

کوئزما^۲ (۲۰۱۹) اذعان داشت که اولین گام‌ها برای گزارش‌گری غیرمالی به خصوص در دهه ۱۹۹۰ توسط شرکت‌های صنعتی برداشته شد، زیرا تمرکز زیادی بر روی مسائل زیست محیطی بود او ادعا می‌کند که گزارش زیست محیطی در فنلاند بیشتر به دلیل فشار مقامات و سازمان‌های مدنی ظاهر شده است. اهمیت گزارش‌گری متغیرهای غیرمالی در کشورهای مختلف به دلایل گوناگون مورد بررسی قرار گرفته است، پژوهش حاضر نیز با بررسی صورت‌های مالی کشور ایران و با بهره‌گیری از نظرات صاحب نظران سعی در شناسایی و اثبات اهمیت متغیرهای غیرمالی را دارد.

ژوو و همکاران^۳ (۲۰۱۷) به بررسی اهمیت گزارش‌گری یکپارچه در بازار سرمایه پرداختند نتایج مطالعه آنها نشان داد گزارش‌گری یکپارچه، هزینه سرمایه شرکت‌ها را کاهش داده و به طور فزاینده‌ای باعث شده تا اطلاعات سودمندی به بازار سرمایه ارائه شود و در نهایت، سازوکارهای گزارش‌گری موجود بهبود یابد. با این حال، نیاز است تا در چارچوب گزارش‌گری یکپارچه، شاخص‌های مربوط به اطلاعات مالی و غیرمالی مشخص شوند. یکی

1. Obeng et al

2. Quizma

3. Zoo et al

از ابعاد با اهمیت گزارش‌گری یکپارچه متغیرهای غیرمالی می‌باشد که پژوهش حاضر سعی در معرفی کمی و کیفی آنها را دارد.

گریوال و همکاران^۱ (۲۰۱۷) در پژوهش خود به این نتیجه رسیدند که با افزایش افشای اختیاری اطلاعات بخصوص افشای اختیاری اطلاعات مسئولیت‌های اجتماعی، هم زمانی قیمت سهام کاهش می‌یابد. پژوهش حاضر با بسط دادن میزان افشای اطلاعات اختیاری نشان می‌دهد این اطلاعات فقط محدود به اطلاعات مسئولیت اجتماعی نبوده و طیف وسیع‌تری از اطلاعات را شامل می‌شود، همچنین افشای این گونه اطلاعات افزون بر تاثیر بر متغیر همزمانی قیمت می‌تواند بر سایر متغیرهای اثربخشی نیز تاثیر داشته باشد.

نیلام و همکاران^۲ (۲۰۱۶) به بررسی این موضوع پرداختند که آیا اجرای گزارش‌گری یکپارچه تهیه شده توسط موسسه کینگ تری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس ژوهانسبورگ می‌تواند افشای زیست محیطی، مسئولیت اجتماعی و نیروی انسانی را افزایش دهد و آیا این گزارش‌گری می‌تواند در ایجاد ارزش برای شرکت‌ها موثر باشد یا خیر. نتایج پژوهش آنان نشان داد که پاسخ مثبت است.

لی و همکاران^۳ (۲۰۱۵) در پژوهشی با عنوان ارتباط بین گزارش‌گری یکپارچه و ارزش شرکت به بررسی این موضوع پرداخت که منافع ارائه گزارش‌گری یکپارچه بر هزینه‌ها چگونه است و آیا گزارش‌گری یکپارچه می‌تواند بر ارزش شرکت‌ها مؤثر باشد؟ نتایج پژوهش آنان نشان داد که به طور متوسط گزارش‌گری یکپارچه می‌تواند هزینه پردازش اطلاعات در شرکت‌هایی با ساختار پیچیده و بزرگ را کاهش دهد. همچنین مشاهده کردند که بین گزارش‌گری یکپارچه و ارزش شرکت رابطه مثبتی برقرار است و شرکت‌هایی که نیاز به تامین مالی خارجی بیشتری دارند باید گزارش‌گری یکپارچه را انجام داده و از این طریق عدم تقارن اطلاعاتی را کاهش دهند.

آدامز، فریز و سیمنت^۴ (۲۰۱۱) در بررسی تحولات ادغام اطلاعات مالی و غیرمالی، استدلال می‌کنند که گزارش یکپارچه وسیله‌ای برای ارائه یک تصویر منسجم، متعادل و کامل‌تر از عملکرد شرکت است که با اهداف استراتژیک متمرکز شده است.

1. Grewal et al

2. Neelam et al

3. Lee et al

4. Adams, Freeze and Cement

اکلس و کرزوس^۱ (۲۰۱۰) در پژوهشی توصیفی، گزارش‌گری یکپارچه را به عنوان استراتژی پایدار در نظر گرفتند. نتایج پژوهش آنها نشان داد در ارائه گزارش‌ها به صورت تفکیکی، بار اطلاعاتی و ارزش ایجاد شده و مصرف شده در سازمان به خوبی نشان داده نمی‌شود و ارائه اطلاعات مالی و غیرمالی در قالب گزارش از سوی شرکت‌ها، باعث می‌شود شفافیت اطلاعاتی افزایش یابد و همگرایی بیشتری بین ذینفعان و شرکت فراهم شود.

هاتون^۲ (۲۰۰۴) در پژوهشی توصیفی، به بررسی رویکردی یکپارچه برای افشای اطلاعات مالی و غیرمالی پرداخته است که فراتر از افشا در قالب گزارش‌گری مالی است. هدف این پژوهش ترکیب و ادغام گزارش‌های مالی و غیرمالی در قالب گزارشی یکپارچه است. وی معتقد است برای افشای اطلاعات باید از گزارشی یکپارچه که شامل اطلاعات مالی و غیرمالی است، استفاده شود. نتایج این مطالعه نشان می‌دهد افشای اطلاعات باید به صورت پیوسته و در قالب گزارشی یکپارچه انجام شود و برای تحقق آن نیاز است تا شرکت‌ها از چارچوبی مشترک پیروی کنند.

عزلی و همکاران (۱۴۰۰) با بررسی افشای داوطلبانه اطلاعات غیرمالی و آثار آنها نشان دادند افشای داوطلبانه اطلاعات غیرمالی موجب کاهش هزینه‌های نمایندگی، ریسک پیش‌رو، هزینه حقوق صاحبان سهام و هزینه بدهی و موجب تقویت نقدشوندگی سهام شرکت و ارزش بازار شرکت می‌شوند. در پژوهش یادشده تاکید بر افشای داوطلبانه اطلاعات غیرمالی است، در حالی که پژوهش حاضر دنبال شناسایی کلیه اطلاعات غیرمالی اثربخش است.

عزلی و همکاران (۱۴۰۰) با بررسی نقش سازوکارهای نظارتی بر افشای داوطلبانه اطلاعات غیرمالی نشان دادند، تقویت سازوکارهای نظارتی موجب افزایش افشای داوطلبانه اطلاعات غیرمالی می‌شود.

میرمحمدی و همکاران (۱۴۰۰) در پژوهشی به بررسی گزارش‌گری سنجه‌های غیرمالی پرداختند، نتایج برآمده از پژوهش آنها نشانگر تأیید تمام اجزای اصلی مدل کیفی تدوین شده است. مدل آنها سنجه‌های غیرمالی را به صورت درون سازمانی و برون سازمانی، کیفی و کمی مناسب به نظر ارزیابی می‌کند. شایان یادآوری است ارائه صورت‌های سنجه‌های غیرمالی به صورت مکمل در گزارش تفسیری مدیریت به عنوان مکان مناسب گزارش‌گری سنجه‌های

1. Eccles and Croesus

2. Hatoon

غیرمالی تأیید شده است از پیامدهای گزارش‌گری سنجه‌های غیرمالی کاهش عدم تقارن اطلاعاتی، بهبود حاکمیت شرکتی، بهبود پاسخ‌گویی، مورد تأیید پاسخ دهندگان پرسشنامه قرار گرفته است. پژوهش یادشده به تنهایی کیفی بوده و به ارائه چارچوب و مدل مورد نیاز برای گزارش‌گری سنجه‌های غیرمالی می‌پردازد ولی در پژوهش حاضر با مطالعه‌ای جامع به شناسایی موردی متغیرهای غیرمالی هم از دیدگاه صاحب‌نظران و هم از منظر گزارشات مالی فعلی ازجمله گزارش هیئت مدیره پرداخته و سپس با روش کمی اثربخشی متغیرهای یادشده، در سطح صورت‌های مالی ارزیابی شده است.

ابوالفتحی و همکاران (۱۴۰۰) به بررسی تأثیر گزارش‌گری یکپارچه بر مولفه‌های ارزش آفرینی شرکتها پرداختند و نتایج آنها نشان داد، تفکر یکپارچه، ابزاری است که با یکپارچه‌سازی تمامی این عوامل، امکان ارزش آفرینی را فراهم می‌کند. با این نوع تفکر، سازمان ممکن است چگونگی ایجاد ارزش را به شکلی واضح در گزارشی یکپارچه توصیف کند.

حسینی عمران (۱۳۹۹) در پژوهشی به بررسی رابطه بین افشای اطلاعات، رشد شرکت و هزینه سرمایه پرداخت. نتایج پژوهش نشان داد که بین هزینه سرمایه و رشد شرکت رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. همچنین نتایج بیانگر آن است که بین افشا و هزینه سرمایه رابطه‌ای معنادار وجود ندارد.

حسینی و همکاران (۱۳۹۸) به بررسی اثر تعدیل‌کنندگی حاکمیت شرکتی بر رابطه گزارش‌گری یکپارچه و عدم تقارن اطلاعاتی پرداختند. تجزیه و تحلیل داده‌ها نشان دهنده اثر منفی معنادار گزارش‌گری یکپارچه بر عدم تقارن اطلاعاتی است و نیز نشان دهنده اثر منفی معنادار تعدیل‌کنندگی حاکمیت شرکتی بر رابطه گزارش‌گری یکپارچه و عدم تقارن اطلاعاتی است.

مصلی نژاد و همکاران (۱۳۹۸) در پژوهشی با موضوع الگویابی تأثیر شیوه افشای اطلاعات نامشهود غیرمالی بر قضاوت سرمایه‌گذاران در مورد عملکرد آینده شرکت نشان دادند افشای اطلاعات غیرمالی همراه با روابط علی، قضاوت سرمایه‌گذاران در مورد عملکرد مالی آینده شرکت را در کوتاه مدت تحت تأثیر قرار نمی‌دهد در بلند مدت قابل تفسیر است. ستایش و مهتری (۱۳۹۷) در پژوهشی نشان دادند که اجزای اصلی الگوی گزارش‌گری یکپارچه بدین شرح است: کلیات مبانی نظری، شامل اهداف، مخاطبان، ویژگی‌های کیفی

اطلاعات، قیود و محدودیت‌ها؛ رویکرد گزارش‌گری مبتنی بر اصول یا مبتنی بر قانون اجباری یا اختیاری بودن افشای اطلاعات مندرج در گزارش؛ مسئول تدوین استانداردها؛ مسئول تهیه و ارائه گزارش؛ تقبل هزینه‌های گزارش؛ دوره گزارش‌گری؛ عناصر و ابعاد گزارش؛ شکل گزارش؛ نحوه انتشار گزارش؛ نوع شرکت‌ها و مسئول اعتباربخشی گزارش با توجه به نتایج حاصل از پژوهش، پیشنهاد می‌شود از این الگو برای پیاده‌سازی گزارش‌گری یکپارچه به منظور افشای اطلاعات مالی و غیرمالی شرکت‌ها استفاده شود.

حاجیان نژاد و همکاران (۱۳۹۴) به تدوین چارچوبی برای گزارش‌گری غیرمالی شرکت‌ها بر مبنای چارچوب مفهومی حسابداری پرداختند. نتایج نشان می‌دهد از نظر اهداف گزارش‌گری و همچنین ویژگی‌های کیفی اطلاعات، مشابهت‌های زیادی بین چارچوب مفهومی حسابداری و چارچوب قابل ارائه برای گزارش‌گری غیرمالی در ایران وجود دارد هرچند برخلاف گزارش‌گری مالی، اهمیت گزارش‌گری غیرمالی برای مدافعان محیط زیست و دولت بیشتر از سایر افراد و گروه‌ها است.

کمالیان و همکاران (۱۳۹۴) در پژوهشی به تاثیر متغیرهای مالی و غیرمالی بر کیفیت افشا پرداختند نتایج پژوهش آنها نشان داد که متغیرهای مالی بر کیفیت افشا تاثیر دارد ولی متغیرهای غیرمالی بر آن تاثیر ندارد.

فرضیه های پژوهش

مطابق با موضوع پژوهش حاضر فرضیه های زیر مطرح است:

فرضیه اصلی

- افشای اطلاعات غیر مالی موجب اثربخشی گزارش‌های حسابداری می‌شود. با توجه به اینکه برای اندازه‌گیری اثربخشی معیارهای مختلفی وجود دارد، بنابراین براساس ادبیات نظری از پنج معیار مختلف جهت تبیین اثربخشی افشای اطلاعات غیر مالی استفاده شده است از این رو فرضیه اصلی در قالب پنج فرضیه به شرح زیر بیان شده است:

- افشای اطلاعات غیرمالی بر نقدشوندگی سهام اثرگذار است.
- افشای اطلاعات غیرمالی بر عدم تقارن اطلاعاتی اثرگذار است.
- افشای اطلاعات غیرمالی بر عملکرد مالی اثرگذار است.
- افشای اطلاعات غیرمالی بر همزمانی قیمت اثرگذار است.

- افشای اطلاعات غیرمالی بر هزینه سرمایه اثر گذار است.

روش شناسی پژوهش

روش پژوهش حاضر از نظر هدف کاربردی و از نظر شیوه جمع آوری دادهها توصیفی است. از نظر نوع دادهها پژوهشی کیفی و کمی است و از نظر شیوه تحلیل دادهها پژوهشی با روش آمیخته است که در بخشی از پژوهش از روش کیفی و در بخش دیگر از روش کمی استفاده خواهد شد. چگونگی اجرای پژوهش حاضر به شرح زیر قابل اجرا خواهد بود:

این پژوهش از سه بخش تشکیل شده است، بخش اول مربوط به استخراج دادههای غیر مالی با مطالعه کلیه گزارشهای حسابداری رسمی و غیر رسمی تمامی شرکتهای بورسی (شامل یادداشتهای پیوست صورتهای مالی، گزارش هیئت مدیره به مجمع، گزارش کنترل های داخلی، نامهها و گزارشهای نهاد های مالی، گزارش حسابرس و بازرس قانونی و غیره) و تشکیل چک لیست وابسته است.

بخش دوم مربوط به ارسال چک لیست تهیه شده در بخش اول به خبرگان و صاحب نظران حسابداری برای تایید و امتیاز دهی به سطح اهمیت متغیرهای استخراج شده با بهره گیری از شاخص لیکرت است.

نکته مهم اینکه در چک لیست علاوه بر متغیرهای استخراج شده از گزارشهای حسابداری یک پرسش با عنوان:

«به نظر شما افشاء چه متغیرهای غیر مالی دیگری علاوه بر متغیرهای فوق بر اثربخشی شرکت موثرند؟» گنجانده شده است تا نظرات احتمالی صاحب نظران و خبرگان، گرفته و در مدل کیفی ارائه شود، هرچند شاید در مدل کمی (تبیین اثربخشی) قابلیت اندازه گیری نداشته باشد.

در نهایت بخش سوم مربوط به اعتبار سنجی و تعیین اثر بخشی متغیرهای مورد تایید صاحب نظران در بخش دوم از طریق جمع آوری دادههای واقعی مربوط به متغیرهای نهایی از صورتهای مالی شرکتهای بورسی و با بهره گیری از پنج متغیر وابسته و مربوط به معیار اثربخشی و روش حذف سیستماتیک است.

در بخش اول این پژوهش جامعه آماری شامل خبرگان ذیربط و صاحب نظران به تعداد ۳۸۰ نفر (بر اساس شاخص مورگان) خواهد بود و نمونه گیری در بخش اول پژوهش نخواهیم داشت. در نهایت نتایج جمع آوری شده به شرح زیر مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته و مدل اولیه کیفی ارائه خواهد شد.

- اگر امتیاز صاحب نظران و خبرگان به متغیرهای موجود در چک لیست بیش از میانگین باشد، این متغیر از مدل حذف نمی شود و جز متغیرهای غیر مالی اثرگذار بر گزارش گری مالی خواهد بود.
 - اگر امتیاز صاحب نظران و خبرگان به متغیرهای موجود در چک لیست کمتر از میانگین باشد، این متغیر از مدل حذف می شود و جز متغیرهای غیر مالی اثرگذار بر گزارش گری مالی نخواهد بود.
- نمونه آماری این پژوهش، کلیه شرکت هایی هستند که قبل از سال ۱۳۹۱ در بورس اوراق بهادار پذیرفته شده تا پایان سال ۱۴۰۰ حضور داشته و از سه ویژگی زیر، به طور هم زمان برخوردار باشند:
- الف) پایان سال مالی شرکت مربوطه ۲۹ اسفند هر سال باشد.
- ب) به دلیل ماهیت و طبقه بندی متفاوت اقلام صورت های مالی شرکت های سرمایه گذاری و واسطه گری مالی در مقایسه با شرکت های تولیدی، شرکت های سرمایه گذاری شرکت های بیمه، بانک ها و مؤسسات تأمین مالی در این پژوهش مورد بررسی قرار نمی گیرند.
- ج) به دلیل لزوم محاسبه متغیرهای تحقیق و انجام آزمون فرضیه ها در مورد هر شرکت، اطلاعات مورد نیاز در ارتباط با شرکت ها در دسترس باشد (عدم دسترسی به علت بازه زمانی).
- د) توقف معاملاتی بیش از سه ماه نداشته باشند.

جدول ۱. انتخاب نمونه آماری به روش حذف سیستماتیک

۳۹۲	جامعه آماری
-۶۷	عدم دسترسی به داده به علت بازه زمانی (ج)
-۴۳	توقف معاملاتی بیش از شش ماه (د)
-۷۸	سرمایه گذاری ها (ب)
-۶۳	مشکل سال مالی (الف)
-۱۶	فعالیت های کمکی به نهاد های مالی واسطه (ب)
-۱۷	بانک ها و بیمه ها (ب)
-۹	واسطه گر پولی و مالی (ب)
۹۹	نمونه نهایی

منبع: سایت کدال

متغیرهای پژوهش

متغیرهای مستقل: اطلاعات غیرمالی

با مطالعه کلیه گزارش‌های حسابداری رسمی و غیر رسمی تمامی شرکت‌های بورسی اقدام به جمع‌آوری ۵۰ متغیر غیرمالی به شرح جدول (۲) شد:

جدول ۲. متغیرهای غیرمالی استخراج شده از گزارش‌های مختلف حسابداری

۱- تاریخچه شرکت	۲- وضعیت رقابتی شرکت	۳- توصیف صنعت	۴- موضوع فعالیت شرکت	۵- شرکتهای رقیب
۶- جایگاه شرکت در صنعت	۷- ترکیب سهامداران	۸- اهداف آتی شرکت	۹- محیط حقوقی شرکت	۱۰- سهامداران عمده شرکت
۱۱- برنامه‌های شرکت در حوزه‌های مختلف	۱۲- سیاست‌های تامین مالی شرکت	۱۳- اعضا هیئت مدیره	۱۴- تقویم آموزشی یکساله شرکت	۱۵- محدودیت‌های شرکت (تحریم)
۱۶- تعداد کارکنان (از لحاظ تعداد، وضعیت تحصیلات، نوع استخدام و...)	۱۷- بیان استراتژی‌های شرکت و برنامه هر استراتژی	۱۸- راه کارهای شرکت برای محدودیت‌ها	۱۹- معرفی شرکتهای فرعی	۲۰- برنامه‌های فروش و بازاریابی و تبلیغات
۲۱- گزارش تجزیه و تحلیل ریسک شرکت	۲۲- مصوبات و مقررات داخلی شرکت	۲۳- مشخصات محصولات شرکت	۲۴- راه کارهای کاهش ریسک	۲۵- اطلاعات تماس با شرکت
۲۶- دلایل افزایش قیمت محصول	۲۷- کمیته‌های تخصصی هیئت مدیره	۲۸- تعداد جلسات هیئت مدیره	۲۹- مدیریت پژوهش و توسعه بازار	۳۰- دستاوردهای شرکت
۳۱- حقوق و مزایا و پاداش هیئت مدیره	۳۲- بهداشت و ایمنی	۳۳- نقاط قوت و ضعف و تهدید و فرصتهای شرکت	۳۴- اطلاعات مربوط به مدیران اجرایی شرکت	۳۵- دارایی‌های فکری شرکت
۳۶- شاخص‌های عملکرد	۳۷- اطلاعات مربوط به حسابرس مستقل شرکت و بازرس قانونی	۳۸- میزان استفاده از خدمات پیمانکاران	۳۹- میزان تولید و پیش‌بینی آن در سال آتی	۴۰- گزارش عملکرد اجتماعی
۴۱- امار فروش داخلی صادراتی	۴۲- پیش‌بینی عرضه و تقاضای محصول	۴۳- گزارش فعالیت‌های زیست محیطی شرکت	۴۴- میزان مصرف مواد اولیه و دلایل افزایش و کاهش نرخ آن	۴۵- رتبه کیفیت افشاء شرکت
۴۶- فعالیت‌های توسعه منابع انسانی	۴۷- وضعیت تکنولوژی شرکت و مقایسه آن با سطح جهانی	۴۸- تعالی سازمان	۴۹- خدمات پس از فروش	۵۰- سنجش میزان رضایت مشتری

منبع: یافته‌های پژوهشگر

ارزیابی متغیرهای مالی استخراج شده با استفاده از صاحب نظران و خبرگان

در این بخش با در نظر گرفتن فرضیه زیر در رابطه با تک تک متغیرهای غیر مالی شناسایی شده در مرحله قبلی، اقدام به انتخاب متغیرهای نهایی برای ارائه مدل کیفی شد:

H_0 : امتیاز صاحب نظران و خبرگان نسبت به متغیرهای غیر مالی از میانگین امتیاز شاخص لیکرت کمتر است.

H_1 : امتیاز صاحب نظران و خبرگان نسبت به متغیرهای غیر مالی از میانگین امتیاز شاخص لیکرت بیشتر است.

نتایج بررسی فرضیه بیان شده در بالا در رابطه با تک تک متغیرهای قبلی به شرح جدول (۳) است:

جدول ۳. متغیرهای غیرمالی نهایی

نام متغیر	نماد	نام متغیر	نماد	نام متغیر	نماد	نام متغیر	نماد
دانش هیئت مدیره	X1	سهامداران عمده شرکت	X2	اعضای هیئت مدیره	X3	تعالی سازمان	X4
برنامه فروش بازاریابی و تبلیغات	X5	پژوهش و توسعه بازار	X6	جایگاه شرکت در صنعت	X7	معرفی شرکتهای فرعی	X8
وضعیت رقابتی شرکت	X9	معرفی شرکتهای رقیب	X10	تفویم آموزشی	X11	سیاست های تامین مالی	X12
محدودیت های شرکت	X13	مشخصات محصولات شرکت	X14	استراتژی ها و برنامه های شرکت	X15	سنجش رضایت مشتری	X16
وضعیت تکنولوژی	X17	گزارش عملکرد اجتماعی شرکت	X18	ریسک و بازده شرکت	X19	پیش بینی تولید	X20
رتبه کیفیت افشا	X21	شاخص های عملکرد	X22	دارایی های فکری	X23		

منبع: یافته های پژوهشگر

متغیرهای وابسته

برای اندازه گیری اثربخشی شرکت براساس مبانی نظری از ۵ شاخص به شرح زیر استفاده می شود:

۱- نقد شوندگی سهام

گردش سهام فراوانی معاملات را شامل می‌شود، یعنی تعداد دفعاتی که صاحبان سهم تغییر می‌کنند (بارتوف و بودنار^۱، ۱۹۹۶). میان عدم تقارن اطلاعات و حجم معاملات ارتباطی یافته‌اند. آنها توضیح می‌دهند که عدم تقارن اطلاعات ممکن است موجب کاهش حجم معاملات شود چرا که معامله‌گران نامطلع ممکن است معاملات خود در چنین سهمی را کاهش دهند. مطابق با داتار و همکاران^۲ (۱۹۹۸)، ما گردش سهام را به صورت زیر محاسبه می‌کنیم.

$$TO_{iy} = \frac{VOL_{iy}}{N_{iy}}$$

VOL_{iy} تعداد کل سهام معامله شده‌ی شرکت i در سال y .

N و T تعداد سهام در دست سهامداران شرکت i در سال y است.

۲- عدم تقارن اطلاعاتی (Spread):

در این پژوهش برای محاسبه عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیر و سهامداران به پیروی از مدل ونکاتش و چیانگ (۱۹۸۶) از معیار دامنه قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام استفاده خواهد شد که به شرح زیر محاسبه می‌شود:

$$SPREAD_{it} = \frac{1}{K} \sum_{j=1}^K \frac{AP_{i,j} - BP_{i,j}}{(AP_{i,j} + BP_{i,j})/2} \times 100$$

که در آن:

$SPREAD_{it}$: دامنه تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام.

ASK PRICE (AP_{ij}): بالاترین قیمت پیشنهادی خرید سهام شرکت i در روز معاملاتی j .

BID PRICE (BP_{ij}): پایین‌ترین قیمت پیشنهادی فروش سهام شرکت i در روز معاملاتی j .

طبق مدل بالا، هرچه دامنه تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام عدد بزرگ‌تری باشد، بیانگر عدم تقارن اطلاعاتی بیشتر است. در آزمون فرضیه‌ها، قدر مطلق عدد حاصل از این مدل مورد استفاده قرار می‌گیرد. اطلاعات مورد نیاز برای محاسبه این متغیر از سایت بورس اوراق بهادار تهران استخراج شده است.

1. Bartoff and Bodnar

2. Datar et al

۳-همزمانی قیمت سهام (SYNCH)^۱

در این تحقیق همزمانی قیمت سهام به عنوان متغیر وابسته در نظر گرفته شده و برای اندازه گیری همزمانی قیمت سهام، ابتدا R^2 برای شرکت i در سال مالی t از مدل بسط یافته رگرسیون بازار در معادله زیر محاسبه می شود:

$$R_{i,t} = a + \sum_{k=-1}^{+1} \beta_{i,t} R_{m,t-k} + \varepsilon_{i,t}$$

که در آن، $R_{i,t}$ بازده سهام i در ماه $R_{m,t-k,t}$ بازده بازار در ماه $t-k$ است. در این رابطه K دربردارنده تمام اعداد مجموعه $A = \{k | k \in \mathbb{Z}, -1 \leq k \leq 1\}$ است که در این صورت اگر $K=-1$ باشد، $R_{m,t+1} = R_{m,t-k}$ ، که معرف بازده بازار در یک ماه بعد از ماه t است و منظور از ماه t ماهی است که بازده سهام $R_{i,t}$ آن به وقوع پیوسته است. اگر $K=0$ باشد، $R_{m,t-k} = R_{m,t}$ که معرف بازده بازار در ماه t است. اگر $K=1$ باشد، $R_{m,t-k} = R_{m,t}$ که معرف بازده بازار در یک ماه قبل از ماه t است. $\varepsilon_{i,t}$ بازده باقیمانده سهام شرکت i در ماه t و باقیمانده یا پسماند مدل رگرسیون است.

از آنجا که R^2 در بازه صفر تا یک قرار دارد، برای به دست آوردن یک توزیع نزدیک به نرمال، مطابق تحقیق پیترسکی و رولستون^۲ (۲۰۰۴)، مورک و یونگ و یو^۳ (۲۰۰۰) و جانسون^۴ (۲۰۰۹)، از لگاریتم طبیعی R^2 برای تعریف متغیر همزمانی قیمت SYNCH استفاده می شود.

$$SYNCH = \log \log \left(\frac{R_{i,t}^2}{1 - R_{i,t}^2} \right)$$

۴-هزینه سرمایه (COC)

در این پژوهش برای اندازه گیری هزینه سرمایه از مدل اوهانلون و استیل^۵ (۲۰۰۰) استفاده شده، که به صورت زیر محاسبه می شود (اوهانلون و استیل، ۲۰۰۰):

$$ROE_{it} = \alpha_{0i} + \alpha_{1i} DURG_{it} + \varepsilon_{it}$$

که در آن:

ROE_{it} : بازده حقوق صاحبان سهام برای شرکت i در دوره t

1. stock price synchronicity

2. Petrovsky and Rolston

3. Mork and Jung and Yu

4. Johnson

5. O'Hanlon & Steele

$DURG_{it}$: سرقفلی ثبت نشده برای شرکت i در سال t (ارزش بازار سرمایه شرکت در سال t منهای ارزش دفتری آن در سال t)؛
 α_{0i} : هزینه حقوق صاحبان سهام برآوردی است.
 البته باید توجه داشت که برای اینکه α_{0i} بتواند هزینه‌ی سرمایه تفسیر شود، ضرایب α_{0i} و α_{1i} از رگرسیون سری‌های زمانی بالا، باید مثبت باشد. آماره توصیفی پژوهش بیانگر این موضوع است.

۵- عملکرد مالی (ROA):

عملکرد مالی (بازده دارایی‌ها) از فرمول زیر محاسبه می‌شود:

$$ROA = \frac{\text{سود (زیان) قبل از بهره و مالیات}}{\text{کل دارایی‌ها}}$$

الگوهای رگرسیونی فرضیه‌های پژوهش

فرضیه اصلی: افشای اطلاعات غیر مالی موجب اثربخشی گزارشات حسابداری می‌شود. همانطور که مطرح شد، با توجه به اینکه برای اندازه‌گیری اثربخشی معیارهای مختلفی وجود دارد، بنابراین پنج معیار مختلف برای تبیین اثربخشی افشای اطلاعات غیر مالی استفاده شده است از این رو فرضیه اصلی در قالب پنج فرضیه بیان شده است:
 بنابراین از پنج مدل ریاضی که در ادامه مطرح شده است، برای آزمون فرضیه‌های اول الی پنجم بهره گرفته شده است.

مدل ریاضی (۱):

$$TO_{it} = \beta_0 + \beta_1 X1_{it} + \beta_2 X2_{it} + \beta_3 X3_{it} + \beta_4 X4_{it} + \dots + \beta_5 X23_{it} + U_{it}$$

مدل ریاضی (۲):

$$SPREAD_{it} = \beta_0 + \beta_1 X1_{it} + \beta_2 X2_{it} + \beta_3 X3_{it} + \beta_4 X4_{it} + \dots + \beta_5 X23_{it} + U_{it}$$

مدل ریاضی (۳):

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 X1_{it} + \beta_2 X2_{it} + \beta_3 X3_{it} + \beta_4 X4_{it} + \dots + \beta_5 X23_{it} + U_{it}$$

مدل ریاضی (۴):

$$SYNCH_{it} = \beta_0 + \beta_1 X1_{it} + \beta_2 X2_{it} + \beta_3 X3_{it} + \beta_4 X4_{it} + \dots + \beta_5 X23_{it} + U_{it}$$

مدل ریاضی (۵):

$$COC_{it} = \beta_0 + \beta_1 X1_{it} + \beta_2 X2_{it} + \beta_3 X3_{it} + \beta_4 X4_{it} + \dots + \beta_5 X23_{it} + U_{it}$$

جدول ۴. تعریف مفهومی نمادها و تعریف عملیاتی آنها

نوع متغیر	نماد	مفهوم
مستقل ها	X1,X2,X3,X4,...;X23	اطلاعات غیر مالی
وابسته ها	TO	نقدشوندگی سهام
	SPREAD	عدم تقارن اطلاعاتی
	ROA	عملکرد مالی
	SYNCH	همزمانی قیمت
	COC	هزینه سرمایه

یافته های پژوهش

یافته های توصیفی

به منظور بررسی مشخصات عمومی متغیرها و تجزیه و تحلیل دقیق آنها، آشنایی با آمار توصیفی مربوط به متغیرها لازم است. جدول (۵)، آمار توصیفی داده های مربوط به متغیرهای مورد استفاده در پژوهش را نشان می دهد.

جدول ۵. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

نام متغیر	تعداد مشاهدات	میانگین	انحراف معیار	کمترین	بیشترین
نقدشوندگی سهام	۹۹۰	۰/۶۰۵	۰/۷۵۱	۰/۰۰۲	۵/۳۱۶
عدم تقارن اطلاعاتی	۹۹۰	۰/۰۳۲	۰/۰۱۱	۰/۰۰۶	۰/۰۶۸
عملکرد مالی	۹۹۰	۰/۱۵۹	۰/۱۴۰	-۰/۳۲۵	۰/۶۳۹
همزمانی قیمت سهام	۹۹۰	۰/۳۳۶	۰/۶۸۷	-۳/۱۹۲	۲/۵۴۵
هزینه سرمایه	۹۹۰	-۰/۲۸۲	۶/۷۲۹	-۱۷۶/۲۷۵	۹/۹۹۶

منبع: یافته های پژوهشگر

اصلی ترین شاخص مرکزی، میانگین است که نشان دهنده نقطه تعادل و مرکز ثقل توزیع است و شاخص خوبی برای نشان دادن مرکزیت داده هاست. برای مثال مقدار میانگین برای عملکرد مالی برابر با (۰/۱۵۹) است که نشان می دهد بیشتر داده ها حول این نقطه تمرکز یافته اند.

به‌طور کلی پارامترهای پراکندگی، معیاری برای تعیین میزان پراکندگی از یکدیگر یا میزان پراکندگی آن‌ها نسبت به میانگین است. از مهم‌ترین پارامترهای پراکندگی، انحراف معیار است. مقدار این پارامتر در آمار توصیفی کلی، برای هزینه سرمایه برابر با ۶/۷۲۹ و برای عدم تقارن اطلاعاتی برابر است با ۰/۰۱۱ که نشان می‌دهد این دو متغیر به ترتیب دارای بیشترین و کمترین انحراف معیار هستند.

جدول ۶. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش پس از کنترل مشاهدات پرت

نام متغیر	تعداد مشاهدات	میانگین	انحراف معیار	کمترین	بیشترین
نقدشوندگی سهام	۹۹۰	۰/۵۹۷	۰/۷۱۰	۰/۰۰۶	۳/۵۱۵
عدم تقارن اطلاعاتی	۹۹۰	۰/۰۳۲	۰/۰۱۱	۰/۰۰۳	۰/۰۵۲
عملکرد مالی	۹۹۰	۰/۱۶۰	۰/۱۳۸	-۰/۱۲۴	۰/۵۵۳
همزمانی قیمت سهام	۹۹۰	۰/۳۳۹	۰/۶۵۹	-۱/۸۹۲	۱/۷۱۳
هزینه سرمایه	۹۹۰	۰/۰۷۷	۱/۰۸۹	-۷/۵۴۳	۴/۸۸۹

منبع: یافته‌های پژوهشگر

برای ویرایش مشاهدات پرت در نرم‌افزار استاتا از برنامه pctrim که توسط بارکر در سال ۲۰۱۴ ارائه شد استفاده شده است. در این روش به‌جای مشاهدات پرت کمتر از صدک اول، عدد مربوط به آن صدک و به‌جای مشاهدات پرت بزرگ از صدک ۹۹، عدد مربوط به صدک مذکور جایگزین شده است.

آمار استنباطی

پیش از تخمین الگوهای پژوهش، باید فرضیه‌های کلاسیک بررسی شوند. بر این اساس در مرحله اول می‌بایست چگونگی توزیع داده‌ها را بدانیم. به‌منظور بررسی نرمال بودن متغیرهای پژوهش از آزمون جارک و برا استفاده شده است. در این آزمون هرگاه سطح معنی‌داری کمتر از ۵٪ باشد نشان‌دهنده‌ی توزیع نرمال نیست. طبق نتایج آزمون مشاهده می‌شود که سطح معناداری همه متغیرها کمتر از ۵ درصد است بنابراین دارای توزیع نرمال نیستند. سطح معناداری باقیمانده‌های مدل نیز بیشتر از ۵ درصد می‌باشد و بیانگر نرمال بودن توزیع خطاهای باقی‌مانده در مدل‌های رگرسیونی بالا است. به لحاظ اینکه خطاها از توزیع نرمال برخوردار هستند، نیازی به نرمال سازی متغیرها نیست.

یکی دیگر از نکاتی که بایستی همیشه قبل از برازش مدل‌ها در نظر داشت بررسی مانایی متغیرهای پژوهش است. در پژوهش حاضر بر اساس آزمون لوین، لین و چو مانایی متغیرها بررسی شد و با توجه به جدول (۷) مشاهده می‌شود سطح معناداری همه متغیرها کمتر از ۵ درصد بوده و بیانگر مانا بودن متغیرهاست.

در مرحله بعد با استفاده از آزمون اف-لیمر برای انتخاب بین روش‌های رگرسیون پول دیتا (تلفیقی) و رگرسیون با اثرات ثابت استفاده می‌شود. در صورتی که میزان معناداری آماره‌ی چاو (prob) کمتر از سطح ۰/۰۵ باشد، داده‌های تابلویی (پانل دیتا) انتخاب می‌شود. با توجه به جدول (۷)، چون سطح معناداری آزمون اف لیمر در همه مدل‌ها کمتر از ۵ درصد است، از این رو رویکرد داده‌های تابلویی (پانل دیتا) در مقابل رویکرد داده‌های تلفیقی (پول) مورد پذیرش قرار می‌گیرند. در این حالت برای تشخیص اثرات ثابت یا تصادفی باید آزمون هاسمن نیز انجام شود. با توجه به جدول (۷)، چون سطح معناداری آزمون در همه مدل‌ها کمتر از ۵ درصد است، از این رو اثرات ثابت عرض از مبدأ در مقابل اثرات تصادفی مورد پذیرش قرار می‌گیرند.

یکی دیگر از فرضیه‌های مدل رگرسیونی خطی کلاسیک وجود همسانی واریانس جملات اخلال است. نتایج حاصل در جدول (۷) نشان می‌دهد که سطح معنی‌داری آزمون والد تعدیل شده در مدل‌های بالا کمتر از ۵ درصد است و بیانگر وجود ناهمسانی واریانس در جملات اخلال است. لازم به توضیح است که این مشکل در تخمین نهایی مدل‌ها رفع شده (با روش وزن دهی به داده‌ها از طریق دستور gls) است.

لازم است که قبل از تفسیر نتایج حاصل، به بررسی پدیده خودهمبستگی سریالی بین جملات پسماند پرداخته شود، زیرا در صورت وجود خودهمبستگی سریالی بین اجزاء اخلال، تخمین زن‌های OLS دیگر در بین تمام تخمین زن‌ها بدون تورش، کارا نیستند. با توجه به نتایج جدول (۷)، مشاهده می‌شود که سطح معناداری آزمون والد ریج در همه مدل‌ها (به جز در مدل سوم)، کمتر از ۵ درصد و بیانگر وجود خودهمبستگی سریالی است. که با استفاده از دستور اتو رگرسیون مرتبه اول در نرم‌افزار، این مشکل رفع شده است.

در نهایت شدت هم خطی چندگانه را با بررسی بزرگی مقدار VIF می‌توان تحلیل کرد. بر اساس نتایج آزمون هم خطی، مقادیر عامل تورم واریانس کمتر از عدد ۵ است که بیانگر عدم وجود هم خطی می‌باشد. به لحاظ اینکه متغیرهای مستقل در مدل‌های رگرسیونی یکسان هستند، از این رو هم خطی آن‌ها نیز مشابه است.

جدول ۷. نتایج مفروضات کلاسیک رگرسیون

آزمون	سطح معنی داری/آماره	مدل اول	مدل دوم	مدل سوم	مدل چهارم	مدل پنجم
توزیع نرمال مقادیر خطا	prob	۰/۲۱۳	۰/۱۸۳	۰/۲۰۱	۰/۱۷۰	۰/۰۳۹
	T	۳/۸۴	۳/۳۹۰	۳/۲۰۰	۳/۵۴۰	۶/۴۶۰
	نتیجه	نرمال	نرمال	نرمال	نرمال	نرمال
F لیمر	prob	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰
	T	۸/۶۳	۶/۳۲	۳/۹۳	۵/۳۹	۱۴/۷۶
	نتیجه	تابلویی	تابلویی	تابلویی	تابلویی	تابلویی
هاسن	prob	۰/۰۰۸	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۱۴
	T	۶/۸۸	۱۴/۶۸	۲۰/۶۸	۲۴۸/۵۱	۵/۹۳
	نتیجه	اثرات ثابت	اثرات ثابت	اثرات ثابت	اثرات ثابت	اثرات ثابت
ناهمسانی واریانس	prob	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰
	T	۱/۳۰۵	۱۵۱۴/۴۳	۳۶۱۱/۵۲	۲/۶۰۶	۱۱۶۷۶/۱۴
	نتیجه	ناهمسان	ناهمسان	ناهمسان	ناهمسان	ناهمسان
خودهمبستگی	prob	۰/۰۱۳	۰/۰۰۰	۰/۱۶۶	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰
	T	۶/۳۶۱	۱۱۶/۸۵۰	۱/۹۴۰	۴۶۹/۵۵۹	۴۴/۳۳۳
	نتیجه	وجود دارد	وجود دارد	وجود ندارد	وجود دارد	وجود دارد
مانایی	prob	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰
	T	-۳۹/۰۲۱	-۱۴/۴۹۷	-۱۸/۵۵۲	-۱۶/۰۳۴	-۳۱/۲۳۷
	نتیجه	مانا است	مانا است	مانا است	مانا است	مانا است
هم خطی	VIF	مقادیر عامل تورم واریانس در کلیه متغیرهای ۲۳ گانه مستقل کمتر از عدد ۵ است که بیانگر عدم وجود هم خطی می باشد.				

منبع: یافته های پژوهشگر

نتایج آزمون فرضیه ها

فرضیه اصلی پژوهش حاضر بیان میدارد که افشای اطلاعات غیر مالی موجب اثربخشی گزارشات حسابداری می شود. همانطور که مطرح شد، با توجه به اینکه برای اندازه گیری اثربخشی معیارهای مختلفی وجود دارد، بنابراین از پنج معیار مختلف جهت تبیین اثربخشی افشای اطلاعات غیر مالی استفاده شده است از این رو فرضیه اصلی در قالب پنج فرضیه فرعی آزمون شد و نتایج آن در جدول (۸) نشان داده شده است. به عنوان مثال ضریب تعیین تعدیل شده

در مدل اول (فرضیه فرعی اول) برابر با ۷۲ درصد است که نشان می‌دهد متغیرهای مستقل و کنترلی موجود در مدل توانسته‌اند ۷۲ درصد از تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند. همچنین آماره فیش در این فرضیه دارای سطح معناداری کمتر از ۵ درصد است از این رو می‌توان گفت که مدل برازش شده از اعتبار کافی برخوردار است. آماره دوربین واتسون نیز در آن مابین ۱/۵ و ۲/۵ است و نشان از برازش نبود خودهمبستگی مرتبه اول در مدل اول است.

در فرضیه فرعی اول بیان شد که افشای اطلاعات غیرمالی بر نقدشوندگی سهام اثرگذار است. نتایج جدول (۸) نشان داد به غیر از شش متغیر X_3 ، X_5 ، X_8 ، X_{10} ، X_{13} و X_{20} سطح معنی داری بقیه متغیرها زیر ۱۰ درصد است بنابراین می‌توان اذعان کرد بقیه متغیرهای غیرمالی بر نقدشوندگی سهام که معیاری از اثربخشی است، تاثیر دارد. به عنوان مثال سطح معنی داری متغیر X_6 در فرضیه بالا زیر ۵ درصد است و این بدان معنا است که افشای متغیر غیرمالی «پژوهش و توسعه بازار» در صورت‌های مالی بر نقدشوندگی سهام تاثیر دارد و این رابطه معنی‌دار بین این دو متغیر مستقیم بوده بطوری افشای این متغیر موجب افزایش عملکرد مالی شرکت می‌شود. سایر متغیرهایی که در فرضیه فرعی اول سطح معنی داری زیر ۵ درصد دارند نیز به همین مفهوم هستند و بیانگر وجود رابطه معنی‌دار بین افشای آنها و نقدشوندگی سهام است. نتایج آزمون سایر فرضیه‌های پژوهش به همین شکل و به شرح جدول (۸ و ۹) است.

جدول ۸. نتایج آزمون فرضیه فرعی اول تا سوم پژوهش

متغیرها	مدل اول			مدل دوم			مدل سوم		
	ضرایب	t	prob	ضرایب	t	prob	ضرایب	T	prob
X1	۰/۱۱۳	۱۱/۲۸۷	۰/۰۰۰	-۰/۲۰۷	-۱۴/۳۲۴	۰/۰۰۰	۰/۰۷۴	۲/۱۸۴	۰/۰۲۹
X2	۰/۱۲۰	۶/۰۵۹	۰/۰۰۰	-۰/۱۶۳	-۶/۶۵۹	۰/۰۰۰	۰/۰۰۱	۰/۸۷۱	۰/۳۸۳
X3	۰/۰۰۸	۰/۶۳۸	۰/۵۲۳	-۰/۲۰۵	-۸/۴۶۵	۰/۰۰۰	۰/۴۴۴	۱۲/۳۴۵	۰/۰۰۰
X4	۰/۰۱۳	۲/۶۴۴	۰/۰۰۸	-۰/۲۷۱	-۹/۷۵۹	۰/۰۰۰	۰/۰۲۶	۲/۰۸۹	۰/۰۳۶
X5	۰/۰۱۹	۰/۹۹۲	۰/۳۲۱	-۰/۴۴۸	-۱۷/۹۹۱	۰/۰۰۰	۰/۱۴۰	۵/۵۱۴	۰/۰۰۰
X6	۰/۰۰۵	۶/۵۱۰	۰/۰۰۰	-۰/۰۰۷	-۳/۶۰۷	۰/۰۰۳	-۰/۰۰۶	-۰/۳۳۱	۰/۷۴۰
X7	۰/۰۴۴	۲/۴۷۶	۰/۰۱۳	-۰/۰۷۳	-۲/۶۸۱	۰/۰۰۷	۰/۰۵۷	۲/۰۲۲	۰/۰۴۳
X8	-۰/۰۰۳	-۰/۱۶۱	۰/۸۷۱	-۰/۱۸۲	-۱۱/۹۶۶	۰/۰۰۰	۰/۱۵۴	۳/۲۴۷	۰/۰۰۱
X9	۰/۲۰۱	۲/۹۱۶	۰/۰۰۳	-۰/۳۱۹	-۳/۵۱۷	۰/۰۰۵	۰/۲۱۷	۱/۷۳۲	۰/۰۸۳
X10	-۰/۰۲۴	-۱/۳۰۴	۰/۱۹۲	-۰/۰۰۹	-۰/۴۶۹	۰/۶۳۸	۰/۵۲۳	۹/۹۲۸	۰/۰۰۰
X11	۰/۰۴۶	۲/۱۱۸	۰/۰۳۴	-۰/۱۹۱	-۳/۹۱۸	۰/۰۰۱	-۰/۰۱۸	-۰/۵۰۴	۰/۶۱۴
X12	۰/۰۴۹	۳/۳۶۳	۰/۰۰۸	-۰/۰۹۷	-۱/۸۱۷	۰/۰۶۹	۰/۳۱۸	۱۰/۸۲۰	۰/۰۰۰

متغیرها	مدل اول			مدل دوم			مدل سوم		
	ضرایب	t	prob	ضرایب	t	prob	ضرایب	T	prob
X13	۰/۰۰۶	۰/۱۱۱	۰/۹۱۱	-۰/۰۴۶	-۰/۸۱۳	۰/۴۱۶	۰/۱۲۴	۲/۹۶۹	۰/۰۰۳
X14	۰/۰۰۲	۱/۹۹۴	۰/۰۴۶	-۰/۰۰۴	-۰/۳۱۰	۰/۷۵۶	۰/۰۰۶	۱/۳۰۸	۰/۱۹۱
X15	۰/۲۱۵	۷/۱۱۸	۰/۰۰۰	-۰/۴۸۰	-۲/۴۰۷	۰/۰۱۶	۰/۷۹۲	۲/۷۹۸	۰/۰۰۵
X16	۰/۰۷۲	۴/۰۱۶	۰/۰۰۱	-۰/۱۴۰	-۳/۹۰۷	۰/۰۰۱	۰/۸۰۷	۲۳/۳۱۸	۰/۰۰۰
X17	۰/۱۰۷	۴/۰۳۹	۰/۰۰۱	۰/۰۲۴	۰/۷۴۳	۰/۴۵۷	۰/۶۲۷	۱۵/۹۲۳	۰/۰۰۰
X18	۰/۲۶۳	۶/۳۹۹	۰/۰۰۰	-۰/۲۰۴	-۶/۶۵۶	۰/۰۲۰	۰/۲۰۳	۷/۴۱۷	۰/۰۰۰
X19	۰/۰۰۶	۱/۸۳۲	۰/۰۶۷	-۰/۰۰۱	-۴/۱۳۲	۰/۰۰۰	۰/۰۰۱	۲/۲۴۸	۰/۰۲۴
X20	-۰/۰۰۶	-۱/۲۰۶	۰/۲۲۸	۰/۰۰۸	۰/۶۵۷	۰/۵۱۱	۰/۰۱۰	۲/۸۴۳	۰/۰۰۴
X21	۰/۷۹۴	۳۷/۲۶۳	۰/۰۰۰	-۰/۱۷۵	-۵/۸۳۸	۰/۰۰۰	۰/۱۵۱	۸/۹۰۸	۰/۰۰۰
X22	۰/۷۴۲	۱۳/۷۰۸	۰/۰۰۰	۰/۰۰۵	۰/۰۷۰	۰/۹۴۴	۰/۰۴۲	۰/۹۷۵	۰/۳۲۹
X23	۰/۸۶۲	۱۷/۳۵۵	۰/۰۰۰	-۰/۲۰۹	-۱/۲۶۷	۰/۲۰۵	۱/۹۲۲	۱۵/۴۱۵	۰/۰۰۰
عرض از مبدأ	۰/۱۲۴	۱۲/۴۴۴	۰/۰۰۰	۰/۳۲۲	۱۱/۶۰۱	۰/۰۰۰	-۰/۰۲۸	-۲/۳۳۱	۰/۰۲۰
انورگرسو مرتبه اول	۰/۱۱۱	۲/۲۴۸	۰/۰۲۴	۰/۵۵۴	۶/۹۳۱	۰/۰۰۰	۰/۰۷۴	۲/۱۸۴	۰/۰۲۹
سایر آیتم ها			مدل اول			مدل دوم			مدل سوم
ضریب تعدیل تعدیل شده			دوربین واتسون			۰/۷۷۴	۲/۰۱۸	۰/۸۴۵	۱/۹۹۳
آماره فیشر			سطح معنی داری آن			۱۶۳/۴۷۲	۱۴۹/۲۱۱	۴۱/۹۹۲	۰/۰۰۰

جدول ۹. نتایج آزمون فرضیه فرعی چهارم و پنجم پژوهش

متغیرها	مدل چهارم			مدل پنجم		
	ضرایب	t	prob	ضرایب	t	prob
X1	-۰/۴۹۸	-۱۶/۸۲۰	۰/۰۰۰	۰/۰۷۸	۲/۴۴۶	۰/۰۱۴
X2	-۰/۲۴۵	-۶/۱۳۱	۰/۰۰۰	۰/۲۱۳	۷/۰۷۰	۰/۰۰۰
X3	۰/۰۱۹	۰/۶۷۰	۰/۵۰۲	۰/۰۳۲	۰/۹۲۱	۰/۳۵۷
X4	-۰/۰۶۵	-۲/۴۱۶	۰/۰۱۵	-۰/۰۰۳	-۰/۲۳۸	۰/۸۱۱
X5	۰/۰۴۴	۱/۴۲۵	۰/۱۵۴	۰/۰۲۷	۱/۴۴۸	۰/۱۴۷
X6	-۰/۰۰۶	-۳/۱۸۶	۰/۰۰۱	۰/۰۳۳	۱/۶۱۶	۰/۱۰۶
X7	-۰/۰۴۶	-۱/۹۸۴	۰/۰۴۷	۰/۰۴۸	۳/۰۹۳	۰/۰۰۲
X8	-۰/۱۵۰	-۴/۰۶۶	۰/۰۰۱	-۰/۰۱۵	-۰/۶۳۶	۰/۵۲۴
X9	-۰/۳۴۲	-۳/۳۹۱	۰/۰۰۷	۰/۰۷۱	۰/۴۷۰	۰/۶۳۸
X10	-۰/۰۷۲	-۳/۵۰۲	۰/۰۰۵	-۰/۰۲۱	-۰/۵۷۷	۰/۵۶۳
X11	-۰/۰۹۰	-۳/۰۲۳	۰/۰۰۲	۰/۰۹۱	۲/۱۴۸	۰/۰۳۲

مدل پنجم			مدل چهارم			متغیرها
prob	t	ضرایب	prob	t	ضرایب	
۰/۸۹۸	-۰/۱۲۷	-۰/۰۰۵	۰/۰۲۰	-۲/۳۲۳	-۰/۰۹۸	X12
۰/۰۰۰	۴/۶۷۲	۰/۲۳۰	۰/۲۷۶	-۱/۰۸۹	-۰/۰۸۲	X13
۰/۱۰۶	-۱/۶۱۷	-۰/۰۰۷	۰/۰۰۸	-۳/۳۶۰	-۰/۰۰۵	X14
۰/۲۱۸	-۱/۲۳۱	-۰/۳۷۵	۰/۰۰۰	-۷/۸۴۴	-۳/۵۳۶	X15
۰/۰۰۰	۴/۸۹۲	۰/۱۰۴	۰/۰۰۰	-۵/۴۰۵	-۰/۰۴۹	X16
۰/۰۰۹	۲/۵۹۲	۰/۰۸۸	۰/۶۱۷	۰/۵۰۰	۰/۰۰۸	X17
۰/۰۰۰	۶/۷۷۸	۰/۱۶۳	۰/۰۰۰	-۵/۷۹۰	-۰/۲۶۴	X18
۰/۱۴۶	۱/۴۵۴	۰/۰۰۳	۰/۰۹۱	۱/۶۹۲	۰/۰۰۱	X19
۰/۰۰۰	۵/۳۲۶	۰/۱۰۱	۰/۳۱۷	۰/۹۹۹	۰/۰۰۹	X20
۰/۰۰۰	۲۱/۴۴۲	۰/۸۲۶	۰/۰۰۰	-۹/۷۳۲	-۰/۴۱۸	X21
۰/۰۰۰	۶/۲۲۰	۰/۸۴۳	۰/۰۰۰	-۵/۲۹۱	-۰/۲۹۸	X22
۰/۱۷۱	۱/۳۶۸	۰/۱۵۸	۰/۰۰۰	-۴/۴۹۴	-۰/۷۷۶	X23
۰/۰۰۰	۱۲/۰۴۵	۰/۲۷۵	۰/۰۰۰	۱۳/۵۴۲	۰/۳۸۱	عرض از مبدأ
۰/۰۰۰	۴/۱۲۹	۰/۲۴۳	۰/۰۰۰	۵/۹۱۶	۰/۴۹۷	اتورگرسیو مرتبه اول
مدل پنجم			مدل چهارم			
دوربین واتسون		ضریب تعدیل تعدیل شده	دوربین واتسون		ضریب تعدیل تعدیل شده	
سطح معنی داری آن		آماره فیشر	سطح معنی داری آن		آماره فیشر	
۲/۰۱۱		۰/۷۰۲	۱/۹۶۳		۰/۷۵۲	
۰/۰۰۰۰		۸۵/۹۱۷	۰/۰۰۰		۱۶۲/۶۴۸	

منبع: یافته های پژوهش

بحث و نتیجه گیری

خلاصه و تفسیر نتایج حاصل از آزمون فرضیه فرعی اول و دوم

فرضیه فرعی اول و دوم به ترتیب شاخص نقدشوندگی سهام و عدم تقارن اطلاعاتی را بعنوان معیار اثربخشی در نظر گرفته است، نتایج تخمین مدل رگرسیونی این دو معیار نشان داد در رابطه با نقد شوندگی سهام از بین ۲۳ متغیر غیرمالی ۱۷ متغیر با معیار نقدشوندگی سهام رابطه معنادار دارند و در خصوص عدم تقارن اطلاعاتی از بین ۲۳ متغیر غیرمالی ۱۵ متغیر با معیار بالا رابطه

معنی‌دار دارند. در این خصوص پژوهش‌گرانی همچون ستایش و همکاران، ۱۳۹۰ و یعقوب نژاد و ذبیحی، ۱۳۹۰ در پژوهشی نشان دادند بین کیفیت افشا و نقد شونده‌گی سهام رابطه‌ای وجود ندارد البته لازم به توضیح است آنها برای سنجش کیفیت افشا از معیارهای مختلفی استفاده کردند به عنوان مثال ستایش و همکاران، ۱۳۹۰ از امتیازی که سازمان بورس اوراق بهادار تهران در خصوص رتبه کیفیت افشا منتشر می‌کند استفاده کرده‌اند. همچنین فخاری و محمدی، ۱۳۸۷ نشان دادند بین افشای اطلاعات و نقدشونده‌گی سهام رابطه معکوس و معنی‌داری وجود دارد. کردستانی و همکاران، ۱۳۹۸ نیز نشان دادند بین کیفیت افشا اطلاعات و عدم تقارن اطلاعاتی رابطه معکوس و معنی‌دار وجود دارد. این در حالی است که ادبیات نظری مطابق با نتایج پژوهش حاضر می‌باشد بطوری که چن و همکاران، ۲۰۰۷ معتقد هستند، شفافیت و افشای اطلاعات شرکت‌ها را می‌توان به عنوان مکانیزمی در حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران خارجی در نظر گرفت و این امر سبب می‌شود تا عدم تقارن اطلاعاتی کمتر به وجود آید و هزینه نمایندگی کم شود. عدم تقارن اطلاعاتی دارای پیامدهای نامطلوب متفاوتی از قبیل افزایش هزینه‌های معاملات ضعف بازار و نقد شونده‌گی پایین و به طور کلی کاهش سود حاصل از معاملات در بازار سرمایه خواهد شد. همچنین ورشیا در سال ۲۰۰۱، در مقاله خود می‌گوید: کیفیت افشای بالا، می‌تواند عدم تقارن اطلاعاتی و مسأله نادرست را کاهش و نقدشونده‌گی را افزایش دهد این اثر دارای دو بخش است: ابتدا وجود اطلاعات بیشتر در اختیار عموم، دست‌یابی مبادله‌گران به اطلاعات محرمانه و خصوصی را مشکل‌تر و هزینه برتر می‌سازد. در نتیجه، احتمال کمتری وجود دارد که سرمایه‌گذاران دارای اطلاعات خصوصی شوند، که این امر احتمال مبادله با یک سرمایه‌گذار با اطلاعات بهتر را کاهش می‌دهد. سپس کیفیت افشای بالاتر، عدم قطعیت راجع به ارزش شرکت را کاهش می‌دهد که آن نیز به نوبه خود، مزیت اطلاعاتی بالقوه یک سرمایه‌گذار آگاه را کاهش می‌دهد. هر دو اثر، میزانی را که سرمایه‌گذاران غیرآگاه در قیمت‌ها نیاز به حمایت و مصونیت دارند، کاهش و بدین ترتیب، نقدشونده‌گی بازار را افزایش می‌دهد. براون و هایلجیست، ۲۰۰۷ نیز معتقدند که کیفیت افشا می‌تواند سطح عدم تقارن اطلاعاتی و در نتیجه نقدشونده‌گی و هزینه سرمایه را تحت تأثیر قرار دهد. بطوری که کیفیت افشا، عدم تقارن اطلاعاتی را تحت تأثیر قرار می‌دهد، تغییر دادن رفتار مبادلاتی سرمایه‌گذاران ناآگاه یا بی‌اطلاع است. بر اساس فرضیه شناخت سرمایه‌گذار، چنین سرمایه‌گذارانی تمایل بیشتری به سرمایه‌گذاری و مبادله در سهام شرکت‌هایی دارند که به

خوبی شناخته شده‌اند یا به شکل مساعد یا مطلوب مورد قضاوت قرار می‌گیرند. اگر کیفیت افشای بالاتر، پدیداری یا قابلیت رؤیت یک شرکت را افزایش و یا هزینه‌های پردازش اطلاعات عمومی شرکت را کاهش دهد، این کیفیت بالاتر باعث انجام مبادلات بیشتری بر روی سهام شرکت توسط سرمایه‌گذاران ناآگاه خواهد شد. در حالیکه افزایش میزان معاملات غیر آگاهانه، باعث کاهش احتمال انجام مبادله با سرمایه‌گذاران آگاه با اطلاعات خصوصی می‌شود، پژوهش‌های گذشته بیانگر آن است که مبادله غیر آگاهانه بیشتر، سرمایه‌گذاران آگاه را جذب می‌کند. شواهد تجربی براون و همکاران، ۲۰۰۴ نیز بیانگر این ادعاست. دیاموند، ۱۹۸۵ نیز به این نتیجه رسید که انگیزه‌های سرمایه‌گذاران برای تحصیل اطلاعات خصوصی با افزایش افشای اطلاعات عمومی توسط شرکت‌ها، کاهش می‌یابد. به طور کلی، احتمال بیشتری وجود دارد که شرکت‌ها با کیفیت افشای بالا، اطلاعات عمومی با اهمیت را به موقع و همچنین اطلاعات آتی را ارائه کنند. بنابراین، انتظار می‌رود که کیفیت افشای بیشتر، انگیزه جستجو برای اطلاعات خصوصی را کاهش دهد. تدوین کنندگان اصول و ضوابط حسابداری و وضع کنندگان مقررات بازار سرمایه به منظور حمایت از منافع سرمایه‌گذاران، شرکت‌ها را موظف به افشای اطلاعاتی می‌کنند. یکی از مهمترین دلایل اقامه شده برای وضع مقررات افشای اطلاعات در حوزه حسابداری، عدم تقارن اطلاعاتی میان مدیریت و سایرین است. طبق تئوری اقتصادی عدم تقارن، افشای اطلاعات، عدم تقارن و هزینه سرمایه را کاهش می‌دهد، همچنین افشای اطلاعات بیشتر به نقدشوندگی بیشتر، هزینه معاملات کمتر و در نهایت تقاضای بیشتر برای سهام شرکت منجر می‌شود (آمیهود و مندلسون ۱۹۸۶، دیاموند و ورشیا ۱۹۹۱، ایزلی و همکاران، ۲۰۰۲). شفافیت بیشتر موجب کاهش سطح انتخاب نادرست شده، بنابراین انتظار داریم که بین افشا و نقدشوندگی رابطه مثبت وجود داشته باشد (اسپیونزا و همکاران ۲۰۰۵) و (ویی و همکاران، ۲۰۰۸).

خلاصه و تفسیر نتایج حاصل از آزمون فرضیه فرعی سوم

در فرضیه فرعی سوم از شاخص عملکرد مالی بعنوان معیار اثربخشی استفاده شده است، نتایج تخمین مدل رگرسیونی این معیار نشان داد از بین ۲۳ متغیر غیرمالی ۱۸ متغیر با معیار عملکرد مالی شرکت رابطه معنادار دارند. در این خصوص ابوالفتحی و همکاران، ۱۳۹۹ نشان دادند گزارش‌گری یکپارچه از طریق ارائه اطلاعات شفاف و جامع موجب بهبود عملکرد آتی شرکت

می‌شود. همچنین ستایش و همکاران، ۱۳۹۳ نشان دادند افشاء داوطلبانه رابطه مثبت و معناداری با نمرات کارایی شرکت‌ها دارد. همان طور که در ادبیات نظری نیز به آن اشاره شد، افشای داوطلبانه، ارائه‌ی مازاد بر الزام قانونی اطلاعات است. مدیریت شرکت در فراهم کردن اطلاعات حسابداری و دیگر اطلاعاتی که باعث تسهیل و تامین مناسب نیازهای استفاده‌کنندگان می‌شود؛ آزاد است. ممکن است شرکت‌ها به منظور محدود کردن برداشت نامطلوب سرمایه‌گذاران و ایجاد آگاهی در مورد چشم اندازهای آتی شرکت، دست به افشای داوطلبانه بزنند (بارث و همکاران، ۲۰۰۷) ارائه‌ی اطلاعات داوطلبانه در مورد شناسایی، اندازه‌گیری و افشای اقلام حسابداری در صورت‌های مالی باعث جذب سرمایه‌گذاران می‌شود و به طور مؤثری به بهبود وضعیت مالی و چهره مدیریتی شرکت کمک می‌کند از دیگر نتایج افشای داوطلبانه کاهش شرایط عدم اطمینان است که این نیز به نوبه خود، نیاز به نظارت بر فعالیت‌های مدیریت را کاهش می‌دهد و پیرو آن باعث کاهش هزینه‌های تأمین مالی و افزایش ارزش شرکت می‌شود (گیتزمن و ترومبتا، ۲۰۰۳). افشای داوطلبانه اطلاعات باعث جذب سرمایه‌گذاران و کاهش هزینه تأمین مالی شرکت‌ها می‌شود. کاهش هزینه‌های تأمین مالی در شرکت‌ها، رشد و سودآوری آن‌ها را به دنبال خواهد داشت. درک بهتر سرمایه‌گذاران از مدیر در خصوص پیش‌بینی تغییرات اقتصادی، باعث بالاتر رفتن ارزش شرکت می‌شود. بنابراین، مدیران می‌توانند با ارائه داوطلبانه اطلاعات پیش‌بینی خود در رابطه با محیط اقتصادی آتی شرکت و نیز ارائه پیش‌بینی‌های سود مدیریت، باعث افزایش ارزش سهام و در نتیجه بالا رفتن موقعیت رقابتی شرکت در صنعت مربوط به خود در بازار سرمایه شوند. بنابراین با توجه به مطالب بیان شده، افشای داوطلبانه اطلاعات به وسیله مدیران شرکت‌ها می‌تواند بر عملکرد و سودآوری آنها موثر باشد (ستایش و همکاران، ۱۳۹۳).

خلاصه و تفسیر نتایج حاصل از آزمون فرضیه فرعی چهارم

در فرضیه فرعی چهارم از شاخص همزمانی قیمت بعنوان معیار اثربخشی استفاده شده است، نتایج تخمین مدل رگرسیونی این معیار نشان داد از بین ۲۳ متغیر غیرمالی ۱۸ متغیر با معیار عملکرد مالی شرکت رابطه معنادار و معکوسی دارند. در این خصوص فلاح زاده و همکاران، ۱۳۹۸ طی پژوهشی نشان دادند، بین افشای اطلاعات با همزمانی قیمت و ریسک سقوط قیمت سهام رابطه دو طرفه وجود دارد. همچنین نتایج رحیمی و نظام پور، ۱۳۹۵ نیز موید این نتایج است. در بین

پژوهش‌های خارجی نیز، هاتن و همکاران، ۲۰۰۹ نشان دادند هرچقدر شفافیت صورت‌های مالی شرکت‌ها کاسته شود، ریسک سقوط قیمت و همزمانی قیمت سهام آن افزایش می‌یابد. همزمانی قیمت سهام، شاخص استفاده از اطلاعات بنیادی شرکت توسط بازار است (وانگ و یو، ۲۰۰۹) هر قدر محیط اطلاعاتی بازار سرمایه از شفافیت بیشتری برخوردار باشد، میزان انعکاس اطلاعات خاص شرکت در قیمت سهام افزایش می‌یابد و در نتیجه همزمانی قیمت سهام که معیار معکوسی از تاثیر این اطلاعات در قیمت سهام است، کاهش می‌یابد (احمد، ۲۰۱۳) همچنین بر اساس تئوری نمایندگی و تضاد منافع میان مدیران و مالکان، در شرایط عدم شفافیت کامل صورت‌های مالی، مدیران، با انگیزه حفظ شغل خود، اقدام به عدم انعکاس صحیح اطلاعات زیان‌های شرکت می‌کنند. همزمان با خروج مدیر، انتشار اطلاعات زیان‌های افشا نشده، می‌تواند به سقوط قیمت سهام منجر شود (فروغی و همکاران، ۱۳۹۰)، افزون بر این شفاف نبودن صورت‌های مالی می‌تواند منجر به عدم توانایی سرمایه‌گذاران در تشخیص پروژه‌های سودده و زیانده و انباشته شدن بازده منفی این نوع پروژه‌ها در طول زمان در داخل شرکت شود و هنگامی که اطلاعات مربوط به آنها افشا می‌شود، باعث افت شدید قیمت سهام خواهد شد (هاتن و همکاران، ۲۰۰۹).

خلاصه و تفسیر نتایج حاصل از آزمون فرضیه فرعی پنجم

در فرضیه فرعی پنجم از شاخص هزینه سرمایه بعنوان معیار اثربخشی استفاده شده است، نتایج تخمین مدل رگرسیونی این معیار نشان داد از بین ۲۳ متغیر غیر مالی ۱۱ متغیر با معیار عملکرد مالی شرکت رابطه معنادار و مستقیم دارند. همچنین ۱۲ متغیر غیر مالی شناسایی شده نیز هیچ گونه رابطه معنی‌داری با هزینه سرمایه نداشتند. در این خصوص در بین پژوهش‌های داخلی، پورحیدری و همکاران، ۱۳۹۳ نشان دادند، بین افشای اطلاعات و هزینه سرمایه فقط در بین شرکت‌های بزرگ رابطه معکوس و معنی‌داری وجود دارد. همچنین ستایش و همکاران، ۱۳۹۰ نشان دادند بین کیفیت افشا و هزینه سرمایه رابطه معکوس و معنی‌داری وجود دارد. از طرف دیگر حسینی عمران، ۱۳۹۹ نشان داد بین افشا و هزینه سرمایه رابطه معنی‌داری وجود ندارد. همچنین بوتوسان، ۱۹۹۷ نشان داد شرکت‌هایی که افشای اختیاری بیشتری دارند از هزینه سرمایه پایینی برخوردار هستند و این رابطه مشروط به شرکت‌هایی است که تحلیل پوششی پایینی دارند. از طرفی دیگر مطابق نتایج پژوهش حاضر، دیاموند و ورشیا (۱۹۹۱) ادعا نمودند که افشا و هزینه سرمایه می‌توانند دارای رابطه مستقیمی نیز باشند، منوط به این که افشای بیشتر منجر به

افزایش نوسان‌پذیری قیمت سهام شرکت شود. سهام شرکت‌های کوچک‌تر از بالقوگی بیشتری برای نوسان‌پذیری در بازارهای سرمایه برخوردار است. هر چه اطلاعات بیشتری توسط شرکت‌های کوچک‌تر افشا شود، این گونه شرکت‌ها را در معرض هزینه‌های مالکانه بیشتری قرار خواهد شد و این امر سبب می‌شود هزینه افشای اطلاعات برای شرکت‌های کوچک‌تر به طور نسبی بالاتر از هزینه مشابه برای شرکت‌های بزرگ‌تر شود.

از آنجا که محافظه کاری از جمله عوامل موثر بر کیفیت اطلاعات حسابداری است، لذا می‌توان نتیجه گرفت که با افزایش میزان محافظه کاری و کاهش افشا، هزینه سرمایه کاهش می‌یابد. درک رابطه بین سطح افشای داوطلبانه و هزینه سرمایه شرکت‌ها، نه تنها برای مدیران بلکه برای سرمایه‌گذاران نیز همواره جذاب بوده است (پترووا و همکاران، ۲۰۱۲).

مدیران ممکن است در راستای منافع خود و برخلاف منافع سهامداران، از افشای اطلاعات کلیدی به بازار کوتاهی کنند. چنین اقدامی ممکن است منجر به هزینه بالاتر سرمایه و در نتیجه ارزش پایین‌تر سرمایه‌گذاری برای سرمایه‌گذاران شود (آل شمیری و آل سلطان، ۲۰۱۰).

پیشنهادهای استخراج شده از پژوهش به شرح زیر است:

۱) مدیران شرکت‌ها و بنگاه‌های اقتصادی:

بر اساس نتایج پژوهش به مدیران شرکت‌ها و بنگاه‌های اقتصادی پیشنهاد می‌شود با افشای اطلاعات غیرمالی اعتبار شرکت را تقویت کنند زیرا بر اساس ادبیات نظری، افشای این اطلاعات موجب کاهش شرایط عدم اطمینان و عدم تقارن اطلاعاتی و متعاقباً باعث کاهش هزینه‌های تامین مالی و هزینه سرمایه و افزایش ارزش شرکت شده و سرانجام شفافیت ناشی از آن می‌تواند به اعتماد سازی سهامداران و سرمایه‌گذاران همچنین جذب سرمایه‌گذاران کمک فراوانی کند. افزون بر آن افشای اطلاعات غیرمالی بعنوان یک ابزار مدیریتی موجب افزایش قدرت پاسخگویی مدیران در تهدیدات و خطرات بازار سرمایه بوده و موجب ارزش آفرینی برای شرکت می‌شود.

۲) سهامداران و سرمایه‌گذاران:

سهامداران و سرمایه‌گذاران باید توجه داشته باشند که امروزه برای مشخص شدن جنبه‌های متفاوت فعالیت‌های شرکت‌ها بیشتر به اطلاعات غیرمالی تاکید می‌شود، اطلاعاتی که نگرش متفاوت و زاویه دید جدیدتری به آنها می‌دهد و نادیده گرفتن آن ممکن است سهامداران را به سوی تصمیماتی سوق دهد که برای سهام شرکت مناسب نباشد. بنابراین بر اساس ادبیات نظری

به سهامداران و سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌شود در تصمیمات خود توجه ویژه‌ای به اطلاعات غیرمالی داشته باشند، زیرا این اطلاعات با پوشش خلاء اطلاعاتی گزارش‌گری سنتی جایگاه واقعی شرکت را ترسیم کرده و در تصمیم‌گیری‌ها بموقع و مربوط شمرده می‌شود و به طور مستقیم بر درآمد آینده شرکت تاثیر می‌گذارد.

(۳) سیاست‌گذاران حسابداری و حسابرسی:

سیاست‌گذاران حسابداری می‌توانند از نتایج این پژوهش در جهت تدوین استانداردهای حسابداری و سیاست‌های مربوط به ارائه اطلاعات غیرمالی با رویکرد یکپارچه استفاده کنند و بر اساس نتایج این پژوهش این قوت قلب را داشته باشند که افشای اطلاعات غیرمالی هم برای شرکت و هم سایر استفاده‌کنندگان اثر بخش خواهد بود. همچنین سیاست‌گذاران حسابرسی می‌توانند نتایج این پژوهش را مبنایی برای رفع کاستی‌های حوزه افشا که ریشه ابهامات شرکت‌ها است، قرار داده و در تدوین استانداردهای حسابرسی آن را بعنوان یک مبنای اساسی قرار دهند. در حوزه پژوهشی به محققان آتی پیشنهاد می‌شود که در موضوعات زیر به پژوهش بپردازند.

- ✓ در پژوهش حاضر اکثر صنایع تولیدی به‌طور یکجا بررسی شد، پیشنهاد می‌شود که موضوع پژوهش حاضر به تفکیک صنایع بررسی شود.
- ✓ در پژوهش حاضر برای دستیابی به متغیرهای غیرمالی اثربخش در گزارشات مالی از چک لیست استفاده شد، به پژوهشگران آتی پیشنهاد می‌شود از روش‌های دیگری مثل روش پژوهش زمینه بنیان (مصاحبه) بهره‌مند شوند.

محدودیت‌های پژوهش

۱. یکی از عمده‌ترین محدودیت‌های تحقیقاتی که بر پایه آمار استنباطی انجام می‌شوند؛ تعمیم نتایج حاصل از آن‌ها به کل جامعه آماری در شرایط زمانی و مکانی مختلف است. بنابراین، در تعمیم نتایج این پژوهش و به‌کارگیری عملی این نتایج نیز باید جانب احتیاط را مدنظر قرار داد.

۲. عدم توانایی کنترل همه متغیرهای مداخله‌گر (مانند دانش مالی هیئت مدیره، تخصص حسابرسان در صنعت و...) و سایر متغیرهای کنترلی به علت حجم بالای متغیرهای مستقل در مدل.

۳. از دیگر محدودیت‌های این پژوهش، عدم کنترل برخی عوامل مؤثر بر نتایج پژوهش از جمله تأثیر متغیرهایی چون عوامل اقتصادی، شرایط سیاسی، وضعیت اقتصاد جهانی و غیره است که خارج از دسترس محقق بوده و ممکن است بر نتایج پژوهش اثرگذار باشد.

تعارض منافع

هیچ گونه تعارض منافع توسط نویسندگان بیان نشده است.

References

- Amihud, Y; Mendelson, H; (1986)," Asset Pricing and the Bid-Ask Spread", *Journal of Financial Economics* 17, 223-249.
- Abolfathi, Hassan; Nowroz Noorullahzadeh, Mehbobe Jafari and Negar Khosravi (2019) Investigating the consequences of the quality of integrated reporting on the valuation of companies and the future performance of the company with an emphasis on the role of complexity and the needs of securing external financial resources, *Scientific Quarterly Journal of Accounting and Management Auditing*, Year 9, Number 35, p. 119 -133.(In Persian).
- Abolfathi, Hassan; Nowroz Nurullahzadeh, Mehbobe Jafari and Negar Khosravi (2022) The effect of integrated reporting on the value creation components of companies, *Stock Exchange Quarterly*, 14th year, number 56, pp. 41-74. .(In Persian).
- Adams, A; S. Fries & R. Simnett. (2011) .The journey towards ntegrative reporting. *Accoun-tant's Digest* (May): Issue 558.
- Amihud, Y; Mendelson, H; (1986)," Asset Pricing and the Bid-Ask Spread", *Journal of Financial Economics* 17, 223-249.
- Ahmad, A. (2013). Investor protection, firm fundamentals information, and stock price synchronicity. *Ph.D Dessertation*, at Massey University, Albany.
- Al-Shammari, B. & Al-Sultan, W. (2010). Corporate governance and voluntary disclosure in Kuwait. *International Journal of Disclosure and Governance*, 5, PP. 225-236.
- Botosan, C. A. (1997). Disclosure level on the cost of equity capital. *The Accounting Review*, 72, No. 3. PP. 323-349.
- Badavranhandi, Yunus; Qadri, Salehuddin; Beheshti Nahandi, Reza (2012) The effect of accounting information transparency on investment inefficiency in companies listed on the Tehran Stock Exchange". *Economic Research and Policy Quarterly*. Year 20, pp. 11-32. (In Persian).
- Brown, S. and Hillegiest, S. A. (2007). How Disclosure Quality Affects the Level of Information Asymmetry. *Review of Accounting Studies*, Vol. 12, pp. 443-477.
- Brown, S; Hillegeist, S. A; and Lo, K. (2004). Conference Calls and Information Asymmetry. *Journal of Accounting & Economics*, Vol. 37, pp. 343-366.
- Barth, M; Landsman, W; and M. Lang. (2007). International accounting standards and accounting quality. <http://ssrn.com>, Available online 15 April 2012.

- Bartov, E. and Bodnar, G. M; (1996). "Firm valuation, earnings expectations, and the exchange-rate exposure effect", *Journal of Finance*, Vol. 49, pp. 1755-85.
- Bollen, A. (2004). The rise and rise of non-financial reporting: How to use research to measure your reputation. MORI, London, Available at <http://www.ipsosmori.com/publications/ahb/rise-and-rise.pdf>.
- Cohen, J; L. Holder-Webb, L. Nath & D. Wood. (2011). Retail investors' perceptions of the de-cision-usefulness of economic performance, governance and corporate social responsibility disclosures. *Behavioral Research in Accounting* 23 (1): 109-129.
- Chen, R; Ghoul, S.E; Ghoulb, O. & Wang, H, (2016)." Do State and Foreign Ownership Affect Investment Efficiency? Evidence From Privatization". *Journal of Corporate Finance*, In Press, Corrected Proof, Available online
- Chen, W.P, Chung, H, Lee, C, and Liao, W-L; (2007)," Corporate Governance and Equity Liquidity: analysis of S&P Transparency and Disclosure ranking".
- Cavicchio, C. (2005). *Corporate responsibility reporting: More than Feel-Good PR? Philanthropy*.
- Christensen, D. M. (2015). Corporate accountability reporting and high profile misconduct. *The Accounting Review*, 91(2), 377-399.
- Diamond, D.W. and Verrecchia, R.E. (1991), Disclosure, liquidity, and the cost of capital, *The Journal of Finance*, (4): 1325-59.
- Datar, Vinay T; Naik, Narayan Y; and Radcliffe, Robert. (1998). "Liquidity and stocks return: An alternative test", *Journal of Financial Markets*, 1, pp. 203-220.
- Diamond, D. W. (1985). Optimal Release of Information by Firms. *The Journal of Finance*, Vol. XL, No. 4, pp.1071-1094.
- Easley D; Hvidkjaer S. and O'Hara M. (2002), "Is Information Risk a Determinant of Asset Returns?" *Journal of Finance* 57, 2185-2221.
- Eccles, R; R.H. Herz, E.M. Keegan & D. Phillips. (2001). *The Value Reporting Revolution: Moving Beyond the Earnings Game*. New York: John Wiley and Sons.
- Eccles, R; I. Ioannou & G. Serafeim. (2012). *The Impact of a Corporate Culture of sustainability on Corporate Behavior and Performance*. Harvard Business School Working Edvinsson, L. IC21- 21– Reflections from
- Eccles, R. G. and D. Saltzman. (2011). Achieving Sustainability through Integrated Reporting. *Stanf Soc Innov Rev Summer*, No. 59, Pp. 56- 61.

- Eccles, R. G; & Krzus, M. P. (2010). Integrated reporting for a sustainable strategy. *Financial Executive*, 26(2), 28-33.
- Espinosa monica, tapia mikel and trometta marco (2005), "Disclosure and Liquidity", working paper.
- Ezlati, Fatima; Nouri Fard, Yadaleh; Imam Vardi, Power of Allah; Darabi, dream; Zohra Hajiha (1400) Voluntary disclosure of non-financial information and their effects, *Danesh Journal of Accounting and Management Audit*, Volume 10, Number 38, pp. 67-86. (In Persian).
- Ezlati, Fatima; Nouri Fard, Yadaleh; Imam Vardi, Power of Allah; Darabi, dream; Zohra Hajiha (1400) The role of support mechanisms on the voluntary disclosure of non-financial information, *Knowledge Journal of Accounting and Management Audit*, Volume 10, Number 40, pp. 59-70. (In Persian).
- Farooq, O; & Ahmed, S. (2014). Stock price synchronicity and corporate governance mechanisms: Evidence from an emerging market. *International Journal of Accounting, Auditing and Performance Evaluation*, 10 (4): 395–409.
- Fang, J. (2012) *STOCK LIQUIDITY, PRICE INFORMATIVENESS, AND ACCRUALSBASED EARNINGS MANAGEMENT*". A Dissertation Doctor of Philosophy in the Louisiana State University.
- Fang, V. W; Noe, T. H; & Tice, S. (2009). Stock Market Liquidity and Firm Value. *Journal of Financial Economics*, 150-169.
- Fakhari, Hossein and Fallah Mohammadi, Narges. (1388). Investigating the effect of information disclosure on the liquidity of shares of companies admitted to the stock exchange, *Accountant Research*, first year, fourth year, pp. 148-163. (In Persian).
- Foroughi, Dariush; Amiri, Hoda; Mirzaei, Manoché (2013) The effect of the lack of transparency of financial information on the risk of future fall in stock prices in companies admitted to the Tehran Stock Exchange, *Financial Accounting Research*, 4(3), pp. 15-40. (In Persian).
- Falahzadeh Abarquai, Ahmed; Taftian, Akram; Hirani, Forough. (2015) Investigating the mutual relationship between the voluntary disclosure of information with the simultaneity and the risk of falling stock prices, *Financial Accounting Quarterly*, Year 9, Number 36, pp. 53-75. (In Persian).
- Glosten, L. and P. Milgrom; (1985), " Bid-ask spread and transactions prices in a specialist market", *Journal of Financial Economics*, No. 14(1), PP. 70-100.

- Gordon Institute of Business Science, (GIBS). (2006). Excellence in corporate financial reporting: The bottom line is telling it like it is. The GIBS Review (4). Available www.gibsreview.co.za
- Grewal, J; C. Hauptmann, and G. Serafeim. (2017). Stock price synchronicity and material sustainability information. Available At URL: [Http://\(www.ssrn.com\)](http://www.ssrn.com)
- Hopwood, A. G; Unerman, J. and J. Fries. (2010). *Accounting for Sustainability: Practical Insights*. Earthscan
- Hutton, A.P; Marcus, A.J; Tehranian, H. (2009). Opaque financial reports, R2, and crash risk. *Journal of Financial Economics*, 94(1), 67-86.
- Hazrati, Fatemeh, Akram; Taftian, Moinuddin, Mahmoud (2019) Identification and ranking of components and indicators of web-based integrated reporting with a corporate citizen reporting approach using the combined technique of fuzzy Delphi and fuzzy hierarchical analysis, *scientific and research quarterly of accounting knowledge and management auditing* , ninth year, number 36, pp. 229-250.(In Persian).
- Hosseini Omran, Mustafa, (2019) Investigating the relationship between information disclosure, company growth and cost of capital, *Accounting and Management Perspective Quarterly*, Volume 3, Number 62, pp. 59-75. (In Persian).
- Hosseini, Seyed Saeed; Fakhari, Hossein; Malekian, Esfandiar, (2018), the moderating effect of corporate governance on the relationship between integrated reporting and information asymmetry, master's thesis in accounting, Mazandaran University, Faculty of Economic and Administrative Sciences. (In Persian).
- Hajian Nezaad, Amin Pourheidari, Omid and Bahar Moghadam, Mehdi (2014) Development of a framework for non-financial reporting of companies based on the conceptual framework of accounting, *Financial Accounting Knowledge Quarterly*, 5 (2), pp. 31-7. (In Persian).
- Iatridis, G. and Alexakis, P. (2012). Evidence of voluntary accounting disclosures in the Athens Stock Market. *Review of Accounting and Finance*, 11 (1), 73 - 92.
- Islami Bidgoli Gholamreza, Saranj Alireza (2007), portfolio selection using three criteria of average return, standard deviation of return and liquidity in Tehran Stock Exchange, *Accounting and Auditing Quarterly*, Fall 2018, Volume 15, Number 53. pp. 119-85. (In Persian).

- Johnston, J. A. (2009). *Accruals quality and price synchronicity*, university of Louisiana state & SSRN.
- Kuisma, M. (2019). Personal communication. March 19. Lev, B; & P. Zarowin. (1999). the boundaries of financial reporting and how to extend them. *Journal of Accounting Research* (37): 353-383.
- Kang, H; & S.J. Gray. (2011). the Content of Voluntary Intangible Asset Disclosures: Evidence from Emerging Market Companies, *Journal of International Accounting Research* 10(1): 109-125.
- Kyle, A. S. (1985). Continuous Auctions and Insider Trading. *Econometrica*, Vol. 53, No. 6, pp.1315- 1335.
- Kaplan, R; & P. Norton. (2001). The Strategy Focused Organization: How Balance Scorecard Companies Thrive in the New Business Environments, Boston: Harvard business school press.
- Khodamipour, Ahmed; and Ramin Mehrohani (2012) the effect of voluntary disclosure on the relevance of profit per share, *Management Accounting Scientific Research Quarterly*, No. 14, pp. 1-12. (In Persian).
- Khayampour, Akbar; Khurdiar, Sina; Rezai; Farzin and Mohammad Reza Watanparast. (2019) Evaluation of usefulness in the decision to disclose information on risk components, *Quarterly Journal of Financial Engineering and Securities Management*, No. 42, pp. 419-445. (In Persian).
- Kamalian, Amin Reza, Ebadi, Farhadakht and Bibi Azar Heydari, (2014), the effect of financial and non-financial variables on the quality of disclosure in companies listed on the Tehran Stock Exchange. (In Persian).
- Kurdestani, Gholamreza, Bahramfar, Naghi and Ali Amiri (2018) The impact of disclosure quality on information asymmetry, *Financial Accounting and Audit Research*, Year 11, Number 42, pp. 159-178. (In Persian).
- Lee,kin, Yeo, Gillian Hian-Heng, (2015), The Association between Integrated Reporting and Firm Valuation, *Review of Quantitative Finance and Accounting*, forthcoming.
- Lee,kin, Yeo, Gillian Hian-Heng, (2016), The Association between Integrated Reporting and Firm Valuation, *Review of Quantitative Finance and Accounting*, forthcoming.
- Morck, R; Yeung, B; Yu, W; (2000). The information content of stock markets: why do emerging markets have synchronous stock price movement? *Financ. Econ.* 58: 215–260.

- Moslinejad, Tahereh; Shokrale Khajawi, Abdul Khaliq Gholami and Hashmolipour (2018) Modeling the effect of disclosure of intangible non-financial information on investors' judgments about the company's future performance, *Stock Exchange Quarterly*, Year 12, No. 48, pp. 110-86. (In Persian).
- Mirmohammadi, Zohra, Talaneh, Abdul Reza and Atefeh Hosseini (1400), reporting of non-financial metrics in Iran, *Financial Accounting Quarterly*, 13th year, number 49, pp. 31-56. (In Persian).
- Narayanan, V.K; G.E. Pincus, K.M. Kelm & D.M. Lander. (2005). the influence of voluntarily disclosed qualitative information. *Strategic Management Journal* (21): 707-722.
- Neelam, Setia. Subhash, Abhayawansa. Maheshm Joshi Anh Vu, Huynh, (2015), Integrated reporting in South Africa: some initial evidence, *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, 6(3); 397 –424 Permanent link to this document:<http://dx.doi.org/10.1108/SAMPJ-03-2014-0018>.
- Namazi, Mohammad and Moghimi, Fatemeh (2017). The effect of innovation and the adjustment method of social responsibility on the financial performance of companies in different industries, *accounting and auditing reviews*, 25 (2), pp. 20-35. (In Persian).
- O'Hanlon, J; and A. Steele. (2000); "Estimating the Equity Risk Premium Using Accounting Fundamentals", *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 27 (9 & 10), pp. 1051-1083.
- Osmani, Mohammad Qassim (2012) *Identification of the cost of capital model and factors influencing it*, PhD thesis, Allameh Tabatabai University, Tehran. (In Persian).
- Petrova, E; Georgakopoulos, G; Sotiropoulos, I. & Vasileiou, K. Z. (2012). Relationship between cost of equity capital and voluntary corporate disclosures. *International Journal of Economics and Finance*, 4, PP. 83.
- Piotroski, J.D; Roulstone, B.T; (2004). The influence of analysts, institutional investors, and insiders on the incorporation of market, industry, and firm-specific information into stock prices. *Account. Rev*: 1119–1151.
- Pourheidari, Omid, Yusefzadeh, Nasreen and Zainab Azami (2013) Investigating the effect of company size on the relationship between disclosure and cost of capital of companies listed on the Tehran Stock Exchange, *Danesh Accounting Journal*, 5th year, number 18, pp. 111-91.(In Persian).

- Petrova, E; Georgakopoulos, G; Sotiropoulos, I. & Vasileiou, K. Z. (2012). Relationship between cost of equity capital and voluntary corporate disclosures. *International Journal of Economics and Finance*, 4, PP. 83.
- Rahimi, Ishaq; Nizampour, Ishrat (2015). Investigating the relationship between accounting disclosure, stock price synchronicity and stock fall risk in companies admitted to the Securities Exchange, *New Researches in Human Sciences*, No. 14, Volume 3, pp. 117-141. (In Persian).
- Stein, Jeremy, 1988. Takeover threats and managerial myopia. *J. Polit. Econ.* 96 (1), 61–80.
- Setayesh, Mohammad Hossein. Mehtari, Zainab (2017) A framework for the general theoretical foundations of integrated reporting in Iran, *Financial Accounting Research*, Year 10, Number 22, pp. 85-106. (In Persian).
- Setayesh, Mohammad Hossein. Kazem Nejad, Mustafa. Zulfiqari, Mehdi (2018) Investigating the impact of disclosure on the liquidity of shares and the cost of capital of companies listed on the Tehran Stock Exchange, *Journal of Financial Accounting Research*, No. 3, pp. 45-62. (In Persian).
- Setayesh, Mohammad Hossein. Roosta, Manouchehr and Alizadeh, Vahid (2013) Investigating the impact of disclosure on the liquidity of shares and the cost of capital of companies listed on the Tehran Stock Exchange, *Journal of Financial Accounting Research*, No. 13, pp. 1-19. (In Persian).
- Thaghafi, Ali and Majid Motamedi Fazel, (2013) The relationship between audit quality and investment efficiency in companies with high investment possibilities, *Journal of Financial Accounting Research*, 3rd year, 4th issue, pp. 1-19. (In Persian).
- Yaqubnejad, Ahmad and Zabihi, Ali (2010). Investigating the relationship between the quality of disclosure and the liquidity of shares of companies listed on the Tehran Stock Exchange, *Financial Knowledge Quarterly*, Volume 4, Number 10, PP. 217-235. (In Persian).
- Velte, P; & Stawinoga, M. (2016). Integrated reporting: the current state of empirical research, limitations and future research implications. *Journal of Management Control*, 28(2), 1-46.
- Venkatesh, P. C; and R. Chiang, (1986) "Information Asymmetry and the Dealers Bid-Ask Spread: A Case Study of Earnings and Dividend Announcements." *The Journal of Finance*, Vol. 41, No. 5, pp. 1089- 1102

- West-Jones, N. (2007). How GE became a good corporate citizen and how you can too. Philanthropy. <http://www.onphilanthropy.com/site/News2?page=NewsArticle&id=7025>. Accessed 19 April 2007.
- Wee, Goh, Beng, Ng, Jeffrey and Ow Yong, Kevin, (2008), " Corporate Governance and Liquidity: An Exploration of Voluntary Disclosure, *Analyst Coverage and Adverse Selection as Mediating Mechanisms*", working paper.
- Wang, J; Yu, W. (2009). The information content of stock prices, reporting incentives and accounting standards: International evidence. *Journal of European Accounting Review*, 24(3), Hutton, A.P; Marcus, A.J; Tehranian, H. (2009). Opaque financial reports, R2, and crash risk. *Journal of Financial Economics*, 94(1), 67-86.
- Wang, J. (2012). "Liquidity commonality among Asian equity markets". *Pacific-Basin Finance Journal* 21, 1209–1231.
- Verrecchia, R, E. (2001). Essays on Disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 32, pp. 97-180.
- Zhou, S; Simnett, R; & Green, W. (2017). Does integrated reporting matter to the capital market? *Abacus*, (53), 94-132.
- Zain Afza, Mina; Zalfaari, Mehdi and Akbarian, Maryam (2016) The role of institutional investors in the relationship between profit management and asset returns, *Management and Accounting Studies Quarterly*, Volume 3, Number 4, pp. 324-334. (In Persian).

The Role of CEO Narcissism in Choosing Female Auditors¹

Nashmin Lotfiju², Bahman Banimahd^{3*},
Hashem Nikoomaram⁴, Hamidreza Vakilifard⁵

Received: 2023/06/26

Accepted: 2023/11/21

Research Paper

Abstract

Independent auditors play a significant role in crediting financial statements. Choosing an independent auditor is the most important decision of shareholders to credit financial statements. Various factors affect the choice of the auditor, among these factors we can mention the psychological characteristics of the client's management, such as the CEO's narcissism. Also, considering the important role of women in the auditing profession and the role of men's narcissism in misogyny and patriarchal beliefs, the purpose of this study was to investigate the role of the CEO's narcissism in choosing a female auditor. The current research is of an applied type and has been carried out with a descriptive-correlation approach and the necessary data has been analyzed using the statistical population including 134 listed firms in the Tehran Stock Exchange for the period of 2018 to 2019 by multivariate binary logistic regression method.

The results of the research showed that the narcissism of the CEO has a negative and significant relationship with the selection of a female auditor. Also, the loss report has a negative and significant relationship and the percentage of shares owned by the major shareholder has a positive and significant relationship with the probability of choosing a female auditor. Since female auditors have more accuracy and audit quality compared to male auditors, therefore, it can be said that the CEO's narcissism can be a measure to reduce the quality of financial reporting and audit quality.

Key Words: Auditor Choice, Narcissism, Audit Quality.

JEL Classification: M42, M43.

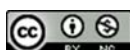
1. doi: 10.22034/JSE.2023.12101.2061

2. Ph.D. Student, Department of Accounting, Faculty of Management and Economics, Science and Research Branch, Islamic Azad University, Tehran, Iran.

3. Professor, Department of Accounting, Karaj Branch, Islamic Azad University, Karaj, Iran. (Corresponding Author). (dr.banimahd@gmail.com).

4. Professor, Department of Accounting, Faculty of Management and Economics, Science and Research Branch, Islamic Azad University, Tehran, Iran.

5. Associate Professor, Department of Accounting, Faculty of Management and Economics, Science and Research Branch, Islamic Azad University, Tehran, Iran.





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

فصلنامه بورس و اوراق بهادار، سال شانزدهم، شماره ۶۴، زمستان ۱۴۰۲، صص ۶۶-۴۵

نقش خودشیفتگی مدیر عامل صاحبکار در انتخاب حسابرسان زن^۱

نشمین لطفی جو^۲، بهمن بنی مهد^۳، هاشم نیکومرام^۴، حمیدرضا وکیلی فرد^۵

تاریخ دریافت: ۱۴۰۲/۰۴/۰۵

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۲/۰۸/۳۰

مقاله پژوهشی

چکیده

حسابرسان مستقل، در اعتباردهی به صورتهای مالی نقش ویژه‌ای دارند. انتخاب حسابرس مستقل، مهم‌ترین تصمیم سهامداران برای اعتباربخشی به صورتهای مالی است. عوامل مختلفی بر انتخاب حسابرس تاثیر می‌گذارند، از جمله این عوامل میتوان به ویژگی‌های روانشناختی مدیریت صاحبکار همانند خودشیفتگی مدیرعامل اشاره نمود. همچنین، با توجه به نقش مهم زنان در حرفه حسابرسی و نقش خودشیفتگی مردان در زن ستیزی و باورهای مردسالارانه، هدف این پژوهش بررسی نقش خودشیفتگی مدیرعامل صاحبکار در انتخاب حسابرس زن بوده است. پژوهش حاضر از نوع کاربردی و با رویکرد توصیفی-همبستگی انجام شده است و داده‌های لازم با استفاده از جامعه آماری شامل ۱۳۴ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای دوره زمانی ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۸ به روش رگرسیون چند متغیره لاجستیک باینری مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته اند. نتایج پژوهش نشان داد که خودشیفتگی مدیرعامل صاحبکار رابطه منفی و معنی داری با انتخاب حسابرس زن دارد. همچنین، گزارش زیان رابطه‌ای منفی و معنی دار و درصد سهام متعلق به سهامدار عمده رابطه‌ای مثبت و معنی دار با احتمال انتخاب حسابرس زن دارند. از آنجایی که زنان حسابرس در مقایسه با مردان حسابرس، دقت نظر و کیفیت حسابرسی بیشتری دارند. از این رو، می‌توان گفت که خودشیفتگی مدیرعامل می‌تواند معیاری برای کاهش کیفیت گزارشگری مالی و کیفیت حسابرسی باشد.

واژه های کلیدی: انتخاب حسابرس، خودشیفتگی، کیفیت حسابرسی.

طبقه بندی موضوعی: M42, M43.

doi: 10.22034/JSE.2023.12101.2061

۲. دانشجوی دکتری، گروه حسابداری، دانشکده مدیریت و اقتصاد، واحد علوم تحقیقات، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران. (nashminlotfiju@gmail.com).

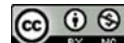
۳. استاد، گروه حسابداری، دانشکده مدیریت و حسابداری، واحد کرج، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران. (نویسنده مسئول). (dr.banimahd@gmail.com).

۴. استاد، گروه حسابداری، دانشکده مدیریت و اقتصاد، واحد علوم تحقیقات، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران. (nikoomaramh@srbiau.ac.ir).

۵. دانشیار، گروه حسابداری، دانشکده مدیریت و اقتصاد، واحد علوم تحقیقات، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران. (th-vakilifard@srbiau.ac.ir).

حق انتشار این مستند، متعلق به نویسندگان آن است. © ۱۴۰۲. ناشر این مقاله، سازمان بورس و اوراق بهادار است.

این مقاله تحت گواهی زیر منتشر شده و هر نوع استفاده غیرتجاری از آن مشروط بر استناد صحیح به مقاله و با



رعایت شرایط مندرج در آدرس زیر مجاز است.

Creative Commons Attribution-NonCommercial 4.0 International license

(https://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/)

مقدمه

انتخاب حسابرس یکی از موضوعات مهم در راستای کاهش تضاد منافع میان مدیران و سهامداران به منظور نظارت بر عملکرد مدیر می باشد. در چند دهه اخیر مطالعات متعددی در زمینه انتخاب حسابرس انجام شده است. هر کدام از این مطالعات به نتایج مختلفی دست یافته‌اند. برخی از شواهد نشان می‌دهند که ویژگی‌های صاحبکار مانند اندازه، سودآوری، ریسک مالی، نوع مالکیت، استقلال هیئت مدیره، اندازه هیئت مدیره، ارتباطات سیاسی، کیفیت اطلاعات صورت‌های مالی و ... بر انتخاب حسابرس تاثیرگذار هستند (بنی مهد و جعفری معافی، ۱۳۹۲، ۸۵؛ تامرادی و همکاران، ۱۳۹۷، ۵؛ حاجیها و تقیان، ۱۳۹۷، ۱۵۴؛ نمازی و سعیدی، ۱۳۹۳، ۱۱). آن چه که از شواهد موجود در بازار حسابرسی کشور می‌توان مشاهده کرد، آن است که هم چنان خلاءهای پژوهشی در این بازار درباره انتخاب حسابرس وجود دارد. یکی از آن خلاءها که تاکنون مورد توجه پژوهشگران قرار نگرفته است، نقش ویژگی‌های روانشناختی مدیریت صاحبکار در انتخاب حسابرس به ویژه انتخاب حسابرس زن است.

بیش از دو دهه از تشکیل جامعه حسابداران رسمی کشور می‌گذرد و مشاهدات بیانگر آن است هرچند زنان در مقایسه با دوران قبل از انقلاب اسلامی، از نظر حرفه‌ای رشد چشمگیری در حرفه حسابرسی داشته‌اند. اما تنها در حدود پنج درصد از اعضای جامعه حسابداران رسمی را تشکیل می‌دهند (محمدی، ۱۳۹۹، ۵۵). از طرف دیگر، مطالعات در حوزه پژوهش‌های رفتاری در حسابداری نشان می‌دهند ویژگی‌های فردی و روانشناختی مدیران ارشد شرکت تاثیر با اهمیتی بر تصمیم‌گیری‌ها و انتخاب‌های شرکت می‌گذارد. به عنوان نمونه، مدیران بیش اعتماد، حسابرسان متخصص صنعت را به عنوان حسابرس انتخاب نمی‌کنند، زیرا این دسته از حسابرسان به دلیل آشنایی با صنعت صاحبکار، توانایی بیشتری در کشف اشتباهات و تحریفات صاحبکار دارند (دالمن و همکاران^۱، ۲۰۱۵). مطالعات حسابرسی درباره خودشیفتگی مدیران صاحبکار نیز بیانگر آن است ریسک حسابرسی در شرکت‌هایی که مدیران خودشیفته دارند، بالا بوده و در نتیجه حق الزحمه حسابرسی نیز به تناسب افزایش خود شیفتگی در مدیران شرکت، افزایش خواهد یافت (جاد و همکاران^۲، ۲۰۱۷). هم چنین مستندات گواه این ادعا است که مدیران عامل خود شیفته برای کتمان کیفیت پایین صورت‌های مالی، از حسابرسان با کیفیت پایین استفاده می‌کنند (کانکرو و همکاران^۳، ۲۰۲۲). پژوهش‌های انجام شده در کشور نیز نشان

1. Duellman et al

2. Judd et al

3. Kuncoro et al

می دهند خودشیفتگی مدیران شرکت ها، بر انتخاب استراتژی ها و رویه های حسابداری تاثیر گذار است (نمازی و همکاران، ۱۳۹۶، ۴۱؛ بذرافشان و همکاران، ۱۳۹۷، ۴۶۰). با توجه به این که زنان بار عمده چالش های ناشی از توسعه اقتصادی، اجتماعی و زیست محیطی را در جوامع در حال توسعه تحمل می کنند و حسابداری نیز با حمایت از سرمایه داری بازار و ثروت سهامداران در تداوم این نابرابری ها و چالش ها دخیل است (هینس^۱، ۲۰۱۷) و با توجه به این که جامعه ایران، یک جامعه جنسیت زده است، و در مقایسه با مردان، صفاتی که به زنان نسبت داده می شود، برای آنان مناسب نبوده و نقش های حرفه ای واقعی زنان را بازتاب نمی دهد (معینان، ۱۳۹۶، ۱۶۹)، از این رو، این پژوهش به دنبال پاسخ به این پرسش است که تا چه اندازه خودشیفتگی مدیران عامل شرکت ها می تواند بر تصورات کلیشه ای آنان در انتخاب زنان به عنوان حسابرس شرکت اثر گذار باشد؟ بنابراین هدف این پژوهش در درجه اول بسط و گسترش مبانی نظری مطالعات در حوزه حسابداری و حسابرسی رفتاری و در درجه دوم شناسایی نقش ویژگی های روانشناختی مدیران عامل شرکت ها در انتخاب جنسیت حسابرس است. به نظر نویسندگان این مقاله، از آنجایی که نقش زنان در حرفه حسابرسی کشور، نقشی با اهمیت و رو به رشد در توسعه حرفه حسابرسی است، نتایج و یافته های این پژوهش می تواند دستاوردهایی به شرح زیر به همراه داشته باشد:

اول این که یافته های این پژوهش موجب بسط و گسترش مبانی نظری پژوهش های مرتبط با انتخاب حسابرس می شود. دوم آن که پژوهش حاضر می تواند خوانندگان این مقاله را از نقش خودشیفتگی مدیران ارشد صاحبکار و تصورات کلیشه ای آن از نقش زنان در حرفه حسابرسی آگاه کند. در نهایت نیز نتایج این مقاله می تواند اطلاعات سودمندی را در اختیار قانون گذاران و سیاست گذاران حرفه حسابرسی درباره اثرات ویژگی های روانشناختی مدیران ارشد شرکت ها در انتخاب جنسیت حسابرس قرار دهد. ادامه مقاله به مبانی نظری، روش شناسی پژوهش و یافته ها و نتیجه گیری اختصاص دارد.

نظریه سطوح بالا^۲

طبق این نظریه، ویژگی های فردی مدیران ارشد بر تصمیمات و انتخاب های سازمانی تاثیر گذار هستند. زیرا این ویژگی ها با بنیان های شناختی، ارزش ها و ادراکات افراد در ارتباط

1. Haynes

2. Upper Echelons Theory

است و همه این موارد می‌توانند بر تصمیم‌گیری مدیران مرتبط باشند. به عبارت دیگر، ویژگی‌های فردی و روانشناختی مدیران در کنار ویژگی‌های سازمانی و متغیرهای محیطی در تصمیم‌گیری آنها نقش اساسی دارند (مسن و همبریک^۱، ۱۹۸۴ و همبریک، ۲۰۰۷). تفاوت در شخصیت مدیر عامل و مدیر مالی می‌تواند عاملی برای افزایش ریسک شرکت و در نتیجه عاملی برای افزایش حق الزحمه حسابرسی باشد (باون و همکاران^۲، ۲۰۱۹). تاکنون پژوهش‌های مختلفی در حسابداری و مدیریت، تأثیر خودشیفتگی مدیر عامل بر تصمیمات شرکت را تایید کرده‌اند (اولسن اسکلبِرگ^۳، ۲۰۱۶ و ژو و چن^۴، ۲۰۱۵). بر اساس نظریه سطوح بالا، تجربه کاری در حرفه حسابداری، جنسیت، سن و تحصیلات مدیر عامل تأثیر معنی داری بر انتخاب موسسات حسابرسی بزرگ دارند (چنگ و لانگ^۵، ۲۰۱۱). همچنین بر اساس این نظریه، ضعف‌های کنترل داخلی در شرکت‌هایی که مدیران عامل خودشیفته دارند، بیشتر از سایر شرکت‌ها است (جاد و همکاران^۶، ۲۰۱۷). بنابراین حساب‌رسان خواهان حق الزحمه حسابرسی بالاتری از این شرکت‌ها هستند. هام و همکاران طی پژوهشی نشان دادند که مدیران عامل خودشیفته بیش از حد در پروژه‌های ریسک‌پذیر سرمایه‌گذاری می‌کنند و معمولاً سود کمتری را میان سهامداران تقسیم می‌کنند (هام و همکاران^۷، ۲۰۱۷). برخی از پژوهشگران نیز بر این نکته تأکید دارند که مدیران عامل خودشیفته معمولاً در برابر عملکرد خود پاسخگو نیستند (چاترجی و همبریک^۸، ۲۰۱۱). هم چنین نمازی و همکاران (۱۳۹۶، ۴۸) نشان دادند با تغییر میزان خودشیفتگی در بین مدیران، نوع استراتژی مورد استفاده شرکت از سوی آنان تغییر پیدا خواهد کرد. نتیجه پژوهش آن‌ها بیانگر آن بود که مدیران خودشیفته بیشتر استراتژی‌های جسورانه انتخاب می‌کنند.

خودشیفتگی مردان و زن ستیزی

خودشیفتگی یک ویژگی شخصیتی است که با احساس خودبزرگ بینی، تکبر، استئمار، غرور و عدم همدلی همراه است. بیشتر میل به موفقیت، کسب قدرت و کسب موقعیت شغلی و

1. Mason and Hambrick
2. Bowen et al
3. Olsen Stekelberg
4. Zhu and Chen
5. Cheng and Leung
6. Judd et al
7. Ham et al
8. Chatterjee and Hambrick

اجرائی بالا در افراد خودشیفته بالا است. صفات خودشیفتگی مانند اقتدار طلبی، خود تحسینی، برتری طلبی، نگرش های تکبر آمیز و خودخواهانه در مردان بیشتر از زنان است. این موضوع باعث می شود تا مردان خودشیفته، همواره خود را برتر از زنان بدانند و نگرش منفی نسبت به عملکرد زنان داشته باشند. در جوامع مردسالار، فرهنگ مردسالاری می تواند این نگرش را در مردان خودشیفته تقویت کند (حمزوی و قربانی، ۱۳۸۶، ۵۸).

جامعه ایران همانند دیگر کشورهای خاورمیانه یک جامعه مردسالار است. محدودیت های فرهنگی در بکار گماردن زنان در اداره امور در جوامع مردسالار از جمله ایران را نمی توان کتمان کرد. مردان سهم زیادی از قدرت سیاسی، اقتصادی و اجتماعی را در اختیار دارند و از قدرت خود به اشکال مختلف برای تسلط بر زنان استفاده می کنند. از این رو، نابرابری جنسیتی در کشورهای مرد سالار بالا است (مول و همکاران^۱، ۲۰۲۱). از طرف دیگر شواهد نشان می دهد نزدیک به صد درصد مدیران عامل شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مرد هستند. مطالعات در حوزه روانشناسی نشان می دهد که دیدگاه افراد نسبت به دیگران، تاثیر چشمگیری بر تصمیمات و قضاوت افراد در تنظیم روابط دارد (روجرز و همکاران^۲، ۲۰۱۷). بیشتر مردان خودشیفته، زن ستیز بوده و این مردان، بر پایه سنت های ملی و مذهبی نقش زنان در جامعه را تضعیف و همواره سعی دارند تا با اتخاذ سیاست های زن ستیز، موقعیت خود را تثبیت کنند (نایاک و تبسم^۳، ۲۰۲۱). آن ها اعتقاد به سلطه جویی مردسالارانه دارند و باورهای تحقیر آمیزی درباره زنان از خود را نشان داده و مرد را جنس برتر می دانند که باید قدرت را در اختیار داشته باشد. از این رو، می توان گفت خودشیفتگی مردان شاید با تبعیض جنسیتی در ارتباط است. کوینگ معتقد است مردان درباره نقش زنان در جامعه باورهای تبعیض آمیزی دارند و هنجارهای جنسیتی را بیشتر از زنان نقض می کنند. به عقیده او دلیل این موضوع آن است که مردان باید به طور علنی و مکرر قدرت خود را برای مردانگی خود ثابت کنند، زیرا مردانگی یک موقعیت اجتماعی برای آنان محسوب می شود. به باور این گروه از مردان، حمایت از زنان می تواند موقعیت آنان را به عنوان یک مرد کاهش دهد و در نتیجه از زنان و رفتارهای زنانه دوری می کنند (کوینگ^۴، ۲۰۱۸).

-
1. Mole et al
 2. Rogers et al
 3. Nayak and Tabassum
 4. Koenig

پیشینه پژوهش

پژوهشگران طی پژوهشی در ویتنام عوامل تعیین کننده انتخاب چهار موسسه برتر حسابرسی در این کشور را اندازه شرکت، رشد شرکت و نسبت اهرمی تشخیص دادند (سو و همکاران^۱، ۲۰۲۲). کانکورو و همکاران (۲۰۲۲) طی پژوهشی در اندونزی نشان دادند خودشیفتگی مدیر عامل تاثیر با اهمیت و منفی در انتخاب چهار موسسه برتر حسابرسی دارد. آن‌ها به این نتیجه رسیدند که هر گاه حسابرس شرکت، یکی از چهار موسسه برتر حسابرسی باشد در آن صورت کیفیت صورت های مالی نیز افزایش می یابد و انتخاب حسابرس می تواند عاملی تعدیل کننده در رابطه میان خودشیفتگی مدیرعامل و کیفیت گزارشگری مالی باشد. بهیانی (۲۰۲۲) طی یک بررسی در ایران دریافت با افزایش هزینه های نمایندگی، شرکت ها حسابرس خود را از میان موسسات حسابرسی با کیفیت پایین انتخاب می کنند. او هم چنین نشان داد هر چه حضور اعضای هیئت مدیره با تخصص مالی بیشتر باشد، احتمال انتخاب موسسات حسابرسی با کیفیت بالاتر نیز افزایش می یابد. اما، یافته های او اثر تعدیل کننده کنترل های داخلی بر رابطه بین هزینه های نمایندگی و انتخاب حسابرس را تایید نکرد. پژوهشگران طی پژوهشی در چین نشان دادند شرکت هایی که مدیران مالی خودشیفته دارند، کمابیش به دنبال موسسات حسابرسی دارای شهرت بالا هستند و در نتیجه حق الزحمه حسابرسی بیشتری را نیز پرداخت می کنند (شینگ و سانگ^۲، ۲۰۲۱). دایاتیس و الامر^۳ (۲۰۲۱) نشان دادند شرکای حسابرسی زن معمولاً توسط شرکت های بورسی بزرگ به عنوان حسابرس کمتر انتخاب می شوند. همچنین آنها در پژوهشی در مصر دریافتند که اندازه هیئت مدیره، مالکیت نهادی و سهامدار خارجی رابطه ای مثبت و معنی دار با انتخاب چهار موسسه برتر حسابرسی دارد. آن ها هم چنین به این نتیجه رسیدند که با افزایش قدرت مدیر عامل و هم چنین کاهش اندازه هیئت مدیره و کاهش سهامدار خارجی، انتخاب چهار موسسه حسابرسی برتر نیز به عنوان حسابرس کاهش می یابد. دانگ^۴ و همکاران (۲۰۲۱) بر اساس نمونه ای از شرکت های چینی عقیده دارند در شرکت هایی که انحراف از شیوه نامه های صنعت وجود دارد، با افزایش تشدید تضاد نمایندگی میان سهامداران و مدیران احتمال انتخاب چهار موسسه حسابرسی برتر کاهش می یابد.

1. Thu et al

2. Xiang and Song

3. El-Dyasty and Elame

4. Don

هان^۱ و همکاران (۲۰۲۱) در بررسی مسئولیت پذیری اجتماعی شرکت بر انتخاب حسابرس نشان دادند که با افزایش مسئولیت پذیری اجتماعی شرکت‌ها احتمال انتخاب موسسات حسابرسی با کیفیت افزایش می‌یابد. جورج^۲ و همکاران (۲۰۲۰) طی شواهدی از بریتانیا دریافتند که رعایت نظام راهبری خوب توسط شرکت‌ها، تاثیر با اهمیتی بر انتخاب چهار موسسه حسابرسی برتر ندارد. کیم^۳ و همکاران (۲۰۱۹) نشان دادند هرگاه سهامدار نهادی خارجی در ترکیب سهامداران شرکت‌ها بالا باشد، این گروه از شرکت‌ها به طور عمده چهار موسسه برتر حسابرسی را به عنوان حسابرس خود انتخاب می‌کنند. آن‌ها هم چنین دریافتند در کشورهایی که عدم تقارن اطلاعاتی بالا است معمولاً از خدمات حسابرسی موسسات بزرگ استفاده نمی‌کنند. زندی^۴ و همکاران (۲۰۱۹) در پژوهش خود در پاکستان به این نکته اشاره دارند که انتخاب یکی از چهار موسسه برتر حسابرسی به عنوان حسابرس شرکت می‌تواند باعث ارتقای کیفیت گزارشگری مالی شود. به عبارت دیگر، با افزایش مدیریت سود توسط شرکت‌ها، احتمال انتخاب چهار موسسه برتر حسابرسی نیز کاهش می‌یابد. فادالی^۵ (۲۰۱۸) در بررسی متغیرهای اثرگذار بر انتخاب حسابرس دریافت که شهرت، حق الزحمه حسابرسی، نزدیکی جغرافیایی و ارتباط مؤسسه حسابرسی با سرمایه گذاران، از جمله عوامل موثر در انتخاب حسابرس هستند. الفریح^۶ (۲۰۱۷) عوامل تعیین کننده انتخاب چهار موسسه برتر حسابرسی توسط شرکت‌های پذیرفته شده در بورس کویت را شامل اندازه، تنوع جنسیتی، استقلال هیئت مدیره می‌داند. او هم چنین نشان داد با افزایش قدرت مدیرعامل احتمال انتخاب موسسات بزرگ حسابرسی کاهش می‌یابد. حق^۷ و همکاران (۲۰۱۵) در یک پژوهش در سطح کشورهای مختلف نشان دادند در کشورهایی که از نظر اخلاق شرکتی در رتبه‌های بالا قرار دارند، شرکت‌ها به طور عمده چهار موسسه برتر حسابرسی را به عنوان حسابرس خود انتخاب می‌کنند. آن‌ها هم چنین دریافتند محیط اخلاقی کشور بر رابطه میان اندازه هیئت مدیره و انتخاب حسابرس با کیفیت تاثیر معنی داری دارد. به عقیده دوئلمن^۸ و همکاران (۲۰۱۵) حسابرسان متخصص صنعت، به دلیل آشنایی با صنعت

-
1. Han
 2. Gerged
 3. Kim
 4. Zandi
 5. Fadaly
 6. Alfraih
 7. Houqe
 8. Duellman

صاحبکار، خدمات حسابرسی با کیفیت تری در مقایسه با سایر حسابرسان ارائه می‌دهند و توانایی بیشتری در کشف اشتباهات و تحریفات صاحبکار دارند. آن‌ها نتیجه‌گیری می‌کنند مدیران عاملی که بیش اطمینانی بالایی دارند تمایل کمتری به انتخاب حسابرس متخصص صنعت دارند. زیرا حسابرسان متخصص صنعت می‌توانند رویه‌های حسابداری غیرمحافظه‌کارانه این دسته از مدیران را به راحتی کشف و گزارش کنند. بنی‌مهد و وفایی (۲۰۱۲) نشان دادند که متغیرهای اندازه شرکت، سودآوری، مالکیت دولتی صاحبکار و نوع گزارش حسابرسی سال قبل، از جمله عواملی هستند که بر انتخاب سازمان حسابرسی به عنوان حسابرس تأثیر می‌گذارند.

چن^۱ و همکاران (۲۰۱۳) استدلال می‌کنند که انتخاب حسابرس در شرکت‌های خانوادگی بستگی به ویژگی‌های شخصی مدیرعامل دارد. کیم^۲ و همکاران (۲۰۰۳) دریافتند شرکت‌هایی که قصد دارند تا با انتخاب رویه‌های حسابداری سود را بیش نمای کنند، آن‌ها به دنبال موسسات حسابرسی با کیفیت بالا نیستند. پژوهشگران بر اساس نظریه همسویی منافع میان مدیریت و حسابرس، نشان دادند در مواقعی که میان حسابرس و مدیریت صاحبکار، توافقی در زمینه اظهار حسابرسی وجود نداشته باشد، در آن صورت مدیریت، حسابرس خود را تغییر می‌دهد تا با این تغییر، اظهار نظر حسابرس نیز بهبود یابد (مشهدی و همکاران، ۱۴۰۱، ۲۰۱). یافته‌های پژوهش (بزرگ اصل و همکاران، ۱۴۰۰، ۵۳۸) نشان می‌دهد رابطه مثبت و معنادار بین خودشیفتگی مدیرعامل و ریسک تقلب در گزارشگری مالی وجود دارد. هم چنین نتایج پژوهش پژوهشگران دیگر بیانگر اثر تعدیل‌کننده تلاش حسابرسان، تخصص حسابرسان و رئیس کمیته حسابرسی در رابطه بین خودشیفتگی مدیرعامل و ریسک تقلب در گزارشگری مالی است. دریافتند رابطه معنی‌دار و مستقیم بین مدت زمان دوره جستجوی حسابرس و انتخاب حسابرس جدید وجود دارد. آن‌ها هم چنین رابطه‌ای مثبت و معنی‌داری میان مدت زمان دوره جستجوی حسابرس جدید و حق الزحمه حسابرس جدید را نشان دادند (عارف منش و میرحاجی طرزجانی، ۱۴۰۰، ۱۹۸). انگیزه‌های صاحبکار، الزامات قانونی، ارتباطات اجتماعی میان صاحبکار و حسابرس و هم چنین حق الزحمه حسابرسی از جمله عوامل مهم در انتخاب حسابرس محسوب می‌شوند (مرادی و یحیایی، ۱۳۹۹، ۲۶۲). یافته‌های پژوهش (تامرادی و همکاران، ۱۳۹۷، ۱۰) بیانگر آن است که انتخاب حسابرس بر شفافیت اطلاعات حسابداری تأثیر مثبت

1. Chen

2. Kim

دارد. افزون بر این، ارتباطات سیاسی اندازه گیری شده از طریق وجوه پرداختی به دولت، بر رابطه بین انتخاب حسابرس و شفافیت اطلاعات حسابداری تأثیر منفی می گذارد و ارتباطات سیاسی اندازه گیری شده از طریق مالکیت دولتی، بر رابطه بین انتخاب حسابرس و شفافیت اطلاعات حسابداری تأثیر مثبت دارد. هم چنین نتایج پژوهش (حاجیها و تقیان، ۱۳۹۷، ۱۶۵) نشان می دهد که اندازه و استقلال هیئت مدیره تأثیر مثبت و معناداری بر انتخاب حسابرسان متخصص در صنعت دارد. اما دوگانگی وظایف مدیر عامل اثر معناداری بر انتخاب حسابرسان متخصص در صنعت ندارد. همچنین نتایج نشان داد که اندازه هیات مدیره و استقلال هیات مدیره اثر مثبت و معناداری بر انتخاب حسابرسان بزرگ دارد، اما دوگانگی وظایف مدیر عامل اثر معناداری بر انتخاب حسابرسان بزرگ ندارد. یافته های پژوهش (نمازی و سعیدی، ۱۳۹۳، ۲۲) در بررسی ویژگی های هیئت مدیره از جمله درصد اعضای غیرموظف، سطح تحصیلات، استقلال هیئت مدیره و تغییر در اعضای هیئت مدیره را در انتخاب حسابرس نشان داد که فقط مدرک تحصیلی اعضای هیئت مدیره با انتخاب حسابرس رابطه معنی داری دارد. یافته های پژوهش (بنی مهد و جعفری معافی، ۱۳۹۲، ۹۴) نشان داد که اندازه صاحبکار، تغییر مدیریت و کیفیت اقلام تعهدی بر انتخاب موسسات بزرگ حسابرسی به عنوان حسابرس اثر گذار است. اما رابطه معنی داری بین نسبت اهرمی، سودآوری و گزارش زیان توسط صاحبکار با انتخاب موسسات بزرگ حسابرسی وجود ندارد. نتایج پژوهش (نیکومرام و احمدزاده، ۱۳۹۲، ۱۵۲) نشان می دهد که کیفیت اطلاعات حسابداری، اندازه شرکت و نوع مالکیت از مهم ترین عوامل موثر در انتخاب موسسات بزرگ حسابرسی هستند. شواهد پژوهش آن ها تایید می نماید که خصوصی سازی و رقابت در بازار حسابرسی کشور، موجب کاهش کیفیت حسابرسی در موسسات بزرگ حسابرسی شده است.

فرضیه پژوهش

بر اساس مبانی نظری پژوهش از جمله نظریه سطوح بالا که ویژگی های فردی و روانشناختی مدیران را عاملی برای انتخاب استراتژی شرکت و انتخاب رویه های حسابداری می داند. هم چنین نقش خودشیفتگی مردان در زن ستیزی و باورهای مردسالارانه، سلطه جویانه، تحقیر آمیز و عدم حمایت از زنان (تبسم و نایاک، ۲۰۲۱). فرضیه پژوهش به صورت زیر تدوین می شود:

با افزایش خودشیفتگی مدیرعامل صاحبکار، احتمال انتخاب حسابرس زن به طور معنی‌داری کاهش می‌یابد.

روش شناسی پژوهش

پژوهش حاضر با توجه به ماهیت آن، از نوع پژوهش کاربردی و از نظر روش در زمره پژوهش‌های توصیفی-همبستگی می‌باشد. مبانی نظری و داده‌های پژوهش از طریق مطالعات کتابخانه‌ای انجام شده است. از آنجایی که این پژوهش در یک محیط واقعی یعنی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران انجام شده است، این پژوهش یک مطالعه میدانی نیز محسوب می‌شود. آزمون فرضیه‌های پژوهش بر اساس رگرسیون لاجستیک باینری به کمک نرم افزار SPSS شماره ۲۶ انجام شده است. جامعه آماری این پژوهش، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران است. دوره زمانی پژوهش یک دوره ده ساله بین سالهای ۱۳۸۹ لغایت ۱۳۹۸ می‌باشد. تعداد ۱۳۴ شرکت و در نهایت ۱۳۴۰ سال شرکت مشاهده به عنوان داده گزارش‌های مالی سالیانه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران به روش غربالگری جمع‌آوری و مورد آزمون قرار گرفته‌اند. جدول ۱ چگونگی انتخاب نمونه آماری پژوهش را نشان می‌دهد:

جدول ۱. تعیین نمونه آماری

تعداد شرکت‌ها	شرح
۴۵۸	کل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار و فرابورس در سال ۱۳۹۸
(۱۲۴)	شرکت‌هایی که پایان سال مالی آن‌ها ۲۹ اسفند نیست
(۷۲)	شرکت‌های بیمه، سرمایه‌گذاری و هلدینگ و بانک‌ها
(۳۵)	شرکت‌هایی که طی دوره پژوهش به بورس وارد شده‌اند
(۳۷)	شرکت‌هایی که در دوره زمانی پژوهش از بورس حذف شده‌اند (توقف نماد)
(۵۶)	شرکت‌هایی که اطلاعات آنها در دوره زمانی پژوهش در دسترس نبوده است
۱۳۴	تعداد نمونه آماری

مدل پژوهش به منظور آزمون رابطه میان خودشیفتگی مدیرعامل و انتخاب حسابرس زن به صورت رابطه شماره ۱ نوشته می‌شود:

$$\text{WoAud}_{it} = a_0 + a_1 \text{Narcissism}_{it} + a_2 \text{Size}_{it} + a_3 \text{Lev}_{it} + a_4 \text{RoA}_{it} + a_5 \text{Loss}_{it} + a_6 \text{OE}_{it} + a_7 \text{BE}_{it} + a_8 \text{EM}_{it} + a_9 \text{PMC}_{it} + a_{10} \text{Industry}_{it} + \varepsilon$$

رابطه
شماره ۱

که در آن :

WoAud_{it} = در این پژوهش انتخاب حسابرس زن می باشد. این متغیر یک متغیر مصنوعی با مقدار یک و صفر است. هرگاه حسابرس شرکتی زن باشد مقدار آن یک و در غیر آن صورت صفر در نظر گرفته می شود.

Narcissism = خودشیفتگی مدیرعامل شرکت مورد رسیدگی حسابرس است. این متغیر بر اساس اندازه امضای مدیرعامل اندازه گیری می شود. امضای مدیرعامل از صفحه اول صورتهای مالی استخراج شده است. در اطراف هر امضا مستطیلی کشیده شد و مساحت آن بر اساس نرم افزار Image J اندازه گیری و سپس از مساحت هر امضاء لگاریتم طبیعی گرفته شد. در علم روانشناسی افرادی که خود را مهم می پندارند و خودشیفته، مغرور، متکبر و به دنبال تسلط بر دیگران هستند، معمولاً امضای آن ها اندازه بزرگی دارد. در پژوهش های روانشناسی ابتدا از طریق پرسشنامه سطح خودشیفتگی افراد اندازه گیری و سپس همبستگی آن با اندازه امضای افراد مورد مطالعه، مورد بررسی قرار گرفت. نتایج این مطالعات نشان دادند که همبستگی معنی دار و شدیدی میان اندازه امضاء و سطح خودشیفتگی افراد وجود دارد. به عقیده روانشناسان، افرادی که امضای بزرگ تر و یا امضای خاصی دارند به دنبال آن هستند تا خود را متمایز از دیگران نشان دهند. بنابراین امضاء می تواند نشانه ای از نوع شخصیت فرد باشد (مورلاو و ویجناف^۱، ۱۹۷۳ و جورجنسون^۲، ۱۹۷۷). در پژوهش های حسابداری و حسابرسی نیز از امضای مدیران و حسابرسان به عنوان نشانه ای از خودشیفتگی استفاده شده است (شینگ و سانگ، ۲۰۲۱ و هام و همکاران، ۲۰۱۸ و چو و همکاران، بذرافشان و همکاران، ۱۳۹۷، ۴۵۹).

Size = اندازه شرکت مورد رسیدگی حسابرس، که از طریق لگاریتم طبیعی جمع دارایی ها اندازه گیری می شود.

Lev = ریسک مالی شرکت مورد رسیدگی حسابرس، عبارت است از نسبت جمع بدهی ها به جمع دارایی ها

1. Zweigenhaft Marlowe

2. Jorgenson

Roa = نسبت سود آوری شرکت مورد رسیدگی حسابرس، عبارت است از نسبت سودخالص به جمع دارایی ها

$Loss$ = زیان گزارش شده توسط شرکت مورد رسیدگی حسابرس، یک متغیر مصنوعی با مقدار یک و صفر است. اگر شرکت در سال جاری زیان گزارش کرده، مقدار آن یک و در غیر این صورت صفر در نظر گرفته می شود.

OE = مالکیت سهامدار عمده عبارت است از درصد سهام متعلق به سهامدار عمده در ترکیب سهامداران شرکت مورد رسیدگی حسابرس

BE = استقلال هیئت مدیره شرکت مورد رسیدگی حسابرس، عبارت است از درصد هیئت مدیره غیرموظف به کل اعضای هیئت مدیره

EM = مدیریت سود که از طریق مدل کوتاری و همکاران (۲۰۰۵) اندازه گیری شده است. این مدل در رابطه شماره ۲ نشان داده شده است:

$$\text{رابطه شماره ۲} \quad Accruals_{it} / TA_{it-1} = a_0 + a_1 1/TA_{it-1} + a_2 (\Delta Sale_{it} - \Delta Rec_{it}) / TA_{it-1} + a_3 PPE_{it} / TA_{it-1} + a_4 Roa_{it} + \varepsilon$$

متغیرهای این رابطه به صورت معرفی می شوند:

$Accruals$ = ارقام تعهدی است که از تفاوت میان سود خالص و جریان نقد عملیاتی به دست می آید.

$$TA_{it-1} = \text{جمع دارایی ها در اول دوره}$$

$$\Delta Sale_{it} = \text{تغییرات فروش سال جاری نسبت به سال قبل}$$

$$\Delta Rec_{it} = \text{تغییرات حسابهای دریافتنی تجاری سال جاری نسبت به سال قبل}$$

$$PPE_{it} = \text{جمع دارایی های ثابت مشهود}$$

در رابطه شماره ۲ خطای مدل (ε) به تفکیک هر صنعت محاسبه می شود که نشان دهنده مدیریت سود است.

PMC_{it} = عبارت است از توان رقابتی شرکت مورد رسیدگی حسابرس که از نسبت فروش هر شرکت در هر سال به جمع فروش صنعت در هر سال اندازه گیری می شود.

$Industry_{it}$ = صنعتی که شرکت در آن فعالیت می کند که مقدار یک و صفر نشان داده می شود.

در این پژوهش بر اساس مطالعات قبلی (بنی مهد و معافی، ۱۳۹۲، ۸۹، مرادی و یحیایی، ۱۳۹۹، ۲۶۵) متغیرهای اندازه شرکت، نسبت اهرمی، نسبت سودآوری، گزارش زیان، درصد سهام متعلق به سهامدار عمده، استقلال هیئت مدیره، مدیریت سود و توان رقابتی به عنوان متغیرهای کنترل در نظر گرفته شده است. در این پژوهش، به دلیل آن که خود همبستگی شدید میان اندازه شرکت و حق الزحمه حسابرسی وجود داشت، حق الزحمه حسابرسی به عنوان متغیر کنترل در نظر گرفته نشده است.

یافته های پژوهش

آمار توصیفی

آمار توصیفی داده های پژوهش در جدول ۲ ارائه شده است. این جدول میانگین و میانه متغیرهای کمی پژوهش را نشان می دهد. نزدیک بودن میانه و میانگین متغیرها نشان دهنده نرمال بودن متغیرها است. هم چنین جدول ۳ نشان می دهد که در حدود ۶ درصد از مشاهدات حسابرس خود را از میان زنان انتخاب کرده اند. شرکت هایی که زیان گزارش نموده اند نیز در حدود ۱۵ درصد مشاهدات است.

جدول ۲. آمار توصیفی

	خودشیفتگی مدیر عامل	اندازه شرکت	ریسک مالی	نسبت سودآوری	مالکیت سهامدار عمده	استقلال هیئت مدیره	مدیریت سود	توان رقابتی
میانگین	۹/۹	۱۴/۶۸	۰/۴۱۴	۰/۰۷۰	۰/۶۹	۰/۲۳۹	-۰/۰۰۱۸	۰/۰۹۶
میانه	۹/۹۲	۱۴/۵۴	۰/۳۶۴	۰/۰۴۶	۰/۵۵	۰/۲۱۱	-۰/۰۰۳۵	۰/۰۴۹
انحراف معیار	۰/۶۷۶	۱/۳۱۹	۰/۲۳۸	۰/۱۶۹	۰/۲۱۹	۰/۳۳۱	۰/۱۱۶	۰/۱۴۰
حداقل	۷/۵۷	۱۱/۵۷	۰/۰۰۰	-۱/۸۹۴	۰/۲۵	۰/۲۳۲	-۰/۴۳۷	۰/۰۰۰۸
حداکثر	۱۳/۲۱	۲۰/۴۲	۰/۹۰۹	۱/۶۰۴	۱	۱	۰/۴۸۲	۰/۹۳۷

جدول ۳. ادامه آمار توصیفی

سال	تعداد حسابرس مرد	تعداد حسابرس زن	تعداد شرکت‌های زیان ده
۱۳۸۹	۱۲۲	۱۲	۱۷
۱۳۹۰	۱۲۶	۸	۲۵
۱۳۹۱	۱۲۸	۶	۲۲
۱۳۹۲	۱۲۹	۵	۲۳
۱۳۹۳	۱۲۷	۷	۲۲
۱۳۹۴	۱۲۵	۹	۱۷
۱۳۹۵	۱۲۷	۷	۱۷
۱۳۹۶	۱۲۸	۶	۲۳
۱۳۹۷	۱۲۷	۷	۱۷
۱۳۹۸	۱۲۷	۷	۲۰
جمع	۱۲۶۶	۷۴	۲۰۳

آزمون فرضیه پژوهش

قبل از آزمون فرضیه پژوهش، همبستگی میان متغیرهای توضیحی مدل مورد بررسی قرار می‌گیرد. جدول ۴ و همبستگی میان متغیرهای توضیحی مدل پژوهش را نشان می‌دهد. نتایج جدول یادشده بیانگر آن است که بیشترین همبستگی معنی دار میان اندازه شرکت و توان رقابتی برابر ۴۳ درصد است. از آنجایی که این مقدار کمتر از ۵۰ درصد می باشد، می‌توان گفت که همبستگی حاد میان متغیرهای پژوهش وجود ندارد.

جدول ۴. همبستگی میان متغیرها

	خودشیفتگی مدیر عامل	اندازه شرکت	ریسک مالی	نسبت سودآوری	گزارش زیان	مالکیت سهامدار عمده	استقلال هیئت مدیره	مدیریت سود	توان رقابتی
خودشیفتگی مدیر عامل	۱	-۰/۰۱۶	-۰/۰۰۲	-۰/۰۴۷	-۰/۰۲۱	-۰/۰۱۰	۰/۰۰۷	۰/۰۲۱	۰/۰۳۴
اندازه شرکت		۱	-۰/۰۲۴	-۰/۰۲۹	-۰/۰۰۹	-۰/۰۵۰	۰/۰۳۶	۰/۰۵۳*	۰/۴۳۵*
ریسک مالی			۱	-۰/۱۷۸	۰/۲۶۸	۰/۰۰۸	۰/۰۱۷*	-۰/۰۶۴*	۰/۱۷۴*

توان رقابتی	مدیریت سود	استقلال هیئت مدیره	مالکیت سهامدار عمده	گزارش زیان	نسبت سودآوری	ریسک مالی	اندازه شرکت	خودشیفتگی مدیر عامل	
۰/۱۴۶*	۰/۱۴۲*	-۰/۰۱۰	۰/۰۰۲	-۰/۴۰۳	۱				نسبت سودآوری
-۰/۰۶۷*	-۰/۱۰۴*	-۰/۰۱۸	-۰/۰۳۶	۱					گزارش زیان
-۰/۰۵۳*	-۰/۰۶۶*	۰/۰۰۳	۱						مالکیت سهامدار عمده
-۰/۰۰۹	-۰/۰۰۶	۱							استقلال هیئت مدیره
۰/۰۷۴*	۱								مدیریت سود
۱									توان رقابتی
*معنی دار در سطح ۹۵ درصد **معنی دار در سطح ۹۰ درصد									

آزمون فرضیه پژوهش بر اساس رگرسیون چند متغیره لاجستیک باینری انجام شده است. جدول ۵ نتایج آزمون یادشده را نشان می دهد. مطابق نتایج این جدول از آنجایی که سطح معنی داری خودشیفتگی مدیر عامل برابر $3/9$ درصد و کمتر از 5 درصد است، بنابراین می توان ادعا کرد که در سطح 95 درصد میان خودشیفتگی مدیر عامل و انتخاب حسابرس زن رابطه ای معنی دار وجود دارد و چون ضریب خودشیفتگی منفی است، می توان گفت که این رابطه منفی است. یعنی با افزایش خودشیفتگی مدیر عامل احتمال انتخاب حسابرس زن نیز کاهش می یابد. از این رو، فرضیه پژوهش تایید می شود. هم چنین این جدول نشان می دهد که در سطح اطمینان 95 درصد، گزارش زیان رابطه ای منفی و معنی دار و درصد سهام متعلق به سهامدار عمده رابطه ای مثبت و معنی دار با احتمال انتخاب حسابرس زن دارند. بقیه متغیرهای پژوهش نیز رابطه ای معنی دار با انتخاب حسابرس زن ندارند. هم چنین آماره کای دو مدل برابر $69/728$ و سطح معنی داری آن زیر 5 درصد و برابر صفر است. این موضوع به این معنی است که نقش متغیرهای توضیحی مدل در تغییر نسبت احتمالات متغیر انتخاب حسابرس زن با اهمیت و مورد تایید است. هم چنین ضریب تعیین مدل برابر $16/6$ درصد و درصد پیش بینی مدل نیز برابر $94/2$ درصد و بالا است.

جدول ۵. آزمون فرضیه ها

مقدار تابع نمایی	سطح معنی داری	درجه آزادی	آماره والد	خطای استاندارد	ضرایب	
۰/۱۸۸	۰/۵۵۷	۱	۰/۳۴۵	۲/۸۴۲	-۱/۶۶۹	مقدار ثابت
۱/۰۹۵	۰/۰۳۹	۱	۴/۲۶۰	۰/۱۹۹	-۰/۴۱۱	خود شیفتگی مدیر عامل
۱/۰۹۵	۰/۴۵۹	۱	۰/۵۴۸	۰/۱۲۳	۰/۰۹۱	اندازه شرکت
۰/۴۱۴	۰/۱۱۲	۱	۲/۵۲۳	۰/۵۵۵	-۰/۸۸۱	ریسک مالی
۰/۳۰۷	۰/۴۳۱	۱	۰/۶۱۹	۱/۵۰۱	-۱/۱۸۱	سودآوری
۰/۳۳۸	۰/۰۴۹	۱	۳/۸۸۸	۰/۵۴۹	-۱/۰۸۳	گزارش زیان
۵/۵۶۲	۰/۰۰۶	۱	۷/۴۴۰	۰/۶۲۹	۱/۷۱۶	درصد مالکیت سهامدار عمده
۱/۷۱۹	۰/۱۹۱	۱	۱/۷۱۳	۰/۴۱۴	۰/۵۴۲	استقلال هیئت مدیره
۰/۴۱۳	۰/۲۹۷	۱	۱/۰۸۸	۰/۸۴۸	-۰/۸۸۵	مدیریت سود
۲/۸۵۶	۰/۳۰۹	۱	۱/۰۳۶	۱/۰۳۱	۱/۰۴۹	توان رقابتی
	۰/۰۰۰				۶۹/۷۲۸	آماره کای دو
Overall Percentage = ۹۴/۲				Nagelkerke R ^۲ = ۰/۱۶۶		

تذکر: اثرات صنعت در آزمون فرضیه لحاظ شده است

بحث و نتیجه گیری

این پژوهش رابطه میان خود شیفتگی مدیر عامل و انتخاب حسابرس زن را مورد بررسی قرار می دهد. طبق نتایج پژوهش نشان داده شد که با افزایش خودشیفتگی مدیرعامل شرکت مورد رسیدگی حسابرس، احتمال انتخاب حسابرس زن کاهش می یابد. یافته های این مقاله با نتایج پژوهش (کانکورو و همکاران، ۲۰۲۲ و دولمن و همکاران، ۲۰۱۵ و تبسم و نایاک، ۲۰۲۲) مطابقت دارد. آن ها نقش ویژگی های رفتاری مدیران ارشد شرکت ها را در تصمیم گیری ها و انتخاب سیاست های شرکت مورد تایید قرار داده بودند. به عنوان نمونه کانکورو و همکاران (۲۰۲۲) نشان دادند که خودشیفتگی مدیر عامل تاثیر با اهمیت و منفی در انتخاب چهار موسسه برتر حسابرسی دارد.

شواهد پژوهش تایید می کند که تصورات کلیشه ای جامعه مردسالار کشور درباره زنان، در مدیران ارشد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران نیز وجود دارد. این تصورات با خودشیفتگی این مدیران تشدید و انتخاب حسابرس زن را به عنوان حسابرس محدود می کند. از آنجایی که زنان حسابرس در مقایسه با مردان حسابرس، دقت نظر و کیفیت حسابرسی

بیشتری دارند. از این رو، می‌توان گفت که خودشیفتگی مدیر عامل می‌تواند معیاری برای کاهش کیفیت گزارشگری مالی و کیفیت حسابرسی باشد. این موضوع با نتایج پژوهش گذشته از جمله پژوهش (جاد و همکاران، ۲۰۱۷ و چاترجی و همبریک، ۲۰۱۱) همسو است. آنها خودشیفتگی مدیران عامل را عامل کاهش کیفیت گزارشگری مالی و عدم پاسخ‌گویی می‌شناسند.

از دستاوردها و سودمندی‌های علمی این پژوهش آن است درک دانشجویان و استادان حسابداری و حسابرسی از نقش ویژگی‌های روانشناختی مدیران ارشد شرکت صاحبکار را در حسابرسی آگاه می‌کند. این پژوهش تایید می‌کند خودشیفتگی مدیر عامل صاحبکار، متغیری مهم در ترجیح دادن به حسابرس مرد است. از این رو، به عقیده نویسندگان مقاله، پژوهش حاضر می‌تواند درک ما را در شناخت تبعیض جنسیتی در حرفه حسابداری و حسابرسی ارتقاء دهد. با وجود آن که بعد از تشکیل جامعه حسابداران رسمی شاهد رشد و توسعه حرفه‌ای زنان در حرفه حسابرسی هستیم، اما بر اساس شواهد این پژوهش، می‌توان گفت که تقاضا کنندگان خدمات حسابرسی، هم‌چنان حرفه حسابرسی را یک حرفه مردانه می‌دانند. از این رو، به سیاست‌گذاران و قانون‌گذاران حرفه حسابرسی کشور پیشنهاد می‌گردد تا سیاست‌گذاری مناسبی از جمله حضور زنان در شورای عالی جامعه حسابداران رسمی به منظور ارتقاء و حمایت از نقش زنان در حرفه حسابرسی به عمل آورند.

References

- Alfraih, M. M. (2017). Choosing an external auditor: does the composition of boards of director's matter? *International Journal of Law and Management*, 59(3), 394-412.
- Arif Manesh, Zahra. Mirhaji Tazarjani, Zahra. (2020) Investigating the impact of the auditor search period as a sign of audit risk on auditor selection and audit fees. *Journal of Audit Knowledge*. Vol. 21, No. 82, pp. 179-201. (in Persian).
- Behbahaninia, P.S. (2022). "Agency costs and auditor choice: the moderating role of board's expertise and internal control", *Journal of Financial Reporting and Accounting*, Vol. ahead-of-print No. ahead-of-print.
- Banimahd, Bahman.Jafari Moafi, Reza. (2012) Accruals Quality and Auditor Selection. *Journal of Empirical studies of financial accounting*. Vol. 11, No. 37, pp. 81-98. (In Persian).
- Banimahd, B., & Vafaei, E. (2012). "The effect of client size, audit report, state ownership, financial leverage and profitability on auditor selection; evidence from Iran", *African Journal of Business Management*, 6.
- Bazrafshan, Vajihe. Bazrafshan, Ameneh.Salehi, Mahdi. (2017). Investigating the Influence of Managers' Narcissism on Financial Reporting Quality. *Journal of Accounting and Auditing Reviews*. Vol. 12, No. 2, pp. 139-155. (in Persian).
- Bowen, R.M. Jollineau, J. Lyon, S. Malhotra, S. Zhu, P. (2019). "CEO-CFO Personality Differences and Audit Fees: The Price of Conflict? Working Paper, SSRN Electronic Journal.
- Bozorgasl, Mosa. Behshour, Isaac.Ahmadi Pak, Fereshteh. (2020). Chief Executive Officer (CEO) Narcissism and Risk of Financial Reporting Fraud with Placing Emphasis on the Roles of Auditors and Audit Committees. *Journal of Accounting Knowledge*, Vol. 12, No. 2, Ser.45, pp. 139-155. (In Persian)
- Chen, X. Cheng, Q. & Dai, Z. (2013). "Family ownership and CEO turnovers", *Contemporary Accounting Research*, 30.
- Cheng, L. Leung, T. (2011). "Management Demography and Auditor Choice: The Case of China, International Review of Accounting", *Banking and Finance*.
- Chou, T. Pittman, J.A. Zhuang, Z. (2021). "The Importance of Partner Narcissism to Audit Quality: Evidence from Taiwan", *The Accounting Review*, 96.
- Dong, X. Cui, Y. Gao, J. (2021). "Strategic deviance and auditor selection".

- Duellman, S. Hurwitz, H. Sun, Y. (2015). "Managerial Overconfidence and Audit Fees", *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 11.
- El-Dyasty, M. Elamer, A.A. (2021). "The effect of ownership structure and board characteristics on auditor choice: evidence from Egypt", 377.
- Fadaly, D.S. (2018). "Determination of auditor choice in emerging markets: evidence from Saudi arabia. The business and management review", 9.
- Gerged, A. M. Mahamat, B. B. Elmghaamez, I. K. (2020). "Did corporate governance compliance have an impact on auditor selection and quality? Evidence from FTSE 350", *International Journal of Disclosure and Governance*, 17.
- Hajiha, Zohra. Taghian, Gholam Abbas. (2015) Investigating the effect of the structure of the board of directors on the selection of quality auditors in companies listed on the Tehran Stock Exchange. *Journal of Audit knowledge*. Vol. 18, No. 72, pp. 149-170. (In Persian).
- Ham, C. N. Seybert, and Wang, S. (2018). "Narcissism is a bad sign: CEO signature size, investment, and performance", *Review of Accounting Studies*, 23.
- Hamzavi, Fateme. Qorbai, Nima. (2006) Narcissism and Gender Roles in the Iranian Female Youth. *Women's Social-Psychological Studies Journal*. Vol. 5, No. 2, pp. 55-72. (In Persian).
- Hambrick, D. C. (2007). "Upper echelons theory: An update", *Academy of Management Review*, 32.
- Hambrick, Donald C. Mason, Phyllis A. (1984). "Upper Echelons: The Organization as a Reflection of Its Top Managers". *The Academy of Management Review*. 9.
- Han, S. Rezaee, Z. Tuo, L. Wu, J. (2021). "Corporate social impact and auditor changes", *Journal of Corporate Accounting and Finance*, 32.
- Haynes, K. (2017), "Accounting as gendering and gendered: a review of 25 years of critical accounting research on gender", *Critical Perspectives on Accounting*, 43.
- Houqe, M.N. Van Zijl, T. Dunstan, K. (2015). "Corporate ethics and auditor choice – international evidence", *Research in Accounting Regulation*, 27.
- Jorgenson, D. O. (1977). "Signature size and dominance: A brief note", *Journal of Psychology*, 97.

- Judd, J. S. K. J. Olsen, and Stekelberg, J. (2017). "How do auditors respond to CEO narcissism? Evidence from external audit fees", *Accounting Horizons*, 31.
- Kim, J. B. Chung, R. Firth, M. (2003). "Auditor conservatism, asymmetric monitoring, and earnings management" *Contemporary Accounting Research*, 20.
- Kim, J. B. Pevzner, M. & Xin, X. (2019). "Foreign institutional ownership and auditor choice: Evidence from worldwide institutional ownership", *Journal of International Business Studies*, 50.
- Koenig. AM. (2018). "Comparing Prescriptive and Descriptive Gender Stereotypes about Children, Adults, and the Elderly", *Front. Psychol.* 9.
- Kothari, S. Leone, A. Wasley, C. (2005). "Performance-matched discretionary accrual measures", *Journal of Accounting and Economics* 39.
- Kuncoro, E.A. Soepriyanto, G. Zudana, A.E. (2022). "Do Narcissistic CEOs Affect Accounting Irregularities? Evidence from Indonesia", *Universal Journal of Accounting and Finance*, 10.
- Mashhadi Gharaghaya, Hadi. Banimahd, Bahman. Forqandoost Haqiqi ,Kambiz, .Moradzadehfard ,Mehdi (2022) The Relationship between Audit Opinion Shopping and Audit Partner Switching: Evidence from Companies listed on the Tehran Stock Exchange. Securities & Exchange Organization, Research, Development & Islamic Studies (RDIS) *Journal of Securities and Exchange*, Spring 2022, V. 15, No.57, pp. 197-224. (In Persian).
- Mohammadi.Fereshteh (2019). The role of women in the accounting profession of Iran and the world, *Journal of Accountant Magazine*. No. 322, pp. 54-56. (In Persian).
- Moynan, Narmine. (2016) A sociological look at the role of gender stereotypes in job discrimination against women and the background factors affecting the formation of these stereotypes in Iranian culture. *Journal of Publication: Women and Family Studies*. Vol. 10, No. 37, pp. 163-179. (In Persian).
- Mole, R. Golec de Zavala, A. & Ardag, M. (2021). "Homophobia and national collective narcissism in populist Poland", *European Journal of Sociology*, 62.
- Moradi, Mohammad. Yahyai, Munira. (2016) Compilation of the selection model of an independent auditor in Iran. *Journal of Accounting and Auditing Reviews*. Vol. 27, No. 2, pp. 258-287. (In Persian).

- Namazi, Mohammad. Saidi, Mojtabi (2013) The relationship between the characteristics of the board of directors and auditor selection. *Financial accounting and audit research*, V. 6, No.22, pp. 1-27. (In Persian).
- Namazi, Mohammad. Dehghani Saadi, Ali Asghar. Qohestani, Samaneh (2016) Narcissism of managers and business strategy of companies. *Knowledge of management accounting and auditing*, V. 6, No.22, pp. 37-51. (In Persian).
- Nikumram, Hashem. Ahmadzadeh, Hamid. (2016) Investigating the relationship between the quality of accounting information and the choice of auditor type in companies admitted to the Tehran Stock Exchange. *Journal of quantitative studies in management*, V. 4, No.4, pp. 138-157. (In Persian).
- Olsen, K. J. and J. Stekelberg. (2016). "CEO narcissism and corporate tax sheltering", *The Journal of the American Taxation Association*, 38.
- Rogers, T. Goldstein, N.J. Fox, C.R. (2017). "Social mobilization", *Annu. Rev. Psycho.* 69.
- Tabassum, N. Nayak, B.S. (2021). "Gender Stereotypes and Their Impact on Women's Career Progressions from a Managerial Perspective" *IIM Kozhikode Society & Management Review*, 10.
- Tamradi, Ali. Rostaminia, Reza. Sarkmarian, Saeeda(2015) Investigating the effect of political communication on the relationship between auditor selection and transparency of accounting information in Tehran Stock Exchange. *Journal of Research in accounting and economic sciences*. (In Persian).
- Thu, P.A. Khanh, T.H.D. (2022). "Determinants of Auditor Choice in Non-Financial Listed Firms on the Vietnamese Stock Market", *International Journal of Asian Business and Information Management (IJABIM)*, 13.
- Xiang, R. Song, C. (2021). "CFO narcissism and audit fees: Evidence from listed Companies in China", *China Journal of Accounting Research*, 14.
- Zandi, G. M. Sadiq, M. Mohamad, S. (2019). "Big-four auditors and financial reporting quality", *Evidence from Pakistan. Humanities & Social Sciences Reviews*, 7.
- Zhu, D. H. and G. Chen. (2015). 'Narcissism, director selection, and risk-taking spending', *Strategic Management Journal*, 36.
- Zweigenhaft, R. L. Marlowe, D. (1973). "Signature size: Studies in expressive movement", *Journal of Consulting and Clinical Psychology*, 40.

Exploratory Development of the Green Human Resource Reporting Contextual Dimensions: Evaluation of the Sustainability Accounting Reference Matrix¹

Narges Najmadini², Mehdi Dasinh³, David Khodadady⁴,
Hamid Rostami Jaz⁵

Received: 2023/06/30

Accepted: 2023/11/27

Research Paper

Abstract

Organizations today, with an increasing focus on social responsibility and sustainable performance, have set new goals other than mere financial gain, such as a commitment to social and environmental consequences. The purpose of this research is to explore the development of the contextual dimensions of green human resource reporting and the evaluation of the sustainability accounting reference matrix. The type of research methodology is mixed method and based on the result is in the category of developmental research. In this research, interviews are used to collect data in the qualitative part in quantitative methodology, matrix checklists are used based on pairwise comparison. The target population in the qualitative methodology was 12 academic specialists who were considered experts, both scientifically and empirically. Sampling in the field of qualitative methodology was theoretical sampling and how to determine the snowball sample. However, the target statistical population is a quantitative methodology of 20 managers of the listed companies were the participants who were selected based on work experience and the level of technical and specialized knowledge through homogeneous sampling. : Research results in the qualitative part of the existence of 3 categories; 6 components and 37 conceptual themes were presented in the form of a hexagonal model, which was obtained during three stages of coding in the theoretical analysis of the Grand theory. Also, the results in the quantitative section showed that the effective percentage of the disclosure component of the green human resources management information system has a more effective role in the development of sustainable accounting than the rest of the relevant aspects of green human resources reporting. The obtained result shows the fact that the green human resource information system, due to the created information cycle, tries to be more flexible to respond to environmental changes by evaluating the external environment of the company.

Key Words: Green Human Resource Reporting, Sustainability Accounting, Green Management Information System.

JEL Classification: Q01, O34, D83.

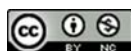
1. doi: 10.22034/JSE.2023.12106.2063

2. Ph.D. Student, Department of Accounting, Bandar Abbas Branch, Islamic Azad University, Bandar Abbas, Iran.

3. Assistant Professor, Department of Accounting, Bandar Abbas Branch, Islamic Azad University, Bandar Abbas, Iran. (Corresponding Author).

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

5. Assistant Professor, Department of Accounting, Bandar Abbas Branch, Islamic Azad University, Bandar Abbas, Iran.



Copyright © 2024 The Authors. Published by Securities and Exchange Organization.

This work is licensed under a Creative Commons Attribution-NonCommercial 4.0 International license (<https://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/>). Non-commercial uses of the work are permitted, provided the original work is properly cited.



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

فصلنامه بورس و اوراق بهادار، سال شانزدهم، شماره ۶۴، زمستان ۱۴۰۲، صص ۱۰۶-۶۷

بسط اکتشافی ابعاد زمینه‌ای گزارشگری منابع انسانی سبز: ارزیابی ماتریس مرجع حسابداری پایداری^۱

نرگس نجم الدینی^۲، مهدی دسینه^۳، داود خدادادی^۴، حمید رضا رستمی جاز^۵

تاریخ دریافت: ۱۴۰۲/۰۴/۰۹

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۲/۰۹/۰۶

مقاله پژوهشی

چکیده

سازمان‌های امروزی با تمرکز روزافزون بر مسئولیت اجتماعی و عملکرد پایدار، اهداف جدیدی به غیر از سود مالی صرف، مانند تعهد به پیامدهای اجتماعی و زیست‌محیطی را تنظیم کرده‌اند. بنابراین این پژوهش به دنبال بسط اکتشافی ابعاد زمینه‌ای گزارشگری منابع انسانی سبز و ارزیابی ماتریس مرجع حسابداری پایدار در سطح شرکت‌های بازار سرمایه است. نوع روش شناسی پژوهش، ترکیبی است و بر مبنای نتیجه در دسته پژوهش‌های توسعه‌ای قرار می‌گیرد. در این پژوهش جهت جمع‌آوری داده‌ها در بخش کیفی از مصاحبه استفاده شد و در بخش کمی چک لیست‌های ماتریسی برای مقایسه زوجی مورد توجه بود. جامعه هدف در بخش کیفی ۱۲ نفر از متخصصان دانشگاهی بودند که چه به لحاظ علمی و چه به لحاظ تجربی، خبره شمرده می‌شدند. نمونه‌گیری در بخش روش شناسی کیفی، نمونه‌گیری نظری و نحوه تعیین نمونه گلوله برفی بود. اما جامعه هدف در بخش کمی ۲۰ نفر از مدیران مالی شرکت‌های بورسی بودند، که بر اساس تجربه‌های کاری و سطح دانش فنی و تخصصی از طریق نمونه‌گیری همگن انتخاب شدند. نتایج پژوهش در بخش کیفی از وجود ۳ مقوله؛ ۶ مولفه و ۳۶ مضمون مفهومی در قالب یک مدل ۶ بعدی حکایت داشت که در سه مرحله کدگذاری در تحلیل نظری داده بنیاد کسب شد. همچنین نتایج در بخش کمی نشان داد، درصد تاثیر گذاری مولفه‌ی افشاء سیستم اطلاعات مدیریت منابع انسانی سبز نسبت به بقیه ابعاد زمینه ای گزارشگری منابع انسانی سبز نقش مؤثرتری در توسعه حسابداری پایدار دارد. نتیجه کسب شده گویایی این واقعیت است که سیستم اطلاعات منابع انسانی سبز به دلیل چرخه‌ی اطلاعاتی ایجاد شده، با ارزیابی محیط بیرون شرکت تلاش می‌کند تا نسبت به تغییرات زیست‌محیطی از انعطاف پذیری بالاتری برای پاسخگویی برخوردار باشد.

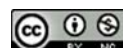
واژه های کلیدی: گزارشگری منابع انسانی سبز، حسابداری پایدار، سیستم اطلاعات مدیریت سبز، طبقه بندی موضوعی: Q01, O34, D83.

doi: 10.22034/JSE.2023.12106.2063

۲. دانشجوی دکتری، گروه حسابداری، واحد بندرعباس، دانشگاه آزاد اسلامی، بندرعباس، ایران.
۳. استادیار، گروه حسابداری، واحد بندرعباس، دانشگاه آزاد اسلامی، بندرعباس، ایران. (نویسنده مسئول). (m.dasineh@gmail.com).
۴. استادیار، گروه حسابداری، واحد بندرعباس، دانشگاه آزاد اسلامی، بندرعباس، ایران. (khodadady47@gmail.com).
۵. استادیار، گروه حسابداری، واحد بندرعباس، دانشگاه آزاد اسلامی، بندرعباس، ایران. (hamid.rostami1358@gmail.com).

حق انتشار این مستند، متعلق به نویسندگان آن است. © ۱۴۰۲. ناشر این مقاله، سازمان بورس و اوراق بهادار است.

این مقاله تحت گواهی زیر منتشر شده و هر نوع استفاده غیرتجاری از آن مشروط بر استناد صحیح به مقاله و با



رعایت شرایط مندرج در آدرس زیر مجاز است.

Creative Commons Attribution-NonCommercial 4.0 International license

(https://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/)

مقدمه

تغییرات فرآینده و رشد تصاعدی جوامع از منظر جمعیت باعث بروز تأثیرهای مخربی بر محیط زیست و منابع طبیعی در جهان شده است. براین اساس با افزایش نگرانی های زیست محیطی، سطح نظارت های نهادی و سبز در عرصه های مختلف سازمان ها تقویت شد. بنابراین سازمان ها با تمرکز روزافزون بر مسئولیت اجتماعی و عملکرد پایدار، اهداف جدیدی به غیر از دستیابی به سود مالی صرف، مانند تعهد به پیامدهای اجتماعی و زیست محیطی را مدنظر قرار دادند (کیم و همکاران^۱، ۲۰۱۹). در واقع توسعه پایدار، با برآورد نمودن نیازهای آینده، بدون نادیده گرفتن نیازهای نسل فعلی، به دنبال حفاظت از منافع آیندگان است (کیلمانو و کازاکوا^۲، ۲۰۲۲). حسابداری پایدار به عنوان یکی از زیر مجموعه های توسعه پایدار محسوب می شود که تلاش می کند تا با ایجاد پیوند بین جنبه های مالی و غیرمالی افشاء اطلاعات، نسبت به تحقق اهداف اقتصادی؛ اجتماعی و زیست محیطی به عنوان پایه های اصلی مکانیزم توسعه اقدام کنند (باسن و همکاران^۳، ۲۰۲۲). به عبارت دیگر، حسابداری پایدار که قدمت آن به بیش از ۴۰ سال قبل بر می گردد دو مبنای فکری و مستقل را دنبال می کند که در مبنای فکری اول، توجه به چشم انداز مدیریت در ارتباط با شرایط و سپس راهبردهای متنوع و مؤثر در جهت پایداری سازمان ها، مدنظر است. در این شیوه تفکر، حسابداری براساس مسئولیت اجتماعی نسبت به تغییر فلسفه کاکردی خود در مواجهه با ذینفعان عمل می کند (قادری و همکاران، ۱۴۰۰). اما در مبنای دوم، با تغییر نگرش فلسفی در مورد فرآیند و نقش پاسخگویی سازمان ها و چگونگی ارتباط آن ها با توسعه پایدار، حسابداری در قالب یک سیستم پاسخگو و مبتنی بر جریان اطلاعات به صورت یک پارادایم جدید طراحی می شود تا اهرمی برای دستیابی به اهداف پایداری باشد (کائور و لودها^۴، ۲۰۱۹). براین اساس شیوه و کارکرد گزارشگری به عنوان خروجی سیستم های حسابداری پایدار، مبنای برای اصلاح و یا ارزیابی تحقق اهداف پایداری شمرده می شوند. بنابراین باتوجه به اینکه پایداری مبتنی بر کارکردهای اقتصادی؛ اجتماعی و زیست محیطی می باشد، گزارشگری سبز به عنوان یکی از خروجی های سیستم حسابداری پایدار می تواند به اثربحشی پایداری کمک شایان توجهی کند (عبدی و همکاران، ۱۳۹۸). در یک ساختار منسجم اتکاء به گزارشگری سبز زمانی می تواند به حسابداری پایداری کمک کند که به طور مصداقی جزئیات عملکردهای زیست محیطی شرکت را انعکاش دهد.

1. Kim et al
2. Klimanov & Kazakova
3. Bassen et al
4. Kaur & Lodhia

منابع انسانی به عنوان یکی از حوزه‌های گزارشگری سبز، مبنایی نوظهور در ارتقاء اثربخشی حسابداری پایداری شمرده می‌شود که می‌تواند به تبادل اطلاعات از بسترهای اجتماعی و زیست‌محیطی به داخل شرکت و بالعکس کمک کند و زمینه برای درک و شناخت اثرگذاری محیط‌زیست بر عملکردهای شرکت‌ها توسعه بخشد. پفر^۱ (۲۰۱۰) و جابلونسکی^۲ (۲۰۱۶) در این رابطه بیان می‌کنند که در سطح سازمانی و شرکتی، یکی از حوزه‌هایی که عمدتاً می‌تواند به تحقق پایداری محیط‌زیست و اهداف توسعه پایدار کمک کند، بخش انعکاس عملکردهای مدیریت منابع انسانی سبز است. از طرف دیگر خان و همکاران^۳ (۲۰۲۲) مطرح می‌کنند که باتوجه به نقش سیاست و استانداردهای نهادی و اختیاری، شرکت‌ها و به ویژه مدیران منابع انسانی باید به تبعیت از پروتکل‌ها و مقررات مدنی؛ ضمانت گزارشگری منسجم در مورد مسائل زیست‌محیطی؛ افشاء شفاف اطلاعات منابع انسانی همچون توزیع مسئولیت‌ها و حوزه‌ی اختیارات آنان در قالب یک چارچوب یکپارچه‌ای از اطلاعات برای ذینفعان، متعهد باشند. در خصوص کارکردهای حسابداری و گزارشگری سبز، بخش‌های منابع انسانی باید ساختار مشخصی در افشاء اطلاعات داشته باشند تا مبنایی برای جلوگیری از پیامدهای رفتاری یا هنجاری ناخوشایندی که ممکن است شرکت به جامعه یا محیط‌زیست وارد کند، قلمداد شود و به نوعی سیستم نظارتی نیز برای ارزیابی عملکرد پایدار شرکت‌ها از اثربخشی بالاتری برخوردار باشد (قلیپور و حامدی‌نیا، ۱۴۰۰). پس گزارشگری منابع انسانی سبز می‌بایست افشاءکننده‌ی اطلاعاتی همچون، حمایت ادراک شده؛ توانمندسازی منابع انسانی؛ راهبردهای آموزش مستمر؛ سیستم پاداش و تیم‌کاری در حوزه‌ی وظایف و اختیارات باشد تا براساس آن بتواند به توسعه حسابداری پایدار کمک کند (فام و همکاران^۴، ۲۰۲۲). اما در عمل افشاء چنین اطلاعاتی به دلیل اثبات‌گرایی صرف حسابداری با چالش‌های جدی همچون فقدان استانداردها و رویه‌های عملیاتی اندازه‌گیری ابعاد مرتبط با این حوزه روبرو است. براین اساس برای توسعه‌ی مکانیزم گزارشگری منابع انسانی سبز، فراتر از تفکر انتقادی در حرفه حسابداری، به توسعه پارادایم علمی برای ارتقاء سطح اثربخشی کارکردهای آن در پایدار نیاز است. چراکه تدوین هر استاندارد برای کاربردی شدن آن در ساختارهای گزارشگری به توسعه ابعاد دانش‌افزا در آن حوزه مرتبط است تا از این طریق مسائل و مشکلات عملی آن حوزه مورد بررسی قرار گیرد. بنابراین، این پژوهش با استدلال مفهومی و متکی بر پشتوانه‌ی روش‌شناسی در تلاش است تا از طریق تحلیل

1. Pfeffer

2. Jablonski

3. Khan et al

4. Pham

مضمونی نسبت به شناسایی ابعاد گزارشگری منابع انسانی سبز به عنوان زیر مجموعه حسابداری پایدار اقدام کند و سپس در بخش کمی از طریق تحلیل ماتریسی نسبت به انتخاب مؤثرترین بعد شناسایی شده اقدام گردد. مسئله‌ای که اهمیت آن را از دو منظر زیر می‌توان مورد اشاره قرار داد:

نخست اینکه مرور ادبیات پژوهشی در رابطه با فرآیند شناختی ابعاد گزارشگری منابع انسانی سبز، نشان می‌دهد این موضوع افزون بر اهمیتش، کمتر از جانب پژوهش‌های گذشته مورد توجه قرار گرفته است و بیشتر پژوهش‌های انجام شده در این حوزه براساس گزارشگری پایدار و یا گزارشگری یکپارچه بوده است که به طور گذرا نسبت به افشاء اطلاعات سبز اشاره نموده‌اند. به عنوان مثال پژوهش‌هایی همچون اج^۱ (۲۰۲۲) «واکاوی تحولات اخیر حسابداری پایدار»؛ کاواکی و همکاران^۲ (۲۰۱۸) «علل زمینه‌ای توسعه گزارشگری پایدار» و شالتگر و همکاران^۳ (۲۰۰۶) «حسابداری پایدار و گزارشگری» به طور موردی یا کاربردی به بررسی حسابداری پایدار اقدام کردند، اما هیچ پژوهشی در گذشته نسبت به ارائه یک الگوی منسجم در این خصوص گزارشگری منابع انسانی سبز اقدام نکرده است و انجام این پژوهش می‌تواند به ادراک فراگیرتر از حوزه حسابداری پایدار به جامعه‌ی علمی کمک کند.

دوم انجام این پژوهش می‌تواند به سیاستگذاران و تدوین‌کنندگان استانداردها در حوزه حسابداری پایدار کمک کند، تا نسبت به شناخت ویژگی‌های اثرگذار بر کارکردهای شفاف‌تر حسابداری سبز در سطح شرکت‌های بازار سرمایه اقدام کنند، زیرا براساس گزارش شاخص عملکردی محیط‌زیست^۴ که در حال حاضر به عنوان یکی از مهمترین معیارها و ملاک‌های بررسی عملکرد زیست‌محیطی کشورها در جهان است و هر دو سال یکبار توسط اجلاس جهانی اقتصاد (داووس) با همکاری دانشگاه یل و کلمبیای آمریکا برای سنجش توانایی کشورها در حفاظت از محیط‌زیست منتشر می‌شود، ایران در سال ۲۰۱۴ رتبه ۸۳؛ سال ۲۰۱۶ رتبه ۱۰۵؛ در سال ۲۰۱۸ رتبه ۸۰ و در آخرین رتبه بندی مربوط به سال ۲۰۲۰ ایران در جایگاه ۶۷ قرار داشته است. همچنین به نهادهای قانونی و نظارتی کمک می‌کند تا نسبت به تدوین استانداردهای منسجم یا آیین‌نامه اجرایی؛ همسان‌بودن و تطبیق محتوایی مفاهیم حسابداری با ابعاد پایدار بتوانند در راستای پاسخگویی مشروع‌تر به انتظارات اجتماعی اقدام کنند. بنابراین

1. Edge

2. Kwakye et al

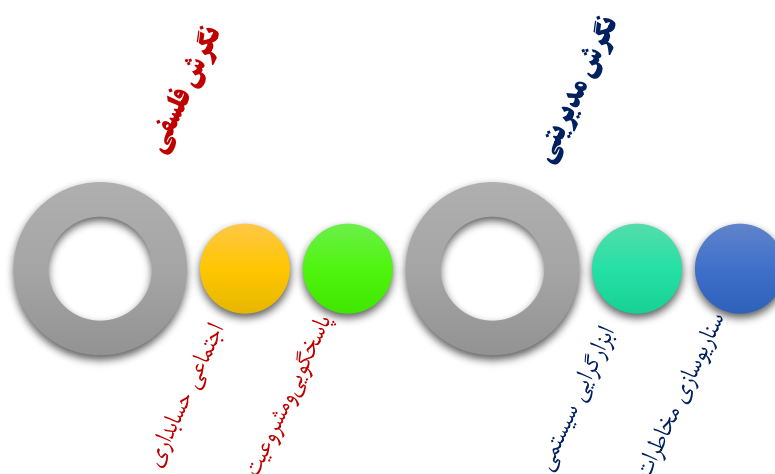
3. Schaltegger et al

4. Environmental Performance Index

هدف اصلی این پژوهش طراحی الگوی گزارشگری منابع انسانی سبز و ارزیابی آن براساس کارکردهای حسابداری پایداری در بازار سرمایه ایران است.

مبانی نظری پژوهش

حسابداری پایداری شرکت‌ها را برای توسعه ویژگی‌های عملی در محیط و زمینه‌های حسابداری فردی و اجتماعی گردهم می‌آورد که شامل اخلاق حسابداری برای ارتباط بهتر همراه با کارایی و استراتژی شرکت است (قادری و همکاران، ۱۴۰۰). مفهوم حسابداری پایداری عملاً مربوط به یک دوره در ۴۱ سال گذشته است که فرآیند و پایه‌گذاری آن ناشی از تحولات پدید آمده در رشته حسابداری و توجه به مفاهیم و ریشه حسابداری به عنوان یک مفهوم بسیار وسیع‌تر از ابعاد مالی است و به دنبال و پیرو مفهوم محدود و نوپای آن در طول چند سال گذشته مطرح شده است. هوریچ و همکاران^۱ (۲۰۲۰) این تغییر و توسعه ایجادشده در حسابداری را نشان‌دهنده دو نگرش فکری مستقل می‌دانند.



شکل ۱. نگرش‌های فکری حسابداری پایداری

همانطور که مشاهده می‌شود، نگرش اول، از منظر فلسفی تغییرات در حسابداری پایداری را مورد بررسی قرار می‌دهد. نگرش فلسفی در مورد فرآیند و نقش پاسخگویی سازمان‌ها و

1. Hörisch et al

چگونگی ارتباط آن‌ها با توسعه پایدار را مطرح می‌کند و عنوان می‌شود که این عوامل، از جمله عواملی هستند که در حرکت سازمان‌ها به سمت پایداری مؤثرند. بر همین اساس در این نگرش مفاهیم حسابداری بر روی یک سیستم کاملاً جدید حسابداری طراحی می‌شود و برای ترویج استراتژی پایداری سازمان‌ها مؤثر هستند. اما نگرش دوم، به چشم اندازهای مدیریت در ارتباط با شرایط و ابزار متنوع و مؤثر در جهت پایداری سازمانی می‌پردازد. پس این نگرش با اتکاء به تجربه مدیریتی به دنبال ارزیابی مخاطرات بالقوه و تعیین اثرات بارهای غیرقابل تحمل در آینده بر شرکت است. مالیک و همکاران^۱ (۲۰۲۱) در تکمیل حسابداری پایداری بیان می‌کند، بسیاری از بحران‌های مالی جهان همچون وورلد کام؛ آترون و بحران‌های اقتصادی آسیا در سال ۱۹۹۷ و شرکت‌های تابعه ایالات متحده در سال ۲۰۰۷ می‌تواند به دلیل فقدان حسابداری پایداری و نگرش‌های یاد شده باشد. یکی از جنبه‌های مهم در حسابداری پایداری، شیوه گزارشگری فراگیر است که از جنبه‌های مختلفی همچون اقتصادی؛ اجتماعی و زیست‌محیطی می‌بایست برخوردار باشد. در این پژوهش با تمرکز بر بخش زیست‌محیطی گزارشگری، کارکردهای افشاء مدیریت منابع انسانی سبز مدنظر است.

همواره با اتکاء به تئوری‌ها و نظریه‌های سازمانی، مدیریت منابع انسانی برای شرکت‌ها، دارای کارکردی حیاتی است، زیرا انسان مؤلفه اصلی تشکیل‌دهنده عملکردهای آنان در بازار رقابتی به شمار می‌رود و مدیریت اثربخش و کارایی آن، وظیفه اصلی مدیریت منابع انسانی است (زارع دیزج و همکاران، ۱۴۰۰). بنابراین با توجه به تغییرات محیط‌زیست به لحاظ افزایش آلاینده‌ها؛ انتشار گازهای گلخانه‌ای و تخریب منابع طبیعی، با شکل‌گیری حسابداری پایداری، گزارشگری منابع انسانی سبز از اهمیت ویژه‌تری در کارکردهای مدیریت منابع انسانی برخوردار شد. چراکه پایداری زیست‌محیطی و توسعه پایدار یک سیاست راهبردی قابل توجه در عصر حاضر بوده و مقوله‌ای انسان‌محور است (برزگر و همکاران، ۱۴۰۱). به عبارت دیگر، مدیریت منابع انسانی و توسعه پایدار از طریق جزء مشترک عامل انسانی به هم مرتبط هستند، چون نگرش‌ها و رفتارهای زیست‌محیطی شرکت‌ها از آموزش منابع انسانی تا مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت بر حسابداری پایدار مؤثر است.

گزارشگری منابع انسانی سبز در واقع مبنایی برای به تصویر کشیدن وجهه مناسب شرکت در حفاظت از منابع طبیعی و پایداری به حسابداری پایداری تلقی می‌شود که پیامدهایی همچون کسب مزیت رقابتی رانست

1. Malik et al

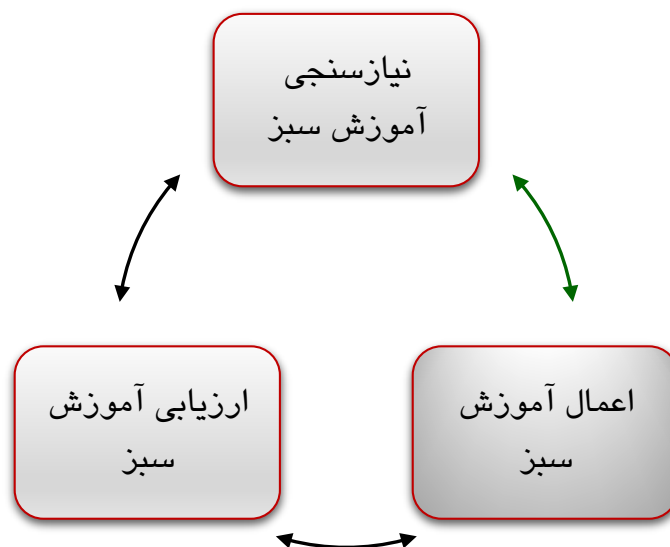
به سایر رقبا برای شرکت به همراه خواهد داشت (گونزالس و پیناوینسز^۱، ۲۰۲۲). پس این سطح از گزارشگری با انطباق فرآیندهای مدیریت منابع انسانی با ابعاد توسعه پایدار، در تلاش هستند تا راهبردهایی متناسب با تغییرات زیست‌محیطی در کارکردهای منابع انسانی به کار گیرند تا سطح مشروعیت سازمان در قبال محیط‌زیست و حفاظت از منابع طبیعی برای آیندگان بیش از پیش تقویت شود. حسین و آل-شماری^۲ (۲۰۲۲) گزارشگری منابع انسانی سبز را مجموعه اقدامات راهبردی در افشاء سیاست‌ها و برنامه‌های شرکت، در جهت تقویت انگیزه‌های رفتارهای زیست‌محیطی منابع انسانی تعریف می‌کند که می‌تواند حسابداری پایدار را در دستیابی به سایر اهداف اقتصادی و اجتماعی تسهیل کند. از طرف دیگر، لی و همکاران^۳ (۲۰۱۸) در تأیید نقش اثرگذاری منابع انسانی سبز در حسابداری پایدار، بیان می‌کنند گزارشگری منابع انسانی سبز افشاء اطلاعاتی از شیوه مدیریت منابع انسانی در تحریک نوآوری‌های عملیاتی برای کاهش آلاینده‌گی‌های زیست‌محیطی است. در واقع توسعه توانمندی تخصصی و ادراکی منابع انسانی در حوزه محیط‌زیست باعث می‌شود تا در کنار سودآوری بیشتر به دلیل تقویت بهره‌وری منابع انسانی، احتمال کاهش انتشار آلاینده‌گی سمی و گازهای گلخانه‌ای در محیط‌زیست کاهش یابد، زیرا تفکر و توانمندی‌های منابع انسانی در مسیر نوآوری‌های سبز به کار گرفته می‌شود و افشاء آن می‌تواند اعتماد اجتماعی را تقویت کند. از طرف دیگر لو و همکاران^۴ (۲۰۲۲) با اشاره به مبانی مدیریت منابع انسانی سبز در قالب شکل (۲) نسبت به اهمیت آن در توسعه پایدار اقدام می‌کند.



شکل ۲. گام‌های عملکردی مدیریت منابع انسانی سبز (منبع: لو و همکاران، ۲۰۲۲)

1. Gonzalez & Peña-Vinces
2. Hussein & Al-Shammari
3. Lee et al
4. Lu et al

براساس شکل (۲) در گام اول، پیاده‌سازی موثر راهبردهای سازمان قرار دارد که در واقع تفکر حاکم بر سازمان در زمینه‌ی توسعه سبز را مبنا قرار می‌دهد و افزایش کارکردهای مدیریت منابع انسانی در دستیابی به پایداری سازمان را می‌تواند به همراه داشته باشد. از طرف دیگر در گام دوم، تناسب نظام اجتماعی داخلی با ارزش‌های برآمده از بسترهای اجتماعی است که به ایجاد هویت حرفه‌ای در منابع انسانی منجر می‌گردد. در واقع مدیریت منابع انسانی ابزارهای مدیریت اجتماعی موثری برای تغییر انرژی کارکنان و هماهنگی‌های لازم برای ایجاد مشارکت در جهت توسعه پایداری دارند. در گام آخر نیز ایجاد تعلق خاطر در منابع انسانی نسبت به پایداری به اهداف پایداری به طراحی نقش‌ها و تناسب‌سازی توانمندی‌های منابع انسانی با حیطه‌های تحت اختیار آنان وابسته است و می‌تواند به اثربخشی مدیریت منابع انسانی سبز در پایداری سازمان منجر شود. به عبارت دیگر، تمرکز بر گام‌های یادشده در حوزه‌ی عملکردهای مدیریت منابع انسانی سبز زمینه برای تحقق اهداف راهبردی سازمان از جمله حسابداری را ممکن می‌سازد. کرامار^۱ (۲۰۲۲) نیز در بسط کارکردهای سبز مدیریت منابع انسانی در حسابداری، بر تدوین و اجرای راهبردهایی برای آگاهی منابع انسانی از طریق سه مرحله نیازسنجی آموزش سبز؛ اعمال آموزش‌های سبز و ارزیابی آموزش‌های سبز به منابع انسانی، تأکید دارد.



شکل ۳. کارکردهای سبز مدیریت منابع انسانی در حسابداری پایداری

1. Kramar

در واقع مدیریت منابع انسانی از طریق تدوین، اعمال و ارزیابی آموزش‌های سبز جهت ارتقا و پیگیری فعالیت‌های پایداری شرکت استفاده می‌کنند. چادھاری^۱ (۲۰۱۹) با بیان اینکه مفهوم مدیریت منابع انسانی سبز در حسابداری پایداری هنوز کاملاً روشن نیست و نیاز به توسعه دارد بیان می‌کند افشاء اطلاعات کارکردهای منابع انسانی سبز می‌تواند شامل دو رویه ضروری طبق شکل (۴) قلمداد شود:



شکل ۴. رویه‌های پایداری مدیریت منابع انسانی سبز (منبع: چادھاری، ۲۰۱۹)

در واقع این رویه‌ها پیش‌تر از عملکردهای مدیریت منابع انسانی، با ایجاد دانش پایداری از طریق سبک رهبری، ادراک منابع انسانی را برای پذیرش راهبردها و خط‌مشی‌های سبز تحت تأثیر قرار می‌دهند و در این شرایط فرآیندهای مدیریت منابع انسانی شامل استخدام، آموزش، جبران خدمات، توسعه و پیشبرد سرمایه انسانی می‌تواند از اثربخشی بالاتری برخوردار باشد (توکلی و همکاران، ۱۳۹۷). در نهایت نیز بنت و جیمز^۲ (۲۰۱۷) جهت تبیین نقش مدیریت منابع انسانی سبز در حسابداری پایداری به توسعه ابتکارات سبز توسط کارکردهای مدیریت منابع انسانی اشاره می‌کنند که با ادغام مهارت‌های فنی در حسابداری با مهارت‌های ادراکی در منابع انسانی، به دنبال حفاظت از محیط‌زیست هستند. بنابراین با توجه به توضیح‌های ارائه شده مبنی بر فقدان چارچوب منسجم در خصوص گزارشگری منابع انسانی سبز، نسبت به تدوین پرسش‌های پژوهش برای شناسایی ابعاد آن به ترتیب زیر اقدام می‌شود:

1. Chaudhary

2. Bennett & James

- باهدف استفاده از روش گزندد تئوری و توسعه رویکرد گلیر در شناسایی گزارشگری منابع انسانی سبز در حسابداری پایداری، پرسش‌های بخش کیفی به ترتیب زیر ارائه می‌شود:
۱. مضامین گزارشگری منابع انسانی سبز در حسابداری پایداری کدامند؟
 ۲. مولفه‌های گزارشگری منابع انسانی سبز در حسابداری پایداری کدامند؟
 ۳. مقوله‌های گزارشگری منابع انسانی سبز در حسابداری پایداری کدامند؟
- سپس باهدف ارزیابی ابعاد شناسایی شده گزارشگری منابع انسانی سبز در حسابداری پایداری در سطح شرکت‌های بازار سرمایه براساس فرآیند رتبه‌بندی تفسیری، نسبت به تدوین پرسش پژوهش در بخش کمی به ترتیب زیر ارائه می‌شود:
۴. تأثیرگذارترین مولفه گزارشگری منابع انسانی سبز در حسابداری پایداری در سطح شرکت‌های بازار سرمایه کدامند؟

پیشینه پژوهش

گونزالس و پیناوینسز (۲۰۲۲) پژوهشی تحت عنوان «چارچوبی مبتنی بر مطالعه اکتشافی سیستم حسابداری سبز در کلمبیا» انجام دادند. این پژوهش براساس گزندد تئوری و با اتکاء به ضعف سیستم‌های حسابداری فعلی که تنها بر افشاء اطلاعات مالی تمرکز دارند و به انعکاس عملکردهای زیست‌محیطی توجهی ندارند، نسبت به توسعه سیستم حسابداری سبز اقدام کرد. در این پژوهش پس از طراحی مدل باهدف تبیین ابعاد احصاء شده به صنایع و بازار، ۱۵۰ شرکت صنعتی در کشور کلمبیا مورد بررسی قرار گرفتند تا مشخص شود، تاچه اندازه با ابعاد شناسایی شده از منظر افشاء عملکردهای زیست‌محیطی دارای تطابق هستند. نتایج نشان می‌دهد، شرکت‌های مورد بررسی تمایلی به افشاء رویه‌های زیست‌محیطی براساس یک سیستم حسابداری سبز ندارند، چراکه عدم الزام به افشاء باعث شده تا شرکت‌ها به طور فرصت طلبانه منافع خود را پیگیری کنند. لذا این پژوهش در می‌یابد از آنجاییکه سیستم حسابداری سبز به کنترل آلاینده‌گی‌های زیست‌محیطی کمک می‌کند، می‌توان انتظار داشت تا با تقویت این

سیستم، سطح پایداری شرکت‌ها از طریق کیفیت محیط‌زیست ارتقاء یابد. دورا و سوهارسونو^۱ (۲۰۲۲) پژوهشی تحت عنوان «کاربرد حسابداری سبز برای توسعه پایدار مطالعه بهبود عملکرد مالی در صنعت سبز» انجام دادند. در این مطالعه، جامعه آماری شرکت‌های فعال در بورس اوراق بهادار اندونزی است که استانداردهای ابلاغی صنعت سبز را توسط سازمان بورس اوراق بهادار پیاده‌سازی کرده‌اند. لذا در بازه زمانی ۲۰۱۷ تا ۲۰۲۰ تعداد ۳۹ شرکت براساس نمونه‌گیری هدفمند غربال شدند تا از طریق تحلیل مسیر در معادلات ساختاری (SEM) مورد بررسی قرار گیرند. نتایج نشان داد، حسابداری سبز مبنایی برای توسعه پایدار شمرده می‌شود. از طرف دیگر مشخص شد، حسابداری سبز هیچ تاثیری بر عملکرد مالی شرکت‌ها ندارد، اما براساس نقش تعدیل‌کنندگی، حسابداری سبز تاثیر مثبت عملکرد مالی بر توسعه پایدار را تقویت می‌کند. استیفنسکو^۲ (۲۰۲۲) پژوهشی تحت عنوان «ارتباط بین چارچوب‌های گزارشگری پایداری و اهداف توسعه پایدار» انجام دادند. روش شناسی این پژوهش، کیفی و مبنای پیاده‌سازی تحلیل‌ها، ترکیب تحلیل محتوا و ارزیابی اسناد و مدارک مربوط به توسعه پایدار شرکت‌ها بود. در واقع روش شناسی در خدمت هدف پژوهش بود که به دنبال تطابق مفهومی بین «5P» یعنی ابعاد پایداری شامل: اقتصادی، راهبری، اجتماعی، اخلاقی و زیست‌محیطی در توسعه پایدار و دو چارچوب گزارشگری پایداری (IR و GRI) بود که با تجزیه آن‌ها به اجزا و همپوشانی اجزای سازنده آن‌ها برای برجسته کردن ارتباط بین گزارشگری پایداری با اهداف توسعه پایدار منجر می‌شد. نتایج نشان داد هر دو چارچوب گزارشگری پایداری، پیش‌نیازهایی را برای اطمینان از دستیابی به اهداف توسعه پایدار فراهم می‌کنند. از آنجاییکه تطابق، بین اهداف توسعه پایدار و سرمایه‌گذاری‌ها، دلالت بر خلق ارزش‌های فراگیر دارند، می‌توان بیان کرد که شیوه گزارشگری یکپارچه (IR) برای تبدیل‌شدن به بخشی از استراتژی توسعه پایدار به عنوان گزینه‌ای ارزشمند در گزارشگری مالی می‌تواند به محقق شدن اهداف توسعه پایدار کمک کند.

1. Dura & Suharsono

2. Stefanescu

قادری و همکاران (۱۴۰۰) پژوهشی تحت عنوان «توسعه مفهوم سازه‌های حسابداری پایداری و سلامت مالی شرکت‌ها در بازار سرمایه ایران» انجام دادند. جامعه آماری این پژوهش، مدیران و کارشناسان مالی شرکت‌های موردبررسی بوده و برای گردآوری داده‌ها از پرسش‌نامه استاندارد استفاده شده است. پس از انجام آزمون‌های پایایی و روایی داده‌های نمونه، تحلیل‌های مربوط بر اساس رویکرد مدل سازی معادلات ساختاری (حداقل مربعات جزئی) به کمک نرم‌افزار Smart – Pls صورت گرفت. نتایج پژوهش نشان داد که سلامت مالی شرکت‌ها تحت تاثیر سازه‌های پایداری حسابداری (فعالیت‌های داوطلبانه حسابداری، شفافیت طرز فکر حسابداری و گزارشگری مسئولیت اجتماعی) قرار می‌گیرد. شرکت‌ها برای اینکه دچار درماندگی مالی نشوند و سلامت مالی داشته باشند، باید دارای ویژگی‌های حسابداری پایداری باشند؛ بنابراین، اگر سرمایه‌گذاران و ذینفعان نتوانند به این اطلاعات پایدار متکی شوند، احتمال سلامت مالی شرکت کاهش خواهد یافت. خاکی و همکاران (۱۴۰۰) پژوهشی تحت عنوان «توسعه‌ی کارکرد گزارشگری پایدار بر مبنای آنومی فشارهای اجتماعی» انجام دادند. این پژوهش از نظر هدف، جزء پژوهش‌های توسعه‌ای است، زیرا به دلیل فقدان مبنایی برای وجود آنومی فشارهای اجتماعی و گزارشگری پایدار در پژوهش‌های قبلی، براساس تحلیل فراترکیب در گام اول تلاش شد تا نسبت به شناسایی مولفه‌ها به عنوان مبنای تحلیلی پژوهش و گزاره‌ها به عنوان متغیرهای مرجع، اقدام شود. سپس باهدف تبیین مولفه‌ها و گزاره‌های شناسایی شده، در سطح بازار سرمایه، در بخش کمی از تحلیل سلسله مراتب فازی چندمرحله‌ای باهدف تعیین تاثیرگذارترین کارکرد گزارشگری پایدار بر مبنای آنومی فشارهای اجتماعی، استفاده شد. در این پژوهش، جامعه هدف شامل دو بخش کیفی و کمی بود، که در بخش کیفی با کمک ۱۵ نفر از متخصصان و خبرگان رشته حسابداری در سطح دانشگاه تلاش شد تا در قالب فرم‌های امتیازی، مولفه‌ها و گزاره‌های پژوهش شناسایی شوند. در بخش کمی نیز ۲۰ نفر از مدیران ۵۰ شرکت برتر بورس اوراق بهادار تهران در سال ۱۳۹۸، برای مشارکت در پژوهش انتخاب شدند. نتایج پژوهش نشان داد، آنومی هنجاری ذینفعان تاثیرگذارترین عامل برای توسعه کارکردهای پایدار گزارشگری شرکت‌ها

محسوب می‌شود. در واقع نتیجه این پژوهش بیان‌کننده‌ی این واقعیت است که آنومی هنجاری دینفعان کاراترین عامل موثر بر کارکردهای گزارشگری پایدار محسوب می‌شود و محرکی برای اجتماعی‌گرایی پایدار به عنوان تاثیرگذارترین کارکرد گزارشگری پایدار در سطح شرکت‌های بازار سرمایه است.

همانطور که مرور پیشینه‌های تجربی نشان می‌دهد، هیچ پژوهشی در گذشته نسبت به ارائه مدل و ارزیابی گزارشگری منابع انسانی سبز به عنوان کارکرد حسابداری پایداری اقدام نکرده است و این پژوهش در پی توسعه ادبیات پژوهش و تجربی در این خصوص است تا شکاف ناشی از واقعیت‌های کاربردی با دانش نظری مبتنی بر حسابداری پایداری را پر کند.

روش شناسی پژوهش

جهت طراحی مدل، همواره فرآیندی از نظر شیوه اجرا می‌بایست مدنظر قرار گیرد، که پدیده مورد بررسی از نظر محتوایی از چارچوب یکپارچه و هماهنگی حداقل در سطح جامعه هدف مدنظر پژوهش برخوردار نباشد. لذا از آنجاییکه مفهوم گزارشگری منابع انسانی سبز باتوجه به مباحث مطرح شده در مبانی نظری و مقدمه همراستا با حسابداری پایداری، از انسجام نظری لازم در سطح شرکت‌های بازار سرمایه برخوردار نیست، پس این پژوهش را از نظر نتیجه، در دسته پژوهش‌های توسعه‌ای قرار می‌گیرد. از نظر هدف، این پژوهش با اتکاء به یک مطالعه‌ی اکتشافی و ماتریس رتبه‌بندی تفسیری به دنبال اولویت‌بندی مولفه‌های پژوهش در سطح شرکت‌های بازار سرمایه از نظر اثربخشی است. رویکرد پژوهشی مطالعه‌ی حاضر، به لحاظ منطق گردآوری داده‌ها نیز، از نوع ترکیبی است، زیرا به بررسی پدیده‌ای می‌پردازد که چارچوب جامع درباره آن در حیطه‌های نظری حسابداری در سطح کارکردهای بازار سرمایه وجود ندارد و یا مورد اجماع نیست. بنابراین ابتدا از طریق تحلیل بخش کیفی و با اتکاء به روش نظریه داده بنیاد تلاش می‌شود تا ابعاد مدل گزارشگری منابع انسانی سبز در قالب یک مدل چند بُعدی ارائه

شود. برای این منظور از رویکرد نوحاسته یا ظاهرشونده گلیرز^۱ (۱۹۹۲) استفاده می‌شود تا با استفاده از مصاحبه با خبرگان، طی سه مرحله کدگذاری، مدل گزارشگری منابع انسانی سبز همراستا با حسابداری پایداری تدوین شود. در این رویکرد، نظریه از درون داده‌ها ظهور می‌یابد و پژوهشگران از ابتدا پیش فرضی در مورد ارتباط بین داده‌ها ندارد. همچنین، براساس راهبرد نظریه‌پردازی داده بنیاد ظاهرشونده، تحلیل داده‌ها همزمان با مصاحبه‌ها آغاز می‌شود (کلایان‌مقدم و همکاران، ۱۳۹۹). پس از ارائه مدل و سنجش پایایی ابعاد آن از طریق تحلیل دلفی، در تحلیل کمی از طریق رتبه‌بندی ماتریسی پژوهش به دنبال اولویت‌بندی مولفه‌های گزارشگری منابع انسانی سبز در سطح شرکت‌های بازار سرمایه است.

جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری در بخش کیفی شامل خبرگان دانشگاهی و استادان حسابداری صاحب‌نظر و دارای تجربه حرفه‌ای در حوزه حسابداری هستند. نمونه‌گیری نیز به صورت ترکیبی از روش‌های نمونه‌گیری هدفمند و گلوله برفی صورت گرفته است که معیار رسیدن به پایان جمع‌آوری داده‌ها، نقطه اشباع نظری است. منظور از نقطه اشباع نظری، جایی است که دیگر ارتباط بین مفاهیم و طبقه جدید ظهور نکند. مطابق با صاحب‌نظران نظریه داده بنیاد همچون فرناندز^۲ (۲۰۰۴)؛ گلیرز و هالتون^۳ (۲۰۰۵؛ ۲۰۰۷) و چارمز^۴ (۲۰۱۱) نمونه‌گیری نظری تا زمانی که مقوله‌ها به کفایت نظر برسند، ادامه می‌یابد. برای این منظور در گام نخست سه نفر از بین اعضای جامعه آماری که براساس مقاله‌های منتشره در زمینه‌های مرتبط با موضوع پژوهش و یا سوابق علمی و اجرایی در حوزه حسابداری، به عنوان صاحب‌نظر شناخته می‌شدند، به صورت هدفمند انتخاب شدند. در گام دوم افرادی از جامعه آماری که براساس روش گلوله برفی توسط مصاحبه شوندگان به پژوهشگر معرفی شدند و امکان مصاحبه داشتند، به نمونه آماری اضافه شدند که

1. Glaser

2. Fernández

3. Glaser & Holton

4. Charmaz

در نهایت، تعداد ۱۲ نفر براساس اطلاعات جدول (۱) باتوجه به نقطه اشباع تئوریک به عنوان اتمام مصاحبه‌ها در این پژوهش مشارکت داشتند.

جدول ۱.۱ / اطلاعات مصاحبه شوندگان (منبع: یافته‌های پژوهش)

مشارکت کنندگان	جنسیت	سن	مدرک تحصیلی	سابقه	حوزه تخصصی	محل فعالیت	مدت زمان مصاحبه
نفر اول	مرد	۵۰ سال	دکتری	۱۸ سال	حسابداری	دانشگاه آزاد اسلامی واحد شاهرود	۵۵ دقیقه
نفر دوم	مرد	۴۱ سال	دکتری	۵ سال	حسابداری	دانشگاه شهید بهشتی	۶۵ دقیقه
نفر سوم	مرد	۵۹ سال	دکتری	۱۸ سال	حسابداری	دانشگاه شهید بهشتی	۵۰ دقیقه
نفر چهارم	زن	۴۳ سال	دکتری	۱۸ سال	حسابداری	دانشگاه خوارزمی	۶۵ دقیقه
نفر پنجم	زن	۳۹ سال	دکتری	۴ سال	حسابداری	دانشگاه الزهرا	۷۰ دقیقه
نفر ششم	مرد	۶۵ سال	دکتری	۲۱ سال	حسابداری	دانشگاه ممفیس آمریکا	۵۵ دقیقه
نفر هفتم	زن	۳۹ سال	دکتری	۵ سال	حسابداری	دانشگاه الزهرا	۵۰ دقیقه
نفر هشتم	مرد	۴۱ سال	دکتری	۵ سال	حسابداری	دانشگاه رشت	۶۵ دقیقه
نفر نهم	مرد	۵۵ سال	دکتری	۲۲ سال	حسابداری	دانشگاه سالفورد منچستر انگلستان	۴۵ دقیقه
نفر دهم	زن	۴۱ سال	دکتری	۷ سال	حسابداری	دانشگاه تربیت مدرس	۴۰ دقیقه
نفر یازدهم	مرد	۵۳ سال	دکتری	۱۸ سال	حسابداری	دانشگاه آزاد اسلامی کرج	۵۰ دقیقه
نفر دوازدهم	مرد	۵۲ سال	دکتری	۱۶ سال	حسابداری	دانشگاه آزاد اسلامی قزوین	۴۵ دقیقه

در بخش کمی پس از طراحی مدل از طریق انتخاب جامعه هدف در بین مدیران مالی شرکت‌های بورسی براساس تجربه‌های کاری و سطح دانش فنی و تخصصی، تعداد ۲۰ نفر به عنوان جامعه هدف در بخش کمی براساس نمونه‌گیری در دسترس و همگن انتخاب شدند. اندازه جامعه در تحلیل‌های ماتریسی و به دلیل ماهیت تحلیلی و جلوگیری از انحراف و تجمیع

داده‌های پژوهش معمولاً در مطلوب‌ترین حالت بین ۱۰ تا ۲۵ نفر است (اسماعیل‌پور و همکاران، ۱۳۹۶) که با اتکا به این موضوع تعداد ۲۰ نفر به عنوان اعضای جامعه هدف در بخش تحلیل رتبه‌بندی تفسیری، مشارکت داشتند. با توجه به توضیح‌های ارائه شده، جدول (۲) اطلاعات جمعیت شناختی را نشان می‌دهد.

جدول ۲. اطلاعات جمعیت شناختی پژوهش (منبع: یافته‌های پژوهش)

بخش کمی			بخش کیفی			متغیر
درصد	تعداد	معیارها	درصد	تعداد	معیارها	
۸۰٪	۱۶	مرد	۸۳,۳۴٪	۱۰	مرد	جنسیت
		زن	۱۶,۶۷٪	۲	زن	
		جمع	۱۰۰٪	۱۲	جمع	
۱۵٪	۳	کمتر از ۴۰ سال	۱۶,۶۷٪	۲	کمتر از ۴۰ سال	سن
		بین ۴۰ تا ۵۰ سال	۶۶,۶۶٪	۸	بین ۴۰ تا ۵۰ سال	
		بیشتر از ۵۰ سال	۱۶,۶۷٪	۲	بیشتر از ۵۰ سال	
۱۰۰٪	۲۰	جمع	۱۰۰٪	۱۲	جمع	
۴۰٪	۸	کمتر از ۲۰ سال	۱۶,۶۷٪	۲	زیر ۱۰ سال	سابقه کاری
		بیشتر از ۲۰ سال	۸۳,۳۴٪	۱۰	بیشتر از ۱۰ سال	
		جمع	۱۰۰٪	۱۳	جمع	

گردآوری و تجزیه و تحلیل

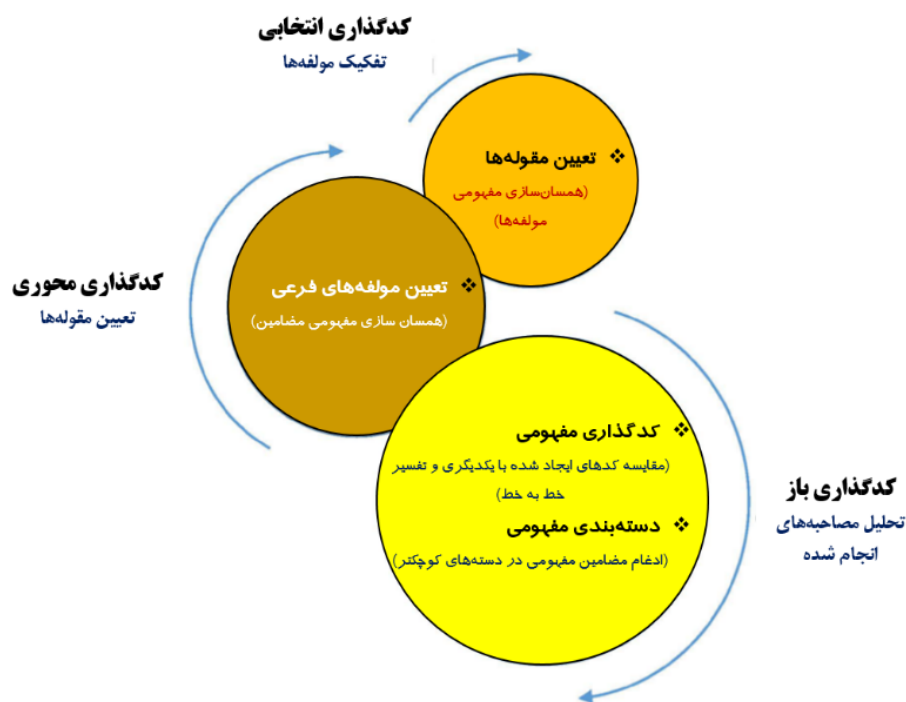
براساس ماهیت روش شناسی پژوهش که از نوع ترکیبی بود، برای گردآوری داده‌ها در بخش تحلیل کیفی ابتدا از مصاحبه‌های عمیق و بدون ساختار (طرح مصاحبه به صورت باز) با زمان متوسط یک ساعت استفاده شد. بیان این نکته دارای اهمیت است که دلیل استفاده از

مصاحبه‌های عمیق و بدون ساختار این بود که مفهوم گزارشگری منابع انسانی سبز از انسجام مفهومی متناسبی به دلیل فقدان چارچوب نظری، برخوردار نبود و براساس طی فرآیندهای مصاحبه تلاش شد تا نسبت به ایجاد انسجام در محتوا و ماهیت مفهوم مورد بررسی در حسابداری پایداری اقدام شود. پس از ظاهر شدن مضامین اولیه، برای تفکیک مولفه‌ها در قالب ایجاد مقوله‌های کلی، مصاحبه‌ها به صورت نیمه ساختاریافته و ساختاریافته ادامه یافت تا در انتها به شکل‌گیری نقطه‌ی اشباع نظری کمک کند. در طول انجام مصاحبه، پرسش‌ها به طور مداوم مورد اعمال تعدیل‌های مقتضی براساس شرایط مصاحبه و اطلاعات مصاحبه شوندگان قرار می‌گرفت تا مسیر مصاحبه از جریان اصلی ماهیت پدیده مورد بررسی خارج نشود. برخی از سوالات پُر تکرار در فرآیند مصاحبه به ترتیب زیر بود:

۱. افشاء چه ابعادی از اطلاعات مربوط به آموزش و توسعه منابع انسانی می‌تواند به شکل‌گیری گزارشگری منابع انسانی سبز کمک کند؟
۲. تاچه اندازه افشاء اطلاعات مربوط به مشارکت‌های زیست‌محیطی می‌تواند به تقویت گزارشگری منابع انسانی سبز کمک کند؟
۳. ابعاد سیستم اطلاعات زیست‌محیطی مربوط به منابع انسانی در گزارشگری سبز کدامند و تاچه اندازه نقش مؤثری برای تقویت حسابداری پایداری در این خصوص متصور هستید؟
۴. چه ابعادی در مدیریت ارزیابی منابع انسانی می‌تواند جنبه‌های گزارشگری سبز در حسابداری پایداری را توسعه دهند؟
۵. آیا افشاء کارکردهای مدیریت منابع انسانی سبز در حسابداری پایداری می‌تواند نقشی در مشروعیت سبز شرکت‌ها داشته باشد؟
۶. چه چشم‌اندازهایی می‌توان در مدیریت منابع انسانی سبز تدوین کرد که به تقویت گزارشگری سبز در حسابداری پایداری کمک کند؟
۷. آیا تفکیک کارکردهای مدیریت زیست‌محیطی می‌تواند به تقویت اثربخشی سیستم اطلاعات منابع انسانی سبز منجر شود؟

یکی از مهمترین بخش‌های تحلیل داده بنیاد، اتمام مصاحبه‌ها می‌باشد، که رسیدن به نقطه اشباع به عنوان یک فرآیند و استراتژی در این تحلیل بسیار حائز اهمیت بود. محققان پس از هر مصاحبه، شروع به کدگذاری باز و تا حدی کدگذاری انتخابی می‌کردند تا مفاهیم و

اشتراکات‌شان مشخص شود و بر این اساس در هر مرحله کدهای ایجادشده از مرحله‌ی کدگذاری انتخابی باهم مورد مقایسه قرار می‌گرفتند. بنابراین با تلفیق روش‌های گردآوری داده به شکل مصاحبه‌های بدون ساختار و نیمه‌ساختار یافته، تلاش می‌شد تا یادداشت‌برداری نظری در حین مصاحبه و به سرعت پس از اتمام مصاحبه صورت گیرد تا مضامین قابل استنادتری به دلیل آمادگی ذهنی مصاحبه کنندگان از جلسه برگزار شده، بدست آید و از سوگیری‌های احتمالی در کدگذاری جلوگیری شود. بنابراین با تمرکز بر این فرآیند، روند انجام مصاحبه‌ها از مصاحبه اول تا مصاحبه ۵ تقریباً ابعاد چارچوب نظری مشخص شد و از مصاحبه ششم تا مصاحبه آخر، پژوهشگران برای مطمئن شدن از رسیدن به نقطه اشباع، مصاحبه‌ها را ادامه دادند. سپس در بخش کمی، باتوجه به ارائه چارچوب نظری پژوهش، ابعاد مدل گزارشگری منابع انسانی سبز براساس تحلیل دلفی به منظور سنجش پایایی مولفه‌های پژوهش در راستای مقوله‌های شناسایی شده، مورد بررسی قرار می‌گیرد تا باتوجه به دو معیار میانگین و ضریب توافق مولفه‌ها مورد سنجش قرار گیرند. در واقع برای انجام تحلیل دلفی، مولفه‌های اصلی بدست آمده از مرحله کدگذاری انتخاب در تحلیل گردند تنوری، در قالب یک چک لیست امتیازی ۷ گزینه‌ای (امتیازی) طراحی می‌شوند و دوباره بین مشارکت کنندگان پژوهش در بخش کیفی توزیع می‌شود تا مشخص شود ابعاد شناسایی شده به درستی مفهوم مورد بررسی را پوشش می‌دهند یا خیر. برای این منظور طی دو مرحله تحلیل دلفی از دو معیار میانگین و ضریب توافق استفاده شد. حد مطلوب میانگین در مقیاس ۷ گزینه‌ای کسب امتیاز ۵ و بالاتر از آن است. همچنین حد مطلوب ضریب توافق کسب امتیاز ۰/۵ و بالاتر از آن است (احمدی و همکاران، ۱۳۸۷). در واقع هدف اصلی تحلیل دلفی رسیدن به حد کفایت نظری بر مبنای ضریب توافق و میانگین می‌باشد تا مولفه‌هایی که بیشترین توافق بر سر آن‌ها صورت پذیرفته است، مورد تایید قرار گیرد. معیارهای نشان‌دهنده اجماع درصد آیت‌ها (رایج‌ترین)، ثبات پاسخ‌ها و تفسیر بر مبنای نظر متخصصین است، به طوریکه مولفه‌های تایید شده در راند اول وارد راند دوم می‌شود و با تکرار آن حد اجماع نظر ایجاد می‌گردد. در نهایت مولفه‌های پژوهش براساس تحلیل رتبه‌بندی تفسیری (IRP) برای رسیدن به اثربخش‌ترین مولفه گزارشگری منابع انسانی سبز در سطح شرکت‌های بازار سرمایه مورد ارزیابی قرار می‌گیرند. باتوجه به توضیح‌های ارائه شده، نمودار روش شناسی پژوهش به ترتیب زیر ارائه می‌شود:



شکل ۵. فرآیند کدگذاری سه مرحله‌ای گرداند تئوری

اعتبار پژوهش

در پژوهش‌هایی با ماهیت کیفی به ویژه در تحلیل‌های نظریه داده بنیاد، اساساً روایی و پایایی چندان قابل استناد نیست و می‌بایست از مفهوم اعتبار برای ارزیابی تناسب محتوایی پژوهش با فرآیندهای ناشی از جمع‌آوری داده‌ها استفاده کرد. بنابراین در این پژوهش قابلیت اطمینان به داده‌ها توسط روش‌های نظام‌مند نظریه پردازی داده بنیاد در گردآوری، ثبت، تحلیل و تفسیر داده‌ها مورد ملاحظه قرار گرفت. معیار اعتبار‌پذیری و قابلیت انتقال با انجام کامل پژوهش تا اشباع داده‌ها، ارائه داده‌ها توسط خبرگان و فرآیند کدگذاری داده‌های ناشی از مصاحبه‌ها را مورد ارزیابی قرار می‌دهد (اسپیزال و همکاران^۱، ۲۰۱۱). مفهوم اعتبار در پژوهش‌هایی با ماهیت تحلیل نظریه داده بنیاد از منظرهای مختلفی معمولاً می‌تواند صورت پذیرد. اما سطح این مفاهیم

1. Speziale et al

برای سنجش اعتبار پژوهش کمایش واحد نیست، بلکه مفهومی پیچیده، فراگیر و همه جانبه است، چراکه براساس مشارکت مصاحبه‌شوندگان در بخش کیفی از منظر رویکردهای تخصصی صورت می‌پذیرد. به عبارت دیگر، از آنجاییکه در مصاحبه با رویکرد کیفی، ذهنیت نقش برجسته‌ای دارد، بنابراین، درباره اینکه آیا مصاحبه‌ها قابل تکرار و نتایج قابل تعمیم هستند، جای شک و تردید وجود دارد و پژوهشگران باید از فنونی که در پژوهش‌های کیفی برای نشان دادن قابلیت اعتماد و صحت یافته‌ها به کار گرفته می‌شود، استفاده کنند. در این پژوهش از روش سه سوسازی برای سنجش اعتبار تحقیق استفاده شده است. برای محقق‌شدن سه سوسازی در پژوهش حاضر رویکردهای مختلف مصاحبه‌شوندگان در ۴ بُعد زیر مورد بررسی قرار گرفت و علاوه بر تقویت نتایج، داده‌های معتبرتری فراهم شده است.

۱. **بازگشت اعتباری:** در این بُعد، هدف بررسی صحت یافته‌های پژوهش توسط مصاحبه‌شوندگان به منظور تعیین آنکه آیا این پژوهش به شکل صحیح دیدگاه‌های آنان را درباره موضوع پژوهش تحت پوشش قرار می‌دهد یا نه؟ برای پژوهش این روش با ۵ نفر از مجموع ۱۲ مصاحبه‌شونده پس از اتمام مصاحبه و تجزیه و تحلیل داده‌ها، در مورد مطابقت دیدگاه‌هایشان با مصاحبه‌شوندگان مجدداً به آنان بازگشت شد تا حد اعتبار یافته‌ها بررسی شود. نتیجه نشان داد، در بیشتر کدهای مفهومی ایجاد شده، محققان این پژوهش توانسته بودند درک صحیحی از اظهارات مصاحبه‌کنندگان داشته است، این امر می‌تواند ناشی از تعامل مطلوب و درک نظری مصاحبه‌شوندگان و مصاحبه‌کننده درباره‌ی موضوع پژوهش باشد.

۲. **جستجو برای شواهد مغایر:** پژوهشگر می‌تواند از طریق جستجوی سیستماتیک، داده‌هایی را که با مفهوم‌سازی و تئوری توصیفی استخراج شده از داده‌ها، چالش دارند، استخراج کرده و از این طریق، دقت علمی داده‌ها را افزایش دهد. جستجوی شواهد مغایر، از طریق نمونه‌گیری هدفمند انجام می‌شود. نمونه‌گیری از افرادی که می‌توانند دیدگاه‌های متضادی را پیشنهاد کنند،

می‌تواند منجر به توصیف جامع یک پدیده شود. برای دستیابی به این معیار، چندمتخصص که در زمینه پژوهش کیفی و نظریه داده بنیاد تخصص داشتند بر مراحل مختلف کدگذاری، مفهوم‌سازی، استخراج مقولات و برداشت‌های پژوهشگران نظارت داشته‌اند. از این افراد خواسته شد که برداشت خود را از مصاحبه‌ها و مفاهیم و در مرحله بعدی، مقول‌ها بیان کنند. این برداشت‌ها بانظر پژوهشگران مطابقت داده شد. نزدیکی برداشت این افراد به برداشت پژوهشگران پشتوانه علمی پژوهش را محکم‌تر ساخت.

۳. توضیح شیوه یادداشت‌برداری و انجام پژوهش: در این مرحله پروتکل و فرآیند انجام مصاحبه‌ها در اختیار ۵ نفر از مصاحبه‌شوندگان قرار گرفت تا تایید کنند، آیا نحوه تحلیل درست طی شده است یا خیر، که مرور یادداشت‌ها نشان داد، روند پژوهش و تحلیل کدها در مسیر درستی پیشرفته است.

۴. تهیه گزارش مفصل نتایج: در تحلیل گلیرز، باتوجه به این اصل که «معناها برخاسته از موقعیت هستند»، هریک از نتایج باید همراه با موقعیت، به‌طور کامل در نظر گرفته شود و خواننده پژوهش، توجهی خاص به موقعیت داشته باشد. بنابراین، لازم است جزئیات موقعیت پژوهش در گزارش توضیح داده شود. برای حاصل شدن این معیار در پژوهش حاضر، مصاحبه‌ها ضبط و تایپ شده، فهرست مصاحبه شونده‌گان تهیه شده و کلیه فرآیند تحلیل داده‌ها تایپ و در رایانه و فلش مموری ذخیره شده است.

اما در بخش کمی به منظور سنجش اعتبار از تحلیل دلفی باتوجه به دو معیار میانگین؛ ضریب توافق و انحراف معیار استفاده شده است. در واقع برای رسیدن به کفایت نظری در جامعه هدف در باب ابعاد و مولفه‌های شناسایی شده، تحلیل دلفی انجام می‌شود تا سطح بکارگیری مفاهیم در جامعه هدف مورد بررسی قرار گیرد. نتایج در این بخش در قالب جدول (۳) در بخش دوم تحلیل یافته‌های پژوهش ارائه شده است.

یافته‌های پژوهش

در این بخش ابتدا یافته‌های تحلیل نظری داده بنیاد در بخش کیفی به منظور طراحی مدل ارائه می‌شود و سپس تحلیل ماتریس رتبه‌بندی نیز برای پیشبرد اهداف بخش کمی ارائه می‌شود.

یافته‌های تحلیل نظری داده بنیاد

این پژوهش با طی نمودن سه گام اصلی در تحلیل نظری داده بنیاد شامل کدگذاری باز، کدگذاری انتخابی و کدگذاری محوری تلاش دارد تا به مفهوم گزارشگری منابع انسانی سبز در ایران را براساس یک چارچوب نظری مورد بررسی قرار دهد. پس براساس عدم مشخص بودن ابعاد منسجمی در خصوص گزارشگری منابع انسانی سبز، در این بخش تلاش می‌شود تا حوزه‌های شفاف‌تری از مفهوم پژوهش را ایجاد کند. بنابراین براساس مصاحبه‌های انجام شده، جدول (۳) که نشان دهنده فرآیند سه مرحله‌ای کدگذاری است، به ترتیب زیر ارائه می‌شود:

جدول ۳. ابعاد مدل گزارشگری منابع انسانی سبز براساس مضامین؛ مولفه‌ها و مقوله‌ها

کدگذاری	کدگذاری‌های اصلی		
	کدگذاری انتخابی	کدگذاری محوری	کدگذاری باز
طبقه‌بندی اصلی	مقوله‌ها	مولفه‌های اصلی	مضامین مفهومی
ابعاد گزارشگری منابع انسانی سبز	بروزه‌ی فردی افشاء اطلاعات منابع انسانی سبز	آموزش و توسعه سبز	افشاء سیاست‌های نیازسنجی آموزش سبز منابع انسانی
			افشاء سیاست‌های اکولوژی تدوین برنامه‌های آموزش سبز
			افشاء برنامه‌های مربوط به تحقیق و توسعه سبز منابع انسانی
			افشاء نسبت هزینه حقوق و دستمزد به سطح تحصیلات
			افشاء هزینه‌های مربوط به آموزش سبز منابع انسانی
			افشاء هزینه‌های مربوط به دوره‌های تخصصی کنترل
			آلایندگی‌ها

کد گذاری	کد گذاری‌های اصلی		
	کد گذاری انتخابی	کد گذاری محوری	کد گذاری باز
طبقه‌بندی اصلی	مقوله‌ها	مولفه‌های اصلی	مضامین مفهومی
هرزه‌ی ساختاری افشاء اطلاعات منابع انسانی سبز	تئوری	تعاملات و مشارکت سبز	افشاء هزینه‌های مربوط به گذراندن ایزوهای توسعه
			توانمندی‌های منابع انسانی
			افشاء اختراعات زیست‌محیطی منابع انسانی
			افشاء نوآوری و ابتکارات کاهش هزینه‌های زیست‌محیطی
			افشاء پاداش به مشارکت سبز منابع انسانی
			افشاء تیم‌گرایی سبز منابع انسانی
			افشاء اکوسیستم کارآفرینی سبز منابع انسانی
			افشاء تعاملات سبز منابع انسانی با ذینفعان
			افشاء کارکردهای سیستم اطلاعات مدیریت منابع انسانی سبز (HRMGMS)
			افشاء کارکردهای سیستم پشتیبانی تصمیم مدیریت منابع انسانی سبز (HRMGDSS)
	سیستم اطلاعات منابع انسانی سبز	سیستم اطلاعات منابع انسانی سبز	افشاء کارکرد برنامه‌ریزی منابع انسانی سبز (HRMGERP)
			افشاء کارکرد سیستم عملیاتی مدیریت منابع انسانی سبز (HRMGTPS)
			افشاء کارکرد سیستم اطلاعات اجرایی مدیریت منابع انسانی سبز (HRMGEIS)
			افشاء ارزیابی استانداردهای زیست‌محیطی
			افشاء ارزیابی عملکردهای سبز منابع انسانی
			افشاء ارزیابی کنترل کیفیت سبز منابع انسانی
			افشاء ارزیابی کنترل ضایعات سبز منابع انسانی
			افشاء ارزیابی حرفه‌ای‌گرایی سبز منابع انسانی
			افشاء ارزیابی عملکرد پیمانکاری سبز منابع انسانی

کد گذاری های اصلی			
کد گذاری	کد گذاری	کد گذاری محوری	کد گذاری باز
تئوری	انتخابی		
طبقه بندی اصلی	مقوله ها	مولفه های اصلی	مضامین مفهومی
جدول ۱: ابعاد و مولفه های اصلی نظام گزارشگری سبز ابعاد و مولفه های اصلی نظام گزارشگری سبز			افشاء ارزیابی نظام پیشنهاد های سبز منابع انسانی
			افشاء شکایات سبز منابع انسانی
			افشاء پابندی به ابلاغیه های سبز منابع انسانی
			افشاء آیین نامه های سبز منابع انسانی
			افشاء ضعف کنترل داخلی سبز منابع انسانی
			افشاء نظارت های حاکمیت سبز منابع انسانی
			افشاء اثربخشی زنجیره تأمین منابع انسانی سبز
			افشاء مأموریت سبز منابع انسانی
			افشاء سبک حرفه ای سبز منابع انسانی
			افشاء سناریو های آتی حفاظت از سلامت سبز منابع انسانی
			انسانی
			افشاء راهبردهای مدیریت بهداشت سبز منابع انسانی
			افشاء سطح تطابق اهداف سبز منابع انسانی با استراتژی های مرجع شرکت

باتوجه به مشخص شدن فرآیندهای کد گذاری طبق رویکرد گلیرز در تحلیل داده بنیاد، در ادامه نسبت به مفاهیم و طبقه بندی فرعی ایجاد شده طبق مصاحبه های صورت گرفته، هریک از مولفه های اصلی در قالب کدهای مفهومی مورد بحث و استدلال قرار می گیرند و سپس در سایه پژوهش های انجام شده نسبت به پیدایش و توسعه مولفه های تشکیل دهنده هر کدام از طبقه بندی های مفهومی توضیح های لازم داده می شود. همانطور که از جدول (۳) مشاهده شد: سه طبقه بندی فرعی وجود دارد که عبارتند از:

خلاقیت های ذاتی در حسابداری؛ خلاقیت های ساختاری در حسابداری و خلاقیت های فراساختاری در حسابداری که در قالب جدول (۴)، تعریف هر کدام از طبقه بندی های فرعی ارائه

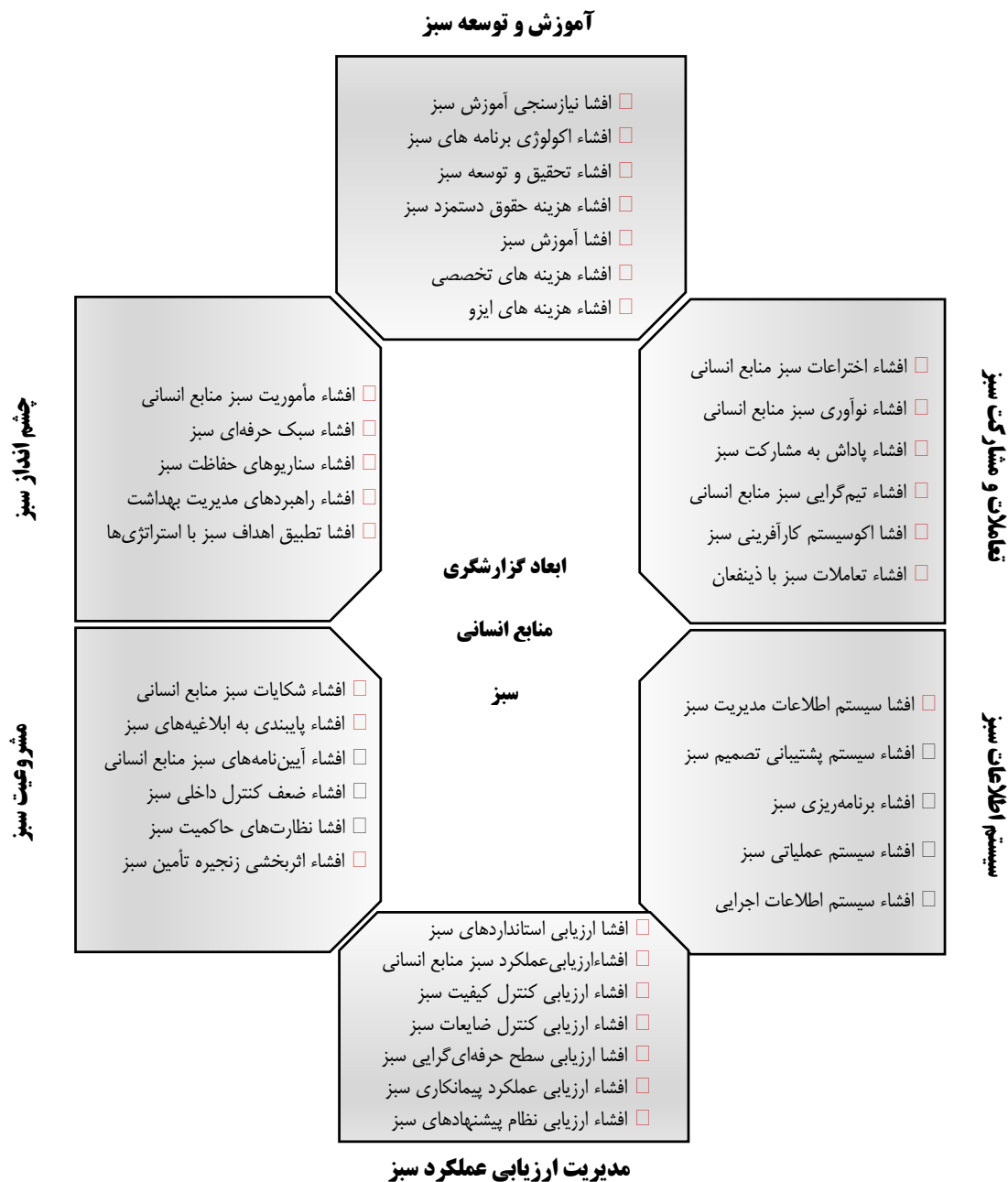
شده است. متغیرها در مولفه‌های تشکیل‌دهنده گزارشگری منابع انسانی سبز با یکدیگر ارتباط درونی دارند.

جدول ۴. تعاریف طبقه‌بندی‌های فرعی

تعریف	طبقه‌بندی‌های فرعی
حوزه‌ی فردی افشاء اطلاعات منابع انسانی سبز در حسابداری پایدار، به جزئیات از منظر آموزش و مشارکت افراد در درون شرکت می‌پردازد که براساس سیاست‌های راهبردی منابع انسانی تحریک می‌شوند و می‌تواند با افشاء کارکردهای مربوط به هزینه‌های آموزش؛ نسبت پاداش به مشارکت‌های زیست‌محیطی منابع انسانی و سایر جنبه‌های رفتاری و اخلاق سبز به ارتقاء سطح شناخت ذینفعان از تفکر شرکت در حفاظت از محیط‌زیست کمک نماید.	حوزه‌ی فردی افشاء اطلاعات منابع انسانی سبز
حوزه‌ی ساختاری افشاء اطلاعات منابع انسانی سبز در حسابداری پایدار، اشاره به سیستم اطلاعات منابع انسانی سبز و مدیریت ارزیابی عملکرد منابع انسانی دارد که می‌تواند نشان دهنده‌ی اثربخشی سطح نظارت‌های شرکت در پیگیری سیاست‌های یکار گرفته شده‌ی مدیریت منابع انسانی در گزارشگری سبز باشد تا از این طریق به تدریج و با گردش اطلاعات موازی در درون شرکت با بیرون شرکت زمینه برای پایداری حسابداری را توسعه بخشد.	حوزه‌ی ساختاری افشاء اطلاعات منابع انسانی سبز
حوزه‌ی اجتماعی افشاء اطلاعات منابع انسانی سبز در حسابداری پایدار، سطحی از مشروعیت و چشم‌اندازهای سبز شرکت از منظر توسعه‌ی راهبردهای زیست‌محیطی را در بر می‌گیرد که می‌تواند به افزایش سطح رضایت ذینفعان از تعامل با شرکت منجر شود. در این مقوله، معمولاً بررسی می‌گردد که تاچه اندازه افشاء کارکردهای مدیریت منابع انسانی سبز توانسته است به افزایش پاسخگویی شرکت در برابر ذینفعان منجر شود و زمینه برای ارتقاء چشم‌اندازهای آتی شرکت از منظر زیست‌محیطی در بازار رقابتی را محقق نماید.	حوزه‌ی اجتماعی افشاء اطلاعات منابع انسانی سبز

چارچوب تئوریک

براساس مضامین کدگذاری شده برای رسیدن به مولفه‌ها و سپس مقوله‌های پژوهش و باتوجه به بیان مباحث تطبیق در کدهای شناسایی شده در این بخش می‌بایست نسبت به ارائه‌ی چارچوب تئوریک اقدام کرد. بنابراین باتوجه به ماهیت تحلیل گلنزر (۱۹۹۲) در نظریه داده بنیاد اقدام به ارائه چارچوب تئوریک پژوهش می‌باشد. همانطور که در روش‌شناسی به آن اشاره شد، رویکرد تحلیلی گلنزر (۱۹۹۲) در تفاوت با رویکرد تحلیلی اشتراوس و کوربین (۱۹۹۰) در چارچوب ساختارنیافته‌ای است که به واسطه مقوله‌ها و مولفه‌های پژوهش ارائه می‌شود. لذا با اتکاء به این مفهوم چارچوب تئوریک پژوهش ارائه می‌شود:



شکل ۵. چارچوب نظری گزارشگری منابع انسانی سبز

باتوجه چارچوب نظری پژوهش همانطور که مشخص است، در واقع این مدل در قالب ۳ مقوله و ۶ مولفه و ۳۶ مضمون مفهومی تفکیک کرده است. در ادامه باهدف برازش پایایی مدل برای تبیین در جامعه هدف پژوهش از تحلیل دلفی استفاده می‌شود.

یافته‌های تحلیل دلفی

تحلیل دلفی به عنوان حلقه پیوند بین تحلیل کیفی و کمی محسوب می‌شود، چراکه از طریق ارزیابی پایایی ابعاد مدل طراحی شده، اجازه تبیین مولفه‌های مدل را در قالب ابزارهای مورد نظر پژوهش در جامعه هدف در بخش کمی می‌دهد. در این پژوهش به منظور برازش پایایی مولفه‌های اصلی مدل ارائه شده از تحلیل دلفی استفاده شده است. این تحلیل مبتنی بر دو معیار ضریب توافق و میانگین است. به منظور انجام این سنجش ابتدا مولفه‌های پژوهش در قالب یک پرسشنامه هفت گزینه‌ای ترتیب داده شد تا بین اعضای پانل توزیع گردد و براساس چند دور رفت و برگشت پرسشنامه، سطح پایایی مولفه‌های پژوهش مورد سنجش قرار گیرد.

جدول ۵. تحلیل دلفی مولفه‌های اصلی پژوهش

		دور اول دلفی		دور دوم دلفی			
		میانگین	ضریب توافق	میانگین	ضریب توافق	موقفه‌ها	
نتیجه تحلیل دلفی	حوزه‌ی فردی افشاء اطلاعات منابع انسانی سبز	آموزش و توسعه سبز	۵/۵۰	۰/۷۵	۶/۱۰	۰/۸۵	تایید
		تعاملات و مشارکت سبز	۵/۲۰	۰/۶۰	۵/۴۰	۰/۷۰	تایید
	حوزه‌ی ساختاری افشاء اطلاعات منابع انسانی سبز	سیستم اطلاعات منابع انسانی سبز	۵/۱۰	۰/۵۵	۵/۳۰	۰/۶۵	تایید
		مدیریت ارزیابی عملکرد سبز	۶	۰/۸۰	۶/۱۰	۰/۸۲	تایید
	حوزه‌ی اجتماعی افشاء اطلاعات منابع انسانی سبز	نظام مشروعیت سبز	۵/۳۰	۰/۶۵	۵/۵۰	۰/۷۵	تایید
		چشم‌انداز سبز	۵/۴۰	۰/۷۰	۶	۰/۸۰	تایید

براساس دو معیار میانگین و ضریب توافق، مشخص شد، تمامی مولفه اصلی مربوط به ابعاد گزارشگری منابع انسانی سبز، مورد تایید هستند. به عبارت دیگر باتوجه به اینکه میانگین

مؤلفه‌های اصلی ۵ و از ۵ بالاتر بود و از طرف دیگر چون ضریب توافق بدست آمده بیش از ۰/۵ است می‌توان بیان کرد تمامی مؤلفه‌های اصلی پژوهش مورد تایید قرار گرفتند. بامشخص شدن تایید مؤلفه‌های اصلی پژوهش، در ادامه نسبت به اولویت‌بندی هریک از مؤلفه‌های گزارشگری منابع انسانی سبز در سطح شرکت‌های بازار سرمایه اقدام می‌شود.

تحلیل رتبه‌بندی تفسیری (IRP)

در ادامه همانطور که پیش‌تر توضیح داده شد، پژوهش وارد فاز تحلیل رتبه‌بندی تفسیری می‌شود تا اثرگذارترین مؤلفه‌ی مربوط به گزارشگری منابع انسانی سبز را مشخص کند. پس برای مقایسه زوجی مؤلفه‌های پژوهش از فرآیند ارزیابی تاثیرگذاری سطر « i » بر ستون « j » و یا برعکس و یا متقابل، استفاده می‌شود. بنابراین به منظور ایجاد ماتریس‌های تعاملی ابتدا می‌بایست سطح ارتباط مستقیم، متقارن و یا غیرمستقیم را همسو با توضیحات مورد توجه قرار داد. برای تعیین نوع روابط پیشنهاد شده است که از نظر خبرگان براساس نمادهای مندرج در جدول (۶) استفاده می‌شود:

جدول ۶. روابط مفهومی در تشکیل ماتریس خود تعاملی ساختاری

اختصارات تعریف شده				
	O	X	A	V
تشریح ریاضی	$i \nleftrightarrow j$	$i \Leftrightarrow j$	$i \Leftarrow j$	$i \Rightarrow j$
تشریح تفسیری	عدم وجود اثر سطر و ستون	اثر متقابل سطر و ستون	اثر مستقیم ستون بر سطر	اثر مستقیم سطر بر ستون

با توجه به اختصارات این تحلیل، در ادامه نسبت به تشکیل ماتریس خود تعاملی ساختاری (SSIM) اقدام می‌شود.

جدول ۷. ماتریس خود تعاملی مؤلفه‌های گزارشگری منابع انسانی سبز

		GHR	GHR1	GHR2	GHR3	GHR4	GHR5	GHR6
مؤلفه‌های مستقر سطر « i »	آموزش و توسعه سبز	GHR1	-	V	A	V	V	V
	تعاملات و مشارکت سبز	GHR2		-	A	O	V	A
	سیستم اطلاعات منابع انسانی سبز	GHR3			-	V	V	V
	مدیریت ارزیابی عملکرد سبز	GHR4				-	V	O

		GHR	GHR1	GHR2	GHR3	GHR4	GHR5	GHR6
	نظام مشروعیت سبز	GHR5					-	A
	چشم انداز سبز	GHR6						-
			مولفه‌های مستقر ستون «j»					

در این بخش می‌بایست نسبت به تعیین ماتریس تفسیری براساس مقایسه سطر «*i*» و ستون «*j*» و شاخص مُد به ترتیب زیر اقدام شود.

جدول ۸. تحلیل تفسیری ماتریس متقابل مولفه های گزارشگری منابع انسانی سبز

موفتهای مستقر سطر «۷»						
	GHR1	GHR2	GHR3	GHR4	GHR	GHR6
آموزش و توسعه سبز توسعه سبز محرك چشم انداز سبز	آموزش و توسعه سبز سبز محرك مشروعيت سبز	آموزش و توسعه سبز سبز محرك مديريت ارزايي عملکرد سبز		آموزش و توسعه سبز سبز محرك تعاملات و مشاركت سبز		
	تعاملات و مشاركت سبز محرك مشروعيت سبز					
سيستم اطلاعات منابع انساني سبز محرك چشم انداز سبز	سيستم اطلاعات منابع انساني سبز محرك مشروعيت سبز	سيستم اطلاعات منابع انساني سبز محرك مديريت ارزايي عملکرد سبز		سيستم اطلاعات منابع انساني سبز محرك تعاملات و مشاركت سبز	سيستم اطلاعات منابع انساني سبز محرك آموزش و توسعه سبز	
	مديريت ارزايي عملکرد سبز محرك مشروعيت سبز					
	چشم انداز سبز محرك تعاملات و مشاركت سبز			چشم انداز سبز محرك تعاملات و مشاركت سبز		
موفتهای مستقر ستون «۷»						

در این بخش می‌بایست براساس فرآیند تبدیل اختصارهای تعریف شده در جدول (۶)، چگونگی تبدیل نمادهای اختصاری ارائه شده در جدول (۹) توسط خبرگان پژوهش را مدنظر قرار داد.

جدول ۹. فرآیند تبدیل نمادهای اختصاری به ۰ و ۱

تبدیل نمادهای مفهومی به اعداد کمی		
نماد اختصاری	V	خانه‌ی مربوط به این زوج در ماتریس دستیابی عدد ۱ و خانه‌ی قرینه‌ی آن عدد ۰ قرار می‌گیرد.
	A	خانه‌ی مربوط به این زوج در ماتریس دستیابی عدد ۰ و خانه‌ی قرینه‌ی آن عدد ۱ قرار می‌گیرد.
	X	خانه‌ی مربوط به این زوج در ماتریس دستیابی عدد ۱ و خانه‌ی قرینه‌ی آن عدد ۱ قرار می‌گیرد.
	O	خانه‌ی مربوط به این زوج در ماتریس دستیابی عدد ۰ و خانه‌ی قرینه‌ی آن عدد ۰ قرار می‌گیرد.

در این بخش براساس این مفاهیم، اقدام به تشکیل ماتریس دستیابی برای تعیین مقایسه سطر «i» و ستون «j» براساس ۰ و ۱ می‌شود.

جدول ۱۰. ماتریس دستیابی مولفه‌های گزارشگری منابع انسانی سبز

		GHR	GHR1	GHR2	GHR3	GHR4	GHR5	GHR6
مولفه‌های مستقر سطر «i»	آموزش و توسعه سبز	GHR1	۱	۱	۰	۱	۱	۱
	تعاملات و مشارکت سبز	GHR2	۰	۱	۰	۰	۱	۰
	سیستم اطلاعات منابع انسانی سبز	GHR3	۱	۱	۱	۱	۱	۱
	مدیریت ارزیابی عملکرد سبز	GHR4	۰	۰	۰	۱	۱	۰
	نظام مشروعیت سبز	GHR5	۰	۰	۰	۰	۱	۰
	چشم‌انداز سبز	GHR6	۰	۱	۰	۰	۱	۱
		مولفه‌های مستقر ستون «j»						

در ادامه‌ی تحلیل جهت تعیین ارتباط غیرمستقیم بین مولفه‌های گزارشگری منابع انسانی سبز، مقایسه‌ی زوجی i امین مولفه به صورت دو به دو با تمام عناصر از (i + 1) ام تا n ام مورد مقایسه

قرار می‌گیرد. برای هر ارتباط پاسخ بله از گزینه «☒» استفاده شده است که به معنای وجود ارتباط قطعی بین مولفه‌های پژوهش است.

جدول ۱۱. مقایسه زوجی بین مضامین گزاره‌ای براساس فرم ماتریس

ماتریس متقابل GHR1... GHR6										
	GHR1 – GHR2	GHR2 – GHR1	GHR1 – GHR3	GHR3 – GHR1	GHR1 – GHR4	GHR4 – GHR1	GHR1 – GHR5	GHR5 – GHR1	GHR1 – GHR6	GHR6 – GHR1
GHR1				☒						
ماتریس متقابل GHR2... GHR6										
	GHR2 – GHR3	GHR3 – GHR2	GHR2 – GHR4	GHR4 – GHR2	GHR2 – GHR5	GHR5 – GHR2	GHR2 – GHR6	GHR6 – GHR2		
GHR2	-	☒	-					☒		
ماتریس متقابل GHR3... GHR8										
	GHR3 – GHR4	GHR4 – GHR3	GHR3 – GHR5	GHR5 – GHR3	GHR3 – GHR6	GHR6 – GHR3				
GHR3										
ماتریس متقابل GHR4... GHR8										
	GHR4 – GHR5	GHR5 – GHR4	GHR4 – GHR6	GHR6 – GHR4						
GHR4										
ماتریس متقابل GHR5... GHR8										
	GHR5 – GHR6	GHR6 – GHR5								
GHR5		☒								

براساس، ماتریس مقایسه زوجی، در این بخش اقدام به تدوین ماتریس دستیابی نهایی براساس ارتباط غیرمستقیم مولفه‌های پژوهش می‌شود. در واقع در این بخش اگر مولفه‌ی GHR1 با مولفه GHR2 بدون ارتباط تفسیر شده باشد، اما ارتباط بین GHR2 با GHR3 به صورت مستقیم تعریف شده است، براساس اجرای دستور بولین پروداکت در نرم‌افزار متلب می‌توان ارتباط GHR1 با GHR3 به صورت متقارن و در قالب «*» تعیین شود. لذا نتایج این بخش در جدول (۱۲) به ترتیب زیر ارائه شده است.

جدول ۱۲. ماتریس دستیابی نهایی مولفه های گزارشگری منابع انسانی سبز

		GHR	GHR1	GHR2	GHR3	GHR4	GHR5	GHR6
مولفه های مستقر سطر «f»	آموزش و توسعه سبز	GHR1	۱	۱	۱°	۱	۱	۱
	تعاملات و مشارکت سبز	GHR2	۰	۱	۱°	۱°	۱	۰
	سیستم اطلاعات منابع انسانی سبز	GHR3	۱	۱	۱	۱	۱	۱
	مدیریت ارزیابی عملکرد سبز	GHR4	۰	۰	۰	۱	۱	۰
	نظام مشروعیت سبز	GHR5	۰	۰	۰	۰	۱	۱°
	چشم انداز سبز	GHR6	۰	۱	۰	۰	۱	۱
		مولفه های مستقر ستون «f»						
		تأثیر گذاری مستقیم			تأثیر گذاری انتقالی			

باتوجه به مشخص شدن، سطح تاثیرگذاری مستقیم و انتقالی مولفه های گزارشگری منابع انسانی سبز، در گام بعد اقدام به تعیین درصدهای امتیاز مجموع سطح تاثیرگذاری ها می شود که این نتایج در قالب جدول (۱۳) ارائه شده است.

جدول ۱۳. درصد امتیازهای سطح تاثیرگذاری مولفه های گزارشگری منابع انسانی سبز

			تأثیر گذاری مستقیم	تأثیر گذاری انتقال پذیر	تأثیر گذاری تفسیری	تأثیر گذاری کلی	درصد تاثیر گذاری جامع		
گزارشگری منابع انسانی سبز	آموزش و توسعه سبز	GHR1	۵	۱	۴	۱۰	۲۷/۷۷	2 th	Rank
	تعاملات و مشارکت سبز	GHR2	۲	۲	۱	۵	۱۳/۸۸	3 th	
	سیستم اطلاعات منابع انسانی سبز	GHR3	۶	۰	۵	۱۱	۳۰/۵۵	1 th	
	مدیریت ارزیابی عملکرد سبز	GHR4	۲	۰	۱	۳	۸/۳۳	4 th	
	نظام مشروعیت سبز	GHR5	۱	۱	۰	۲	۵/۵۵	5 th	
	چشم انداز سبز	GHR6	۳	۰	۲	۵	۱۳/۸۸	3 th	
		مجموع	۱۹	۴	۱۳	۳۶			
		درصد	۵۲/۷۷	۱۱/۱۱	۳۶/۱۱				

طبق نتایج بدست آمده از جدول (۱۳) مشخص گردید، ۵۲/۷۷ درصد ارتباط بین مولفه های گزارشگری منابع انسانی سبز، مستقیم و ۱۱/۱۱ درصد دارای تاثیرگذاری انتقالی هستند. از

مجموع تاثیرگذاری کلی مبتنی بر مقیاسه زوجی بین مولفه‌های پژوهش مشخص شد، درصد تاثیرگذاری مولفه‌ی سیستم اطلاعات منابع انسانی سبز نسبت به بقیه مولفه‌های گزارشگری منابع انسانی سبز بیشتر است، که به معنای آن است که جهت توسعه حسابداری پایداری، مهمترین فاکتور گزارشگری منابع انسانی سبز، تمرکز بر افشاء سیستم اطلاعات منابع انسانی سبز است.

بحث و نتیجه‌گیری

هدف این پژوهش بسط اکتشافی ابعاد زمینه‌ای گزارشگری منابع انسانی سبز از طریق ارزیابی ماتریس مرجع حسابداری پایداری است. در این پژوهش با اتکاء به گرنند تنوری تلاش شد تا نسبت به شناسایی و اکتشاف ابعاد زمینه‌ای گزارشگری منابع انسانی سبز به عنوان ابزار توسعه حسابداری پایداری اقدام شود. براساس این فرآیند طی ۱۲ مصاحبه انجام شده، ابعاد پدیده‌ی مورد بررسی ظهور یافتند و طی دو راند تحلیل دلفی تلاش شد تا نسبت به تعیین پایایی ابعاد اکتشاف شده از طریق ضریب توافق و میانگین، اقدام لازم صورت پذیرد. نتایج سه مرحله کدگذاری در رویکرد گلیر نشان داد، ۳ مقوله و ۶ مولفه و ۳۶ مضمون از مجموع ۳۸۹ کد باز ایجاد شده، شناسایی شدند و چارچوب نظری گزارشگری منابع انسانی سبز را توسعه بخشیدند. چارچوبی که در پژوهش‌های گذشته مورد توجه نبوده است و پراکندگی تمرکز بر حسابداری پایداری، این بخش از گزارشگری را به میزان زیادی مبهم کرده بود. سه مقوله اصلی اکتشاف شده شامل حوزه فردی افشاء اطلاعات منابع انسانی سبز، حوزه ساختاری افشاء اطلاعات منابع انسانی سبز و حوزه اجتماعی افشاء اطلاعات منابع انسانی سبز بودند که در ادامه نسبت به تشریح آن اقدام می‌شود.

حوزه فردی افشاء اطلاعات منابع انسانی سبز مقوله‌ای متکی بر انعکاس اطلاعات شرکت در زمینه برنامه‌ها و سیاست‌های آموزشی و مشارکتی منابع انسانی در حفاظت از محیط‌زیست است. در واقع این دو مولفه در حوزه فردی افشاء اطلاعات به ذینفعان کمک می‌کنند تا درک منسجم‌تری از محرک‌های رفتاری و تعاملی منابع انسانی در شرکت کسب کنند تا ادراک کنند که تاچه اندازه ارزش‌های جاری در رفتار منابع انسانی می‌تواند به توسعه محیط‌زیست و کاهش

آلایندگی‌ها و کنترل ضایعات منجر شود. از طرف دیگر حوزه ساختاری افشاء اطلاعات منابع انسانی سبز، مقوله‌ای مبتنی بر دو مولفه‌ی سیستم اطلاعات منابع انسانی و مدیریت ارزیابی عملکرد سبز شرکت است که گویایی این واقعیت است که مکانیزم‌های اطلاعات تاجه میزان از طریق گردش و بازخورد باعث می‌شود تا تحریک عملکردهای سبز شرکت به سیرژی تبدیل شود و باعث شود تا سطح حفاظت از محیط‌زیست افزایش یابد. در این مقوله شرکت‌ها با توسعه زیرساخت‌های سیستم‌های اطلاعاتی و فناوریانه ابتدا نسبت به شناخت انتظارات از بسترهای اجتماعی اقدام می‌کنند و سپس بر پایه فرآیندهای سازمانی نسبت به اصلاح سیاست‌ها و برنامه از طریق ارزیابی به موقع عملکردهای سبز، تصمیم‌گیری و عملیات متناسب را بکار می‌گیرند تا با انعکاس به موقع اخبار و اطلاعات بتوانند نسبت به محیط‌زیست و چالش‌های آن برای اجتماع، مسئولانه و متعهدانه‌تر رفتار کنند. در مقوله آخر اکتشاف شده، یعنی حوزه‌ی اجتماعی افشاء اطلاعات منابع انسانی سبز دو مولفه‌ی مشروعیت و چشم انداز سبز شناسایی شدند که بیانگر کارکردهای مبتنی بر مسئولیت‌های اجتماعی منابع انسانی در برابر محیط‌زیست می‌باشد. معمولاً شرکت‌های دارای چنین مکانیزم‌هایی با بیان مأموریت‌ها و راهبردهای عملیاتی خود برای آینده در تلاش هستند تا سطح مشروعیت و پاسخگویی خود را ارتقاء بخشند و نسبت به سناریوهای احتمالی در آینده، از آمادگی منسجم‌تری برخوردار باشند.

از طرف دیگر براساس پرسش آخر مطالعه حاضر مشخص شد، مولفه سیستم اطلاعات منابع انسانی سبز مؤثرترین بعد گزارشگری سبز در توسعه‌ی حسابداری پایدار است. در تفسیر نتیجه کسب شده باید بیان کرد، افشاء کارکردهای شرکت در حوزه‌ی سیستم‌های اطلاعات مدیریت منابع انسانی سبز در قالب گزارش‌های همراه در کنار اطلاعات مالی، می‌تواند نشان دهنده‌ی کیفیت عملکردی شرکت در انعکاس به موقع و قابل اتکاء اطلاعات به ذینفعان است. به عبارت دیگر سیستم اطلاعات منابع انسانی سبز به دلیل چرخه‌ی اطلاعاتی ایجاد شده، با ارزیابی محیط بیرون شرکت تلاش می‌کند تا نسبت به تغییرات زیست‌محیطی از انعطاف‌پذیری بالاتری برای پاسخگویی برخوردار باشد. بنابراین در یک چرخه سیستماتیک، اطلاعات را از بسترهای اجتماعی وارد سیستم می‌کند و براساس ماهیت تغییرات یا چالش‌های شناسایی شده، سطح

کارکردی سیستم (مدیران لایه‌های مختلف تعریف شده در سیستم اطلاعات) را مسئول رسیدگی و اتخاذ فرآیندهای عملیاتی لازم می‌کند تا پاسخ منسجمی را به این تغییرات، در سریع‌ترین زمان ممکن ارائه دهد و با بازخورد آن به کل سیستم، سطح شناخت از تغییرات زیست‌محیطی را به عنوان یک راهبرد عملیاتی در منابع انسانی به یک ارزش یادگیرنده و نهادینه شده تبدیل کند. در واقع سیستم تحت نظارت مستقیم منابع انسانی، به گونه‌ای عمل می‌کند تا با واکنش مناسب و به موقع، پاسخ قابل توجهی دهد. این فرآیند در واقع همان ارزش یادگیرنده‌ای است که افشاء سیستم اطلاعات منابع انسانی سبز می‌تواند در ساختار شرکت ایجاد کند و زمینه برای کاهش عدم تقارن اطلاعات در لایه اول هدف حسابداری پایدار و گزارشگری یکپارچگی به عنوان لایه دوم هدف حسابداری پایدار توسعه بخشد. در واقع نتایج کسب شده در بازار سرمایه ایران نشان می‌دهد، سیستم‌های اطلاعات منابع انسانی سبز در افشاء اطلاعات شرکت‌ها در قالب گزارشگری سبز می‌تواند به ایجاد همگرایی بیشتر اطلاعات بین شرکت‌ها با ذینفعان منتج شود و زمینه را برای اثربخشی بالاتر تبادل اطلاعات بین شرکت‌ها با آنان مهیا کند. به عبارت دیگر انتقال اطلاعات از بسترهای اطلاعاتی و ذینفعان باعث می‌شود تا شناخت منسجم‌تری بین کارکردهای شرکت‌ها با انتظارات اجتماعی ایجاد شود و منابع انسانی شرکت‌های بازار سرمایه بتوانند منسجم‌تر نسبت به استراتژی‌های سبز ایفای نقش کنند و همچنین به کاهش آلاینده‌گی‌های زیست‌محیطی در بازار سرمایه منجر می‌شود، زیرا سیکل‌های اطلاعاتی در بسترهای بازار سرمایه با افشاء به موقع اطلاعات اختیاری همچون کربن، به نهادهای نظارتی کمک می‌کند تا تدابیر و راهبردهای لازم برای کاهش گازهای دی‌اکسید کربن و تولیدهای با درصد گاز متان بالاتر را اتخاذ کنند. نتیجه حاصل براساس ماهیت مفهومی مشابه با پژوهش‌های گونزالس و پیناوینسز (۲۰۲۲)؛ استیفنسکو (۲۰۲۲) و قادری و همکاران (۱۴۰۰) مطابقت دارد.

باتوجه به اهمیت گزارشگری منابع انسانی سبز در توسعه‌ی حسابداری پایدار، به قانون‌گذاران و تدوین‌کنندگان استانداردهای حسابداری پیشنهاد می‌شود تا به طور مصداقی‌تر نسبت به تعیین الزامات یا هنجارهای عملکردی شرکت‌ها در برابر محیط‌زیست اقدام کنند تا از این طریق فرهنگ مسئولیت در برابر محیط‌زیست به صورت همگن و اختیاری در عملکرد

شرکت‌ها توسعه یابد و اهرم‌های ساختاری شرکت همچون مدیریت منابع انسانی، راهبردهای متناسبی برای تغییر رفتار و ذهنیت افراد در رابطه با حفاظت از محیط‌زیست اتخاذ کنند. همچنین این مطالعه به تدوین‌کنندگان سرفصل‌های دروس دانشگاهی و متولیان امر آموزش حسابداری دارد و پیشنهاد می‌کند که در هنگام تدوین سرفصل‌های آموزشی حسابداری، درس حسابداری پایداری و سرفصل‌های آن همچون گزارشگری منابع انسانی سبز را نیز مدنظر قرار دهند تا بدین طریق دانش آموختگان حسابداری، شناخت و مهارت‌های لازم را برای ورود به حرفه به دست آورده‌اند.

References

- Abdi, M; Kordestani, G; & Rezazade, J. (2019). Designing of Corporates' Coherent Sustainability Reporting Model. *Financial Accounting Research*, 11(4): 23-44. (In Persian).
- Ahmadi, F; Nasiriani, Kh. and Parvaneh, A. (2008). Delphi technique: a tool in research. *Iranian Journal of Education in Medical Sciences*, 8(1): 175-185. (In Persian).
- Ahmadi, S; Rahmani, A; Hosseini, S; Homayoun, S. (2023). Identification of material sustainability indicators in the exchange industry using qualitative content analysis. *Journal of Securities Exchange*, 16(63): 81-100. (In Persian).
- Barzegar, K; Adibi Fard, M; & Tashakorian Jahromi, A. (2022). Presenting a Comprehensive Framework of Green HRM Using a Meta-Synthesis Approach. *Journal of Human Resource Management*, 12(1): 48-76. (In Persian).
- Bassen, A; Fieberg, Ch; Kordsachia, O; Lopatta, K; Nevdza, B. (2022). Index construction for sustainable development investing, *Journal of Sustainable Finance & Investment*, <https://doi.org/10.1080/20430795.2022.2105790>.
- Bennett, M; & James, P. (2017). *The Green Bottom Line: Environmental Accounting for Management: Current Practice and Future Trends*. Routledge.
- Charmaz, K. (2011). Grounded theory methods in social justice research. *The Sage handbook of qualitative research*, 4(3): 359-380.
- Chaudhary, R. (2019). Green Human Resource Management and Employee Green Behavior: An Empirical Analysis, *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 27(2): 630-641. <https://doi.org/10.1002/csr.1827>.
- Dura, J; Suharsono, R. (2022). Application Green Accounting To Sustainable Development Improve Financial Performance Study in Green Industry, *Journal Akuntansi*, 26(2): 192-212. <https://doi.org/10.24912/ja.v26i2.893>.
- Edge, B. (2022). Recent Developments in Sustainability Reporting, *Australian Accounting Review*, 32(2): 151-155. <https://doi.org/10.1111/auar.12378>.
- Esmailpour, R; Azar, A; & ShahMohammadi, M. (2017). An Interpretative Structural Model on Effective Factors of The Suppliers' Selection Based on CSR. *Industrial Management Studies*, 15(47): 45-70. (In Persian).
- Fernández, W. D. (2004). The grounded theory method and case study data in IS research: issues and design. In *Information Systems Foundations Workshop: Constructing and Criticizing*, 1(1): 43-59.
- Glaser, B. G. (1992). *Theoretical Sensitivity: Advances in the methodology of grounded theory*. Mill Valley, Calif.: Sociology Press.
- Glaser, B. G; & Holton, J. (2007). Remodeling grounded theory, *Historical Social Research/Historische Sozialforschung. Supplement*, 19(32): 47-68.
- Gonzalez, C, Ch; Peña-Vinces, J. (2022). A framework for a green accounting system-exploratory study in a developing country context, Colombia, *Environment, Development and Sustainability*, <https://doi.org/10.1007/s10668-022-02445-w>.
- Hörisch, J; Schaltegger, S; Freeman, R, E. (2020). Integrating stakeholder theory and sustainability accounting: A conceptual synthesis, *Journal of Cleaner Production*, 275(10): 32-61. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2020.124097>.

- Hussein, Z, Al-A, A; Al-Shammari, H, A, K. (2022). Green Employee Performance According to Green Human Resources Accounting and its Reflection on Competitive Advantage. *Alkut university college journal*, 6(2): 41-63.
- Jablonski, A; (2016). Scalability of Sustainable Business Models in Hybrid Organizations. *Sustainability*. 8, 194.
- Kalalian Moghadam, H; Mahrati, Y; Ashrafi, M. and Khodavian, A. (2019). Identifying factors affecting the recognition of opportunities for social value creation in Iran: data base theorizing with an emergent approach (Glaser), Ferdowsi University of Mashhad Social Sciences, 17(1): 87-141. (In Persian).
- Kaur, A; Lodhia, S, K. (2019). Sustainability accounting, accountability and reporting in the public sector: An overview and suggestions for future research, *Meditari Accountancy Research*, 27(4): 498-504. <https://doi.org/10.1108/MEDAR-08-2019-510>
- Khaki, M; Hamidian, M; Khosravipour, N. and Saraf, M. (2021). Development of sustainable reporting function based on the anomie of social pressures, *Securities Analysis Financial Knowledge Quarterly*, 15(53): 33-49 (In Persian).
- Khan, K; Shams, M, Sh; Khan, Q; Akbar, Sh; Niazi, M, M. (2022). Relationship among Green Human Resource Management, Green Knowledge Sharing, Green Commitment, and Green Behavior: A Moderated Mediation Model, *National Library of Medicine*, 13(2): 94-117. <https://doi.org/10.3389/fpsyg.2022.924492>.
- Kim, Y. J; Kim, W. G; Choi, H. M; & Phetvaroon, K. (2019). The effect of green human resource management on hotel employees' eco-friendly behavior and environmental performance. *International Journal of Hospitality Management*, 76(2): 83-93.
- Klimanov, V, V. Kazakova, S, M. (2022). Assessment of sustainable development of Russian regions, *Area Development and policy*, 7(3): 312-334. <https://doi.org/10.1080/23792949.2021.1994437>.
- Kramar, R. (2022). Sustainable human resource management: six defining characteristics, *Asia Pacific Journal of Human Resources*, 60(1): 146-170. <https://doi.org/10.1111/1744-7941.12321>.
- Kwakye, T.O; Welbeck, E.E; Owusu, G.M.Y; Anokye, F, K. (2018). Determinants of intention to engage in Sustainability Accounting & Reporting (SAR): the perspective of professional accountants. *International Journal of Corporate Social Responsibility* 3, 11-29. <https://doi.org/10.1186/s40991-018-0035-2>.
- Lee, H, Y; Hu, M, Ch; Yain, Y, Sh; Lin, Y, T. (2018). Influence of human resources development on green accounting performance, *Journal of Economic and Social Thought; Istanbul*, 5(4): 330-334. <https://doi.org/10.1453/jest.v5i4.1809>.
- Lu, H; Xu, W; Cai, Sh; Yang, F; Chen, Q. (2022). Does top management team responsible leadership help employees go green? The role of green human resource management and environmental felt-responsibility,

- Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, <https://doi.org/10.1002/csr.2239>.
- Malik, A; Egan, M; Du Plessis, M; Lenzen, M. (2021). Managing sustainability using financial accounting data: The value of input-output analysis, *Journal of Cleaner Production*, 293(13): 81-110. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2021.126128>.
- Pfeffer, J. (2010). Building sustainable organizations: The human factor. *Academy of Management Perspectives*, 24(1): 34-45.
- Pham, D, H; Chu, Th, H; Hoang, Th, B, N, H; Lai, Th, Th; Mcmilan, D. (2022). Human resource accounting disclosure among listed companies in Vietnam: An empirical study, *Cogent Business & Management*, 9(1): 206-243. <https://doi.org/10.1080/23311975.2022.2067025>.
- Qadri, F; Pakmaram, A; Qalibaf Asal, H. and Bahrithalath, J. (2021). Development of the concept of accounting structures of stability and financial health of companies in the capital market of Iran, *Management Accounting*, 14(48): 87-102. (In Persian).
- Qalipour, V. and Hamedinia, A. (2021). The importance of sustainable human resource management to achieve the goals and objectives of sustainable development, *Bimonthly New Attitudes of Business Management*, 2(5): 200-216. (In Persian).
- Schaltegger, S; Bennett, M; Burritt, R. (2006). Sustainability Accounting and Reporting, *Eco-Efficiency in Industry and Science*.
- Speziale, HS, Streubert, HJ, & Carpenter, DR. (2011). Qualitative research in nursing: Advancing the humanistic imperative. Lippincott Williams & Wilkins.
- Stefanescu, C.A. (2022). Linking sustainability reporting frameworks and sustainable development goals, *Accounting Research Journal*, 35(4): 508-525. <https://doi.org/10.1108/ARJ-07-2020-0196>.
- Tavakoli, A; Hashmi, A; Sabet, A; & Razeghi, S. (2018). Proposing a Green Human Resource Management Model on the Basis of Human Resource Management. *Journal of Research in Human Resources Management*, 10(1): 77-104. (In Persian).
- Valiyan, H; Safarigerayli, M; Rezaei pitenoei, Y. (2022). Institutional Investors' Horizons and Managerial Myopia. *Journal of Securities Exchange*, 14(56): 269-296. (In Persian).
- Zare Dizj, A; Ramezani, M; Sanginurpour, A; Bahlouli, N. and Eskandari, K. (2021). Strategic management of green human resources as a tool to support the establishment of sustainable development, *Public Adminis.*

Investigating the Usefulness of Management Commentary: The View of Users, Preparers, and Regulators¹

Mohammad Namazi², Sasan Khademi³

Received: 2023/06/24

Accepted: 2023/12/08

Research Paper

Abstract

This research examines the usefulness of the management commentary for the first time in Iran from the view of users, preparers, and regulators. To collect the research data, first, based on the related literature and theoretical foundations, hypotheses related to the usefulness of the management commentary were developed. Then, the data related to the views of the three groups in 2021 were collected and the research hypotheses were analyzed using the one-sample Wilcoxon signed rank test. The main findings show that the primary users of financial reports do not consider the current management commentary useful when making decisions. Also, the preparers of the management commentary do not consider this report useful in terms of not increasing the direct and indirect costs of the company and better fulfilling the responsibility of the company to the stock exchange; but they do not consider this report useful in terms of reducing the cost of financing and increasing the legitimacy of the company. In addition, regulators do not consider this report useful in terms of increasing information efficiency, liquidity of the stock market, and increasing the number of investors and analysts. The findings can inform companies and regulators (Securities & Exchange Organization and Audit Organization) about the usefulness of the current management commentary and the necessity of any revision and updating of guidelines or standards related to its preparation.

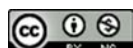
Key Words: Information Asymmetry, Corporate Disclosure, Decision-usefulness Approach, Usefulness of Management Commentary.

JEL Classification: G14, M41.

1. doi: 10.22034/JSE.2023.12109.2068

2. Professor, Department of Accounting, Faculty of Economics, Management and Social Sciences, Shiraz University, Shiraz, Iran. (mnamazi@rose.shirazu.ac.ir).

3. Ph.D. Department of Accounting, Faculty of Economics, Management and Social Sciences, Shiraz University, Shiraz, Iran. (Corresponding Author). (s.khademi@shirazu.ac.ir).



Copyright © 2024 The Authors. Published by Securities and Exchange Organization.
This work is licensed under a Creative Commons Attribution-NonCommercial 4.0 International license (<https://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/>). Non-commercial uses of the work are permitted, provided the original work is properly cited.

بررسی سودمندی گزارش تفسیری مدیریت: دیدگاه استفاده کنندگان، تهیه کنندگان و نهادهای ناظر و تدوین کننده مقررات بازار سرمایه^۱

محمد نمازی^۲، ساسان خادمی^۳

تاریخ دریافت: ۱۴۰۲/۰۴/۰۳

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۲/۰۹/۱۷

مقاله پژوهشی

چکیده

این پژوهش، سودمندی گزارش تفسیری مدیریت کنونی را برای نخستین بار در ایران از منظر استفاده کنندگان این گزارش، تهیه کنندگان آن و نهادهای ناظر و تدوین کننده مقررات بازار سرمایه مورد بررسی قرار می دهد. به منظور جمع آوری داده های پژوهش، ابتدا بر مبنای ادبیات و مبانی نظری وابسته، فرضیه های مرتبط با سودمندی گزارش تفسیری مدیریت تدوین شد. سپس به شیوه پیمایشی داده های مربوط به دیدگاه سه گروه یاد شده در سال ۱۴۰۰ جمع آوری و فرضیه های پژوهش با استفاده از آزمون تک نمونه ای و یلکاکسون مورد بررسی قرار گرفتند. بر مبنای یافته های این پژوهش، استفاده کنندگان اصلی گزارش های مالی، گزارش تفسیری مدیریت کنونی را در هنگام تصمیم گیری سودمند نمی دانند. همچنین تهیه کنندگان گزارش تفسیری مدیریت، این گزارش را از جنبه عدم افزایش هزینه های مستقیم و غیرمستقیم شرکت و ایفای بهتر مسئولیت شرکت در برابر بورس و اوراق بهادار سودمند دانسته، اما از جنبه کاهش هزینه تامین مالی و افزایش مشروعیت شرکت سودمند نمی دانند. افزون بر این، نهادهای ناظر و تدوین کننده مقررات بازار سرمایه این گزارش را از هیچ یک از جنبه های افزایش کارایی (اطلاعاتی)، نقدشوندگی بازار سهام، افزایش تعداد سرمایه گذاران و تحلیل گران بازار سودمند نمی دانند. نتایج این پژوهش می تواند شرکت ها و نهادهای ناظر و تدوین کننده مقررات بازار سرمایه در کشور (سازمان بورس و اوراق بهادار و سازمان حسابرسی) را در رابطه با میزان سودمندی گزارش تفسیری مدیریت کنونی و لزوم هرگونه تجدید نظر و به روزرسانی رهنمودها و یا استانداردهای مربوط به تهیه آن آگاه سازد.

واژه های کلیدی: عدم تقارن اطلاعاتی، افشاء شرکی، رویکرد سودمندی در تصمیم، سودمندی گزارش تفسیری مدیریت.

طبقه بندی موضوعی: G14, M41.

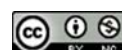
doi: 10.22034/JSE.2023.12109.2068

۲. استاد ممتاز، بخش حسابداری، دانشکده اقتصاد مدیریت و علوم اجتماعی، دانشگاه شیراز، شیراز، ایران. (mnamazi@rose.shirazu.ac.ir)

۳. دکتری، بخش حسابداری، دانشکده اقتصاد مدیریت و علوم اجتماعی، دانشگاه شیراز، شیراز، ایران. (نویسنده مسئول). (s.khademi@shirazu.ac.ir)

حق انتشار این مستند، متعلق به نویسندگان آن است. © ۱۴۰۲. ناشر این مقاله، سازمان بورس و اوراق بهادار است.

این مقاله تحت گواهی زیر منتشر شده و هر نوع استفاده غیرتجاری از آن مشروط بر استناد صحیح به مقاله و با رعایت شرایط مندرج در آدرس زیر مجاز است.



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

مقدمه

بازار سرمایه نقش مهمی در ارتقاء کارایی اقتصاد دارد و عملکرد خوب آن یکی از عوامل کلیدی دستیابی به رشد اقتصادی بالا است (مقصودی، بیگدلی و خطیر، ۱۴۰۱). یکی از عوامل مؤثر در بازار سرمایه که نقش مهمی در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران و بستانکاران دارد، وجود و افشاء اطلاعات کافی و مناسب است. افشای اطلاعات چنان اهمیتی دارد که می‌توان آن را یکی از مؤلفه‌های کلیدی نظارت بر ناشران بورس اوراق بهادار به شمار آورد (مفاخری‌نیا، جمالی و سعیدی، ۱۴۰۰). گزارش تفسیری مدیریت^۱ را می‌توان به عنوان یکی از مصادیق افشاء و در نتیجه تلاش‌های «بنیاد استانداردهای بین‌المللی گزارشگری مالی»^۲ در جهت انتظام بخشی به افشای هر چه بیشتر اطلاعات شرکتی دانست. این گزارش یک گزارش توصیفی بوده که زمینه لازم را برای تفسیر وضعیت مالی، عملکرد مالی و جریان‌های نقدی واحد تجاری فراهم می‌آورد. همچنین این فرصت را برای مدیریت فراهم می‌کند تا به تشریح اهداف و راهبردهای خود پردازد (سازمان بورس و اوراق بهادار، ۱۳۹۶).

در ایران، ارائه گزارش تفسیری مدیریت در دی ماه ۱۳۹۶ توسط سازمان بورس اوراق بهادار برای کلیه ناشران بورسی و فرابورسی الزامی شد (سازمان بورس و اوراق بهادار، ۱۳۹۶). با وجودی که از تهیه این گزارش توسط ناشران بورسی چندین سال می‌گذرد، به اعتقاد کارشناسان تاکنون ضوابط تهیه این گزارش چندان جدی گرفته نشده و در عمل از کیفیت لازم برخوردار نیست (سازمان حسابرسی، ۱۳۹۹). یافته‌های برجانه، رحیمیان و باقری پرمهر (۱۴۰۱) مبنی بر پایین بودن میزان انطباق سطح افشاء در گزارش تفسیری مدیریت شرکت‌ها با الزامات تهیه این گزارش را می‌توان به عنوان شواهدی تجربی از این موضوع دانست. همچنین با توجه به اینکه یک نهاد غیراستانداردگذار، یعنی سازمان بورس اوراق بهادار، ضوابط تهیه آن را با نسخه برداری از رهنمودهای پیشنهادی بنیاد استانداردهای بین‌المللی گزارشگری مالی تدوین کرده، تردیدهای جدی در خصوص اثربخشی این شیوه عمل به وجود آمده است (سازمان حسابرسی، ۱۳۹۹). از آنجا که تاکنون مطالعه و پژوهش تجربی نیز در این خصوص توسط مراجع دانشگاهی و حرفه‌ای صورت پذیرفته، ابعاد مختلف سودمندی گزارش تفسیری مدیریت در هاله‌ای از ابهام قرار گرفته است (سازمان حسابرسی، ۱۳۹۹). در نتیجه در محافل دانشگاهی

1. Management Commentary (MC)

2. International Financial Reporting Standards (IFRS) Foundation

و حرفه‌ای این پرسش جدی به وجود آمده است که در حال حاضر میزان سودمندی گزارش تفسیری مدیریت در شرکت‌های بورسی و فرابورسی ایران چگونه است؟

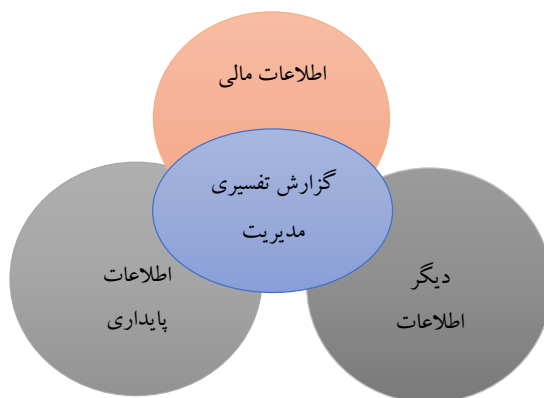
این پژوهش برای نخستین بار در کشور قصد دارد تا بر مبنای ادبیات و پیشینه نظری مرتبط با سودمندی افشای اطلاعات توسط شرکت‌ها، به بررسی سودمندی گزارش تفسیری مدیریت از منظر ذینفعان مختلف آن شامل استفاده‌کنندگان گزارش (سرمایه‌گذاران و بستانکاران)، تهیه‌کنندگان گزارش (شرکت‌های بورسی و فرابورسی) و نهادهای ناظر و تدوین‌کننده مقررات بازار سرمایه (سازمان بورس اوراق بهادار و سازمان حسابرسی)، بپردازد. به گونه دقیق‌تر این پژوهش قصد دارد تا به پرسش‌های بعدی پاسخ دهد: ۱. استفاده‌کنندگان اصلی گزارش‌های مالی، گزارش تفسیری مدیریت را به چه میزان سودمند می‌دانند؟ ۲. تهیه‌کنندگان گزارش‌های مالی، گزارش تفسیری مدیریت را به چه میزان سودمند می‌دانند؟ ۳. نهادهای ناظر و تدوین‌کننده مقررات بازار سرمایه، گزارش تفسیری مدیریت را به چه میزان سودمند می‌دانند؟ نتایج این مطالعه به ویژه برای بنیاد استانداردهای بین‌المللی گزارشگری مالی که در حال حاضر مشغول کار بر پروژه به روز رسانی بیانیه سال ۲۰۱۰ گزارش تفسیری مدیریت است، می‌تواند سودمند واقع شود. همچنین می‌تواند نهادهای ناظر و تدوین‌کننده مقررات بازار سرمایه در کشور (سازمان بورس اوراق بهادار و سازمان حسابرسی) را در رابطه با میزان سودمندی گزارش تفسیری مدیریت کنونی و لزوم هرگونه تجدید نظر و به روز رسانی رهنمودها و یا استانداردهای مربوط به تهیه آن آگاه سازد. افزون بر این، نتایج این مطالعه می‌تواند با برجسته کردن نظرات ذینفعان مختلف نسبت به سودمندی گزارش تفسیری مدیریت، شکاف و خلاء موجود در این حوزه را پوشش داده و به گسترش مبنای نظری و ارائه مدارک تجربی در این زمینه کمک کند. در ادامه پژوهش، ابتدا مبنای نظری، فرضیه‌ها و روش‌شناسی پژوهش بیان می‌شود و در نهایت نیز تحلیل یافته‌ها، بحث و نتیجه‌گیری، پیشنهادها و محدودیت‌های پژوهش بیان می‌شوند.

مبنای نظری و توسعه فرضیه‌ها

گزارش تفسیری مدیریت

گزارش تفسیری مدیریت یک گزارش مدیریتی و برگرفته از بیانیه سال ۲۰۱۰ بنیاد استانداردهای بین‌المللی گزارشگری مالی است. تهیه این گزارش از سال ۱۳۹۶ به منظور کاهش توقف نمادها و افزایش نقدشوندگی سهام شرکت‌ها توسط سازمان بورس اوراق بهادار الزامی

و جایگزین گزارش پیش‌بینی سود شد (جامعه حسابداران رسمی ایران، ۱۳۹۶ و سازمان حسابرسی، ۱۳۹۹). مخاطب این گزارش استفاده‌کنندگان اصلی گزارش‌های مالی شامل سرمایه‌گذاران و بستانکاران بالفعل و بالقوه بوده و هدف از تهیه آن این است که بتواند به عنوان گزارشی مکمل و متمم صورت‌های مالی، سایر اطلاعات مورد نیاز استفاده‌کنندگان اصلی گزارش‌های مالی را در جهت تصمیم‌گیری مناسب تر آن‌ها فراهم کند (هیئت استانداردهای بین‌المللی حسابداری، ۲۰۰۵). برپایه پروژه کنونی بنیاد استانداردهای بین‌المللی گزارشگری مالی در زمینه به روزرسانی بیانیه سال ۲۰۱۰ گزارش تفسیری مدیریت، گزارش تفسیری مدیریت گزارشی است که مکمل صورت‌های مالی یک واحد تجاری است. این گزارش بینش مدیریت را در مورد عواملی که بر عملکرد و وضعیت مالی واحد تجاری تأثیر گذاشته و همچنین عواملی که می‌توانند بر توانایی واحد تجاری در ایجاد ارزش و تولید جریان های نقدی در آینده تأثیر گذارند، ارائه می‌دهد (بنیاد استانداردهای بین‌المللی گزارشگری مالی، ۲۰۲۱ الف). گزارش تفسیری مدیریت با نام های مختلفی از جمله گزارش بحث و تحلیل مدیریت، گزارش بررسی عملیاتی و مالی و گزارش استراتژیک نیز شناخته می‌شود. شکل ۱ میزان اشتراک محتوای اطلاعاتی گزارش تفسیری مدیریت را با سه حوزه اطلاعات مالی، اطلاعات پایداری (شامل اطلاعات زیست محیطی و اجتماعی) و دیگر اطلاعات (مانند اطلاعات مربوط الگوی کسب و کار و چرخه ایجاد ارزش، انواع ریسک‌ها، استراتژی شرکت، منابع و روابط مشهود و نامشهود شرکت و عوامل خارجی اثرگذار بر فعالیت‌های شرکت) نشان می‌دهد.



شکل ۱. اشتراک محتوای اطلاعاتی گزارش تفسیری مدیریت با سایر اطلاعات

(بنیاد استانداردهای بین‌المللی گزارشگری مالی، ۲۰۲۱ ب؛ ۳)

نقد پژوهش‌های پیشین و نوآوری پژوهش

بررسی ادبیات و پیشینه مرتبط با گزارش‌های مدیریتی شامل گزارش بحث و تحلیل مدیریت و گزارش تفسیری مدیریت نشان می‌دهد که پژوهش‌های خارجی موجود در زمینه سودمندی این گونه گزارش‌ها ضمن اینکه بسیار اندک هستند، سودمندی را نیز تنها از جوانبی خاص بررسی کرده‌اند. به عنوان نمونه بریان^۱ (۱۹۹۷)، بارون و کیل^۲ (۱۹۹۹) و کول و جونز^۳ (۲۰۰۴) سودمندی گزارش بحث و تحلیل مدیریت را از منظر توان پیش‌بینی کنندگی آن بررسی کرده‌اند. هوفنر^۴ (۲۰۰۷) سودمندی الزامات تهیه گزارش بحث و تحلیل مدیریت را به صورت مفهومی بررسی کرده و تارکا، استریت و اثرتز^۵ (۲۰۱۱) میزان سودمندی محتوای آن را بعضی جوانب و از منظر مدیران مالی بررسی کردند. همچنین جوهانسن و پلنبرگ^۶ (۲۰۱۳)، محمد، آلینی، فری و زامپلا^۷ (۲۰۱۹) و ردماین، لسواد، اهلای و استنت^۸ (۲۰۲۲) سودمندی گزارش‌های مدیریتی و گزارش تفسیری مدیریت را تنها از جنبه سودمندی اقلام و محتوای این گزارش‌ها در تصمیم‌گیری بررسی کردند. در حقیقت این پژوهش‌ها ضمن اینکه بسیار محدود بوده و در چندین کشور خاص انجام شده‌اند، سودمندی را نیز تنها از جوانبی خاص و محدود بررسی کرده‌اند. همچنین بررسی پژوهش‌های داخلی نشان می‌دهد که با وجود اهمیتی که گزارش تفسیری مدیریت در بازار سرمایه داشته و از نقش مهمی در تأمین منافع سرمایه‌گذاران، بستانکاران و دیگر ذینفعان برخوردار است، اما تاکنون پژوهشی در زمینه بررسی سودمندی این گزارش در ایران انجام نشده است. در حقیقت، پژوهش‌های داخلی موجود در زمینه گزارش تفسیری مدیریت تنها به دو پژوهش محدود ختم شده که در یک مورد تأثیر ویژگی‌های شرکت بر سطح افشای گزارش تفسیری مدیریت (برجانه و همکاران، ۱۴۰۱) و در دیگری تأثیر همزمان گزارش تفسیری مدیریت و گزارش پیش‌بینی سود بر عدم تقارن اطلاعاتی و کیفیت سرمایه‌گذاری (طاهری‌نیا و دربندی فراهانی، ۱۴۰۱)، بررسی شده است.

1. Bryan

2. Barron & Kile

3. Cole & Jone

4. Hufner

5. Tarca, Street & Aerts

6. Johansen & Plenborg

7. Mohammad, Allini, Ferri & Zampella

8. Redmayne, Laswad, Ehalaiye & Stent

نوآوری این پژوهش در این است که برای نخستین بار در ایران، سودمندی گزارش تفسیری مدیریت کنونی را مورد بررسی قرار می‌دهد. همچنین بر خلاف محدود پژوهش‌های خارجی موجود، میزان سودمندی گزارش تفسیری مدیریت را تنها از جنبه سودمندی محتوای اطلاعاتی این گزارش در تصمیم‌گیری استفاده‌کنندگان مورد بررسی قرار نمی‌دهد. از این‌رو در این پژوهش با در نظر گرفتن جوانب مختلف سودمندی افشای اطلاعات و بر مبنای ادبیات و مبانی نظری موجود، سودمندی گزارش تفسیری مدیریت طبق دیدگاه سه گروه استفاده‌کنندگان، تهیه‌کنندگان و نهادهای ناظر و تدوین‌کننده مقررات بازار سرمایه مورد بررسی قرار می‌گیرد.

سودمندی گزارش تفسیری مدیریت از منظر استفاده‌کنندگان

توجه به رویکرد سودمندی در تصمیم^۱ را می‌توان همزمان با انتشار بیانیه تئوری بنیادین حسابداری^۲ توسط «انجمن حسابداری آمریکا»^۳ در سال ۱۹۶۶ به شمار آورد (ولک، دد و رزیک، ۲۰۱۷). این بیانیه، حسابداری را فرایند شناسایی، اندازه‌گیری و انتقال اطلاعات اقتصادی به استفاده‌کنندگان از این اطلاعات به منظور قضاوت و تصمیم‌گیری آگاهانه آن‌ها تعریف می‌کند (انجمن حسابداری آمریکا، ۱۹۶۶). در حقیقت این رویکرد در مقابل دیگر رویکرد ارائه گزارش‌های مالی یعنی رویکرد مباشرت قرار می‌گیرد که هدف آن ارائه گزارش نسبت به موفقیت یا عدم موفقیت مدیریت در بکارگیری صحیح منابع است (اسکات، ۲۰۰۹). در سال ۱۹۷۳ بر مبنای گزارش کمیته تروبلاد^۴ که تحت نظر انجمن حسابداران رسمی آمریکا^۵ فعالیت می‌کرد، هدف اصلی از ارائه صورت‌های مالی ارائه اطلاعات سودمند به منظور اتخاذ تصمیمات اقتصادی بیان شده و موجب تقویت رویکرد سودمندی در تصمیم‌شد (ولک و همکاران، ۲۰۱۷). این تحولات موجب شد تا «هیئت استانداردهای حسابداری مالی»^۶ آمریکا و «هیئت استانداردهای بین‌المللی حسابداری»^۷، سودمندی در تصمیم‌گیری را به عنوان هدف اصلی از ارائه اطلاعات در چارچوب نظری خود تعریف کنند. به عنوان نمونه هیئت

-
1. Decision-Usefulness Approach
 2. A Statement of Basic Accounting Theory (ASOBAT)
 3. American Accounting Association (AAA)
 4. Wolk, Dodd & Rozycki
 5. Scott
 6. Trueblood Committee Report
 7. American Institute of Certified Public Accountants (AICPA)
 8. Financial Accounting Standards Board (FASB)
 9. International Accounting Standards Board (IASB)

استانداردهای حسابداری مالی آمریکا در بیانیه مفهومی حسابداری مالی^۱ شماره یک خود نقش گزارشگری مالی را کمک به سرمایه‌گذاران، بستنکاران و سایرین در ارزیابی میزان، زمانبندی و عدم قطعیت چشم‌انداز خالص جریان‌های نقدی واحد تجاری تعریف می‌کند (هیئت استانداردهای حسابداری مالی، ۱۹۷۸). همچنین بنیاد استانداردهای بین‌المللی گزارشگری مالی در چارچوب نظری خود، هدف از ارائه گزارشگری مالی با مقاصد عمومی را فراهم کردن اطلاعات مالی درباره واحد گزارشگر دانسته که بتواند در تصمیم‌گیری‌های تأمین منابع شرکت توسط سرمایه‌گذاران، بستنکاران و دیگر اعتباردهندگان بالفعل و بالقوه سودمند واقع شود (بنیاد استانداردهای بین‌المللی گزارشگری مالی، ۲۰۱۸). افزون بر این، بر مبنای بیانیه سال ۲۰۱۰ بنیاد استانداردهای بین‌المللی گزارشگری مالی، اطلاعات موجود در گزارش تفسیری مدیریت موجب بهبود تصمیم‌گیری استفاده‌کنندگان اصلی گزارش‌های مالی می‌شود (بنیاد استانداردهای بین‌المللی گزارشگری مالی، ۲۰۱۰).

ادبیات و پیشینه مرتبط با سودمندی افشای اطلاعات مالی و غیرمالی موجود در گزارش‌های مالی تأکید بر استفاده از شیوه‌های پیمایشی به منظور ارزیابی سودمندی افشاء از دید استفاده‌کنندگان این گزارش‌ها دارد. این پژوهش‌ها به طور عمده سودمندی اطلاعات را از جنبه مؤثر بودن آن‌ها در کمک به فرایند تصمیم‌گیری استفاده‌کنندگان اصلی گزارش‌های مالی تعریف کرده‌اند. به عنوان نمونه، جوهانسن و پلنبرگ (۲۰۱۳) با رویکرد تحلیلی اثربخشی-هزینه با دریافت نظرات تهیه‌کنندگان و استفاده‌کنندگان گزارش‌های مالی به ارزیابی نسبی ۲۴ مورد از متداول‌ترین اقلام افشای گزارش تفسیری مدیریت و یادداشت‌های همراه صورت‌های مالی از نظر میزان تقاضا و رضایت استفاده‌کنندگان از این اقلام در مقابل هزینه تهیه‌کنندگان برای این اقلام پرداختند. مهم‌ترین یافته‌های این پژوهش در رابطه با گزارش تفسیری مدیریت نشان داد که مسئولیت اجتماعی شرکتی و حاکمیت شرکتی کم تقاضاترین اقلام در این گزارش هستند، در حالیکه جزء موارد پر هزینه از دیدگاه تهیه‌کنندگان محسوب می‌شوند. افزون بر این، تهیه‌کنندگان گزارش‌های مالی، هزینه‌های اطلاعات ارائه شده در گزارش تفسیری مدیریت را نگرانی عمده‌ای نمی‌دانند. همچنین محمد و همکاران (۲۰۱۹) سودمندی گزارش‌های مدیریتی را از جنبه سودمند بودن هر یک اقلام آن‌ها شامل اطلاعات عمومی، حاکمیت شرکتی،

1. Statement of Financial Accounting Concepts (SFAC)

کنترل‌های داخلی و مدیریت ریسک، شاخص‌های کلیدی عملکرد، تغییرات دارایی‌های ثابت، عملکرد آینده‌نگرانه و مسئولیت‌های اجتماعی در فرایند تصمیم‌گیری استفاده‌کنندگان این گزارش‌ها مورد ارزیابی قرار دادند. یافته‌های اصلی این مطالعه نشان داد که سرمایه‌گذاران به افشای اجباری و اختیاری متفاوت نگاه می‌کنند. برخی از افشاهای اختیاری مفیدتر از افشای اجباری هستند، که شکاف بین مقررات و نیازهای اطلاعاتی کاربران را برجسته می‌کند. همچنین پاسخ‌دهندگان اطلاعات مربوط به ساختار مالکیت را مهم‌تر و سودمندتر از اطلاعات ریسک‌ها و عملکرد آتی شرکت‌ها می‌دانند. بتازگی ردماین و همکاران (۲۰۲۲) به بررسی سودمندی گزارش تفسیری مدیریت از منظر استفاده‌کنندگان، تهیه‌کنندگان و حساب‌برسان در بازار سرمایه نیوزیلند پرداختند. از این‌رو آن‌ها دیدگاه این گروه‌ها را نسبت به اهداف، اصول و محتوای گزارش تفسیری مدیریت و همچنین اجباری بودن و قابلیت اطمینان بخشی آن مورد بررسی قرار دادند. مهم‌ترین یافته‌های این مطالعه نشان داد که حساب‌برسان در مقایسه با دو گروه استفاده‌کنندگان و تهیه‌کنندگان، گزارش تفسیری مدیریت را کمتر سودمند دانسته، ضمن اینکه نیاز به قابلیت اطمینان بخشی آن را نیز ضروری‌تر می‌دانند. همچنین هر سه گروه، اجباری بودن تهیه این گزارش را سودمند می‌دانند، ضمن اینکه استفاده‌کنندگان در مقایسه با دو گروه دیگر تهیه اجباری آن را ضروری‌تر می‌دانند. افزون بر این موارد، دیگر یافته‌های این مطالعه نشان داد که در ارتباط با اهداف، اصول و محتوای گزارش تفسیری مدیریت به ترتیب ارزیابی مباشرت مدیریت، تمرکز بر مهم‌ترین و مربوط‌ترین اطلاعات؛ و وضعیت و عملکرد واحد تجاری و جریان‌های نقدی سودمندترین اهداف، اصول و محتوای این گزارش از منظر پاسخ‌دهندگان هستند.

بر مبنای بیانیه سال ۲۰۱۰ بنیاد استانداردهای بین‌المللی گزارشگری مالی، گزارش تفسیری مدیریت به عنوان گزارشی مکمل صورت‌های مالی بوده و هدف از ارائه آن کمک به بهبود تصمیم‌گیری استفاده‌کنندگان اصلی صورت‌های مالی (سرمایه‌گذاران و بستانکاران) است. بر مبنای این بیانیه، عناصر محتوایی گزارش تفسیری مدیریت شامل پنج بخش: ۱. ماهیت کسب و کار؛ ۲. اهداف و راهبردها؛ ۳. منابع، ریسک‌ها و روابط؛ ۴. نتایج و چشم‌اندازها؛ و ۵. شاخص‌ها و معیارهای عملکرد است. همچنین بر مبنای اصول بنیادین بیان شده در این بیانیه، گزارش تفسیری مدیریت باید در برگیرنده اطلاعات آینده‌نگرانه باشد (بنیاد استانداردهای بین‌المللی گزارشگری مالی، ۲۰۱۰). در ایران نیز ضوابط تهیه گزارش تفسیری مدیریت ارائه شده توسط

سازمان بورس و اوراق بهادار برگرفته از بیانیه سال ۲۰۱۰ بنیاد استانداردهای بین‌المللی گزارشگری مالی بوده که ناشران بورس و فرابورس بر مبنای این ضوابط به تهیه و ارائه این گزارش در دوره‌های سه ماهه می‌پردازند. افزون بر این موارد، با افزایش روزافزون اهمیت گزارشگری مسئولیت‌های اجتماعی و زیست محیطی و گزارشگری پایداری در سطح جهانی و اهمیت این نوع اطلاعات برای ذینفعان مختلف، می‌توان توجه نسبی ناشران بورس و فرابورس را به ارائه این نوع اطلاعات در گزارش‌های تفسیری مدیریت ارائه شده توسط آن‌ها مشاهده کرد. اهمیت توجه به مسائل زیست محیطی و اجتماعی به ویژه در پروژه کنونی بنیاد استانداردهای بین‌المللی گزارشگری مالی در زمینه به روزسانی بیانیه سال ۲۰۱۰ گزارش تفسیری مدیریت نیز به وضوح مشخص است (بنیاد استانداردهای بین‌المللی گزارشگری مالی، ۲۰۲۰). در مجموع با توجه به رویکرد سودمندی در تصمیم و آنچه در مورد ضرورت و هدف از گزارش تفسیری مدیریت بیان شد، به نظر می‌رسد که ارائه این گزارش توسط شرکت‌ها به بهبود تصمیمات سرمایه‌گذاری استفاده‌کنندگان اصلی گزارش‌های مالی کمک کند، از این‌رو فرضیه یک پژوهش به شرح زیر در ادامه بیان می‌شود. همچنین با در نظر گرفتن پنج بخش اصلی گزارش تفسیری مدیریت، ارائه اطلاعات آینده‌نگرانه و اطلاعات مرتبط با مسائل زیست محیطی و اجتماعی به عنوان محتوای اصلی گزارش تفسیری مدیریت، سودمندی هر یک از این موارد نیز به صورت مجزا و از دیدگاه استفاده‌کنندگان اصلی صورت‌های مالی مورد بررسی قرار می‌گیرد. از این‌رو هفت زیر فرضیه مربوط به فرضیه یک پژوهش نیز به شرح زیر در ادامه بیان می‌شوند:

فرضیه ۱: ارائه گزارش تفسیری مدیریت موجب بهبود تصمیمات سرمایه‌گذاری استفاده‌کنندگان اصلی گزارش‌های مالی می‌شود.

فرضیه ۱-۱: محتوای بخش «ماهیت کسب و کار» در گزارش تفسیری مدیریت، موجب بهبود تصمیمات سرمایه‌گذاری استفاده‌کنندگان اصلی گزارش‌های مالی می‌شود.

فرضیه ۱-۲: محتوای بخش «اهداف و راهبردها» در گزارش تفسیری مدیریت، موجب بهبود تصمیمات سرمایه‌گذاری استفاده‌کنندگان اصلی گزارش‌های مالی می‌شود.

فرضیه ۱-۳: محتوای بخش «منابع، ریسک‌ها و روابط» در گزارش تفسیری مدیریت، موجب بهبود تصمیمات سرمایه‌گذاری استفاده‌کنندگان اصلی گزارش‌های مالی می‌شود.

فرضیه ۴-۱: محتوای بخش «نتایج و چشم‌اندازها» در گزارش تفسیری مدیریت، موجب بهبود تصمیمات سرمایه‌گذاری استفاده‌کنندگان اصلی گزارش‌های مالی می‌شود.

فرضیه ۵-۱: محتوای بخش «شاخص‌ها و معیارهای عملکرد» در گزارش تفسیری مدیریت، موجب بهبود تصمیمات سرمایه‌گذاری استفاده‌کنندگان اصلی گزارش‌های مالی می‌شود.

فرضیه ۶-۱: «اطلاعات آینده‌نگرانه» در گزارش تفسیری مدیریت، موجب بهبود تصمیمات سرمایه‌گذاری استفاده‌کنندگان اصلی گزارش‌های مالی می‌شود.

فرضیه ۷-۱: «اطلاعات مرتبط با مسائل زیست محیطی و اجتماعی» در گزارش تفسیری مدیریت، موجب بهبود تصمیمات سرمایه‌گذاری استفاده‌کنندگان اصلی گزارش‌های مالی می‌شود.

سودمندی گزارش تفسیری مدیریت از منظر تهیه‌کنندگان

شرکت‌ها برای بسط و گسترش فعالیت‌های خود و یا به دلیل جبران کمبود نقدینگی موجود، اقدام به تأمین مالی از منابع داخلی و خارجی شرکت نموده و وجوه مورد نیاز خود را تأمین می‌کنند. منابع داخلی شامل جریان‌های نقدی حاصل از عملیات، وجوه حاصل از فروش دارایی‌ها، و منابع خارجی شامل استقراض از بازارهای مالی و انتشار سهام جدید است (رحیمیان، ۱۳۸۰). بر مبنای تئوری نیاز سرمایه^۱ (چوی^۲، ۱۹۷۳)، افشای داوطلبانه کمک مناسبی به شرکت به منظور افزایش سرمایه با هزینه کم است. در حقیقت، زمانی که مدیران شرکت‌ها قصد دارند که به تأمین مالی از طریق انتشار سهام یا استقراض بپردازند، نیاز است که انتظارات سرمایه‌گذاران را در جهت کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سرمایه‌گذاران برآورده سازند و این کاهش از طریق افزایش افشای داوطلبانه امکان‌پذیر است (هلی و پالپو^۳، ۲۰۰۱). به عبارت دیگر، افشای داوطلبانه اطلاعات به کاهش هزینه تأمین مالی شامل هزینه سرمایه و هزینه بدهی کمک می‌کند (اخگر و قربانی، ۱۳۹۸). در این زمینه پژوهشگرانی مانند بوتوسان^۴ (۱۹۹۷)، هایل^۵ (۲۰۰۳) و پترووا، جورجاکوپولوس، سوتیروپولوس و واسیلیو^۶ (۲۰۱۲) به مطالعه رابطه

1. Capital Need Theory

2. Choi

3. Healey & Palepu

4. Botosan

5. Hail

6. Petrova, Georgakopoulos, Sotiropoulos, & Vasileiou

بین افشای اطلاعات و هزینه سرمایه پرداختند و به این نتیجه رسیدند که افزایش سطح افشای داوطلبانه موجب کاهش هزینه سرمایه می‌شود. همچنین بر اساس گزارش هیئت استانداردهای حسابداری مالی آمریکا با عنوان «بهبود گزارشگری کسب و کار: بینش‌هایی در مورد افزایش افشای داوطلبانه»، رقابت برای سرمایه منجر به افزایش افشای داوطلبانه شده است. بر مبنای این گزارش، کاهش در هزینه سرمایه شرکت زمانی حاصل می‌شود که سرمایه‌گذاران بتوانند چشم‌انداز اقتصادی شرکت را از طریق افشای داوطلبانه تفسیر کنند (هیئت استانداردهای حسابداری مالی، ۲۰۰۱). بنابراین انتظار بر این است که افشای اطلاعات شرکتی شامل اطلاعات بیان شده در گزارش تفسیری مدیریت شرکت‌ها موجب کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین شرکت و سرمایه‌گذاران و بستن کاران بالقوه شده و به تأمین مالی آسان‌تر و کم هزینه‌تر شرکت کمک کند. از این‌رو فرضیه دوم پژوهش به شرح زیر مطرح می‌شود:

فرضیه ۲: ارائه گزارش تفسیری مدیریت موجب کاهش هزینه تأمین مالی (هزینه سرمایه و هزینه بدهی) شرکت می‌شود.

بر مبنای تئوری مشروعیت^۱ (شوکر و ستی^۲، ۱۹۷۳) سازمان‌ها به دنبال منطبق ساختن ارزش‌های اجتماعی مرتبط با فعالیت‌هایشان با هنجارهای قابل قبول در نظام اجتماعی بزرگ‌تری که به آن تعلق دارند، هستند. بر اساس این تئوری، شرکت تحت تأثیر جامعه‌ای که در آن فعالیت می‌کند قرار دارد و از این‌رو اطلاعات را در واکنش به عوامل متعدد اقتصادی، اجتماعی، سیاسی و محیطی افشاء می‌کند و افشای این اطلاعات به فعالیت شرکت مشروعیت می‌بخشد (کنت و اونگ^۳، ۲۰۰۳). در حقیقت طبق این تئوری، شرکت‌ها با هماهنگی سازی ارزش‌های خود با ارزش‌های اجتماعی تدوام خواهند یافت و افشای داوطلبانه اطلاعات ابزاری برای اطمینان بخشی نسبت به فعالیت شرکت در چارچوب معیارهای پذیرفته شده اجتماعی محسوب می‌شود (مینگوت و زقال^۴، ۲۰۰۸). بنابراین با توجه به اینکه تئوری مشروعیت مبتنی بر انتظارات جامعه است، مدیریت ناگزیر به افشای اطلاعاتی می‌شود که نظر استفاده‌کنندگان برون سازمانی را درباره شرکت تغییر دهد (شهاتا^۵، ۲۰۱۴). گزارش‌های سالانه شرکت‌ها به عنوان یک منبع مهم

1. Legitimacy Theory

2. Shocker & Sethi

3. Kent & Ung

4. Maingot & Zeghal

5. Shehata

مشروعیت تشخیص داده شده است (دیبال^۱، ۱۹۹۸ و اودونووان^۲، ۲۰۰۲). به عبارتی مشروعیت هم می‌تواند از طریق افشای اجباری مانند صورت‌های مالی شرکت‌ها و هم از طریق افشای داوطلبانه ارائه شده در سایر بخش‌های گزارش سالانه کسب شود (مگنس^۳، ۲۰۰۶). به عنوان نمونه بررسی ادبیات و پیشینه مرتبط با افشای اطلاعات زیست محیطی و اجتماعی شرکت‌ها نشان می‌دهد که تئوری مشروعیت یکی از مهم‌ترین دلایل توجه شرکت‌ها به افشای این نوع اطلاعات از اوایل دهه ۱۹۸۰ تاکنون است (اودونووان، ۲۰۰۲). بر مبنای آنچه بیان شد، انتظار بر این است که شرکت‌ها با انتشار گزارش تفسیری مدیریت و در نتیجه افشای اطلاعات مورد نیاز استفاده‌کنندگان برون سازمانی به فعالیت خود مشروعیت بخشند. از این‌رو فرضیه سوم پژوهش به شرح زیر مطرح می‌شود:

فرضیه ۳: ارائه گزارش تفسیری مدیریت موجب افزایش مشروعیت شرکت می‌شود.

بر مبنای تئوری هزینه‌های اختصاصی^۴ (ورکچیا، ۱۹۸۳ و دای^۵، ۱۹۸۶)، شرکت‌ها افشاء داوطلبانه اطلاعات را به دلیل هزینه‌های این افشاء که شامل مواردی چون هزینه‌های تهیه اطلاعات و هزینه‌های رقابتی است، محدود می‌سازند. در یک طبقه‌بندی کلی، هزینه‌های افشاء در دو گروه هزینه‌های مستقیم و هزینه‌های غیرمستقیم قرار می‌گیرد (عبدالفتاح، ۲۰۰۸). هزینه‌های مستقیم شامل هزینه‌های جمع‌آوری، پردازش، حسابرسی (در صورت انجام حسابرسی) و انتشار اطلاعات هستند که البته پیشرفت در زمینه فناوری اطلاعات و ارتباطات به کاهش چنین هزینه‌هایی کمک کرده است (الیوت و جاکوبسون^۶، ۱۹۹۴). همچنین هزینه‌هایی چون هزینه‌های اختصاصی، هزینه‌های مربوط به دعاوی حقوقی، و هزینه‌های سیاسی در دسته هزینه‌های غیرمستقیم قرار می‌گیرند (عبدالفتاح، ۲۰۰۸). هزینه‌های مربوط به افشای مسائل رقابتی را می‌توان نوعی از هزینه‌های اختصاصی شرکت‌ها به شمار آورد زیرا در نتیجه آن به موقعیت رقابتی شرکت‌ها ضربه وارد می‌شود (هلی و پالپو، ۲۰۰۱ و هرمالین و ویسباج^۷، ۲۰۱۲). الیوت و جاکوبسون (۱۹۹۴) مواردی چون افشای اطلاعات در زمینه نوآوری‌های مدیریتی و فناوری (به

1. Dyball

2. O'Donovan

3. Magness

4. Proprietary Costs Theory

5. Dye

6. Elliott & Jacobson

7. Hermalin & Weisbach

عنوان مثال فرایند تولید، فنون اثربخش بهبود کیفیت و رویکردهای بازاریابی)، افشای اطلاعات در زمینه استراتژی‌ها، برنامه‌ها و تاکتیک‌ها (به عنوان مثال برنامه‌ریزی توسعه محصولات و هدف قرار دادن بازارهای جدید) و افشای اطلاعات مرتبط با عملیات (به عنوان مثال ارقام هزینه تولید و فروش محصولات و آمار نیروی کار) را از انواع هزینه‌های مرتبط با افشای مسائل رقابتی شرکت می‌دانند که می‌تواند زیان‌های برای شرکت به همراه داشته باشد. به عقیده دای (۱۹۸۵) افشای اطلاعات خصوصی در جهت تأمین منافع رقیبان شرکت عمل کرده و موجب تضعیف موقعیت شرکت و جریان‌های نقدی مرتبط با آن می‌شود. همچنین در نتیجه ادعاهای مرتبط با افشای اطلاعات ناکافی و یا گمراه‌کننده، ممکن است که دعاوی حقوقی بر علیه شرکت به وجود آید. در این زمینه، بررسی انواع دعاوی مختلف به خوبی از این نظریه که هزینه‌های دادرسی شرکت‌ها با افزایش سطح افشا کاهش می‌یابد، حمایت می‌کند (الیوت و جاکوبسن، ۱۹۹۴). بر این اساس، هنگامی که استفاده‌کنندگان گزارش‌های مالی افشاء را گمراه‌کننده می‌دانند، ممکن است واکنش‌های قانونی انجام دهند که منجر به هزینه‌های دادرسی شود. از سوی دیگر، شرکت‌ها نیز ممکن است برای محافظت از خود در برابر شکایت احتمالی آینده و اجتناب یا کاهش هزینه‌های دادرسی از افشاء استفاده کنند (عبدالفتاح، ۲۰۰۸). به عنوان مثال ممکن است که سهامداران یک شرکت که در نتیجه اطلاعات افشا شده از سوی مدیران شرکت متحمل زیان شده‌اند، مدیران، وکلای شرکت و یا حساب‌برسان را عملکرد نادرست متهم نمایند (مرادی، ۱۳۹۸). افزون بر این، طبق فرضیه هزینه‌های سیاسی، شرکت‌هایی که مورد موشکافی بیشتری قرار می‌گیرند، هزینه‌های به نسبت بیشتری را نسبت به سایر شرکت‌ها متحمل می‌شوند. به عنوان نمونه، این احتمال وجود دارد که سیاست‌مداران از ارقام حسابداری و دیگر اطلاعات افشاء شده برداشت سیاسی داشته باشند؛ برای مثال ارقام سود خالص بسیار زیاد شرکت‌ها را علامتی از بازار انحصاری آن‌ها تلقی کنند (ابراهیمی کردلر و شهریاری، ۱۳۸۸). همچنین فرضیه هزینه‌های سیاسی، احتمال وضع قوانین جدید مالیاتی را قوت می‌بخشد که می‌تواند هزینه‌های سنگین مالیاتی را برای شرکت‌ها به همراه داشته باشد (حیدری، دیدار و قادری، ۱۳۹۴). بر مبنای آنچه بیان شد، انتظار بر این است که انتشار گزارش تفسیری مدیریت و در نتیجه افشای اطلاعات بیشتر، موجب افزایش هزینه‌های مستقیم (گردآوری، تحلیل و انتشار) و هزینه‌های غیر مستقیم (افشای مسائل رقابتی، طرح دعاوی حقوقی و هزینه‌های سیاسی) برای شرکت‌ها شود. از این رو، فرضیه‌های چهارم و پنجم پژوهش به شرح زیر مطرح می‌شوند:

فرضیه ۴: ارائه گزارش تفسیری مدیریت موجب افزایش هزینه‌های مستقیم (گردآوری، تحلیل و انتشار) در شرکت می‌شود.

فرضیه ۵: ارائه گزارش تفسیری مدیریت موجب افزایش هزینه‌های غیرمستقیم (افشای مسائل رقابتی، طرح دعاوی حقوقی و هزینه‌های سیاسی) در شرکت می‌شود.

هر چه کیفیت افشاء بیشتر باشد، حمایت بیشتری از سرمایه‌گذاران صورت می‌گیرد (مفاخری‌نیا و همکاران، ۱۴۰۰، به نقل از گروسزینسکی^۱، ۲۰۱۰). با بررسی مأموریت نهادهای نظارت‌کننده بر بورس‌های اوراق بهادار دنیا مانند کمیسیون بورس اوراق بهادار ایالات متحده^۲ به راحتی می‌توان دریافت که یکی از مهم‌ترین مأموریت‌های این نهادهای ناظر، محافظت از سرمایه‌گذاران و نظارت بر شرکت‌ها با وضع قوانین خاص در جهت شفافیت بیشتر بازارهای سرمایه است. به عنوان نمونه کمیسیون بورس اوراق بهادار ایالات متحده در سال ۱۹۶۸ در جهت شفافیت بیشتر و حفاظت از حقوق سرمایه‌گذاران، شرکت‌های سهامی عام را علاوه بر انتشار صورت‌های مالی، ملزم به ارائه گزارش بحث و تحلیل مدیریت کرد (بریان، ۱۹۹۷). همچنین در سال ۱۹۹۳، هیئت استانداردهای حسابداری^۳ انگلستان، گزارش بررسی عملیاتی و مالی^۴ را در جهت ارتقای گزارشگری کاربرپسند و حفاظت از حقوق سهامداران معرفی کرد (یوه^۵، ۲۰۱۰). با بررسی اهداف سازمان بورس و اوراق بهادار کشور که در وب سایت رسمی این سازمان درج شده است به مواردی چون حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه، ارتقاء و حفظ شفافیت اطلاعاتی و معاملاتی در بازار سرمایه، نظارت بر حسن اجرای قوانین و مقررات مرتبط با بازار سرمایه، ارتقای فرهنگ سهامداری و سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه و افزایش توان حرفه‌ای فعالان بازار سرمایه برخورد می‌کنیم که نشان دهنده مأموریت اصلی این سازمان در جهت شفافیت بیشتر و حفاظت از حقوق سرمایه‌گذاران با وضع قوانین و نظارت بر ناشران بورس و فرابورس است. به عنوان نمونه، این سازمان از دی ماه ۱۳۹۶ با تدوین ضوابط تهیه گزارش تفسیری مدیریت بر مبنای بیانیه سال ۲۰۱۰ بنیاد استانداردهای بین‌المللی گزارشگری مالی در زمینه تهیه گزارش تفسیری مدیریت، ارائه گزارش تفسیری مدیریت را برای کلیه ناشران بورسی

-
1. Gruszczynski
 2. Securities and Exchange Commission (SEC)
 3. Accounting Standard Board (ASB)
 4. Operating & Financial Review (OFR)
 5. Yeoh

و فرابورسی الزامی کرد (سازمان بورس و اوراق بهادار، ۱۳۹۶). بنابراین می‌توان نتیجه گرفت که ارائه گزارش تفسیری مدیریت توسط شرکت‌ها در جهت افزایش شفافیت بازار سرمایه و حفظ حقوق سرمایه‌گذاران در راستای مأموریت سازمان بورس اوراق بهادار بوده که انتظار می‌رود به ایفای بهتر مسئولیت شرکت‌ها در برابر این سازمان کمک نماید. از این‌رو فرضیه ششم پژوهش به شرح زیر مطرح می‌شود:

فرضیه ۶: ارائه گزارش تفسیری مدیریت موجب ایفای بهتر مسئولیت شرکت در برابر بورس اوراق بهادار می‌شود.

سودمندی گزارش تفسیری مدیریت از منظر نهادهای ناظر و تدوین‌کننده مقررات بازار سرمایه

اصطلاح «بازار کارا»^۱ در ادبیات مالی و سرمایه‌گذاری، برای نخستین بار توسط فاما^۲ (۱۹۶۵) بکار گرفته شد. در صورتیکه در یک بازار، قیمت اوراق بهادار در هر لحظه از زمان انعکاس کاملی از همه اطلاعات در دسترس باشد، می‌توان آن بازار را کارا نامید (فاما، ۱۹۷۰). همچنین جنسن^۳ (۱۹۷۸) بازار کارا را بازاری می‌داند که در آن نتوان با داشتن مجموعه‌ای از اطلاعات، بازده غیرعادی کسب کرد. در یک بازار کارا، تعداد زیادی خریدار و فروشنده با توجه به اطلاعات موجود و دیدگاهی که نسبت به آینده شرکت‌های موجود در بازار دارند، واکنش نشان داده و بدین ترتیب موجب تعیین قیمت بازار سهام شرکت‌ها می‌شوند (نمازی، ۱۹۸۵). در چنین بازاری اطلاعات باید با سرعت و فوریت و حداقل هزینه به اطلاع دست‌اندرکاران بازار رسیده و هیچ معامله‌گری آنچنان قدرت نداشته باشد که بتواند بازار را زیر نفوذ خود بگیرد و تأثیر مهمی بر بازار گذارد (نمازی و شوشتریان، ۱۳۷۴). هلی و پالپو (۲۰۰۱) افشای شرکتی را برای عملکرد یک بازار سرمایه کارا حیاتی می‌دانند. به عنوان نمونه موسلو، رادهاکریشن، سوبرامانیام و لیم^۴ (۲۰۱۵) به این نتیجه رسیدند که شرکت‌ها زمانی که قیمت سهام آن‌ها کارایی اطلاعاتی پایینی دارد، اطلاعات آینده‌نگرانه بیشتری را در گزارش‌های بحث و تحلیل مدیریت خود افشاء می‌کنند. بررسی پژوهش‌های مختلفی که در رابطه با کارایی بازار بورس اوراق بهادار

1. Efficient Market

2. Fama

3. Jensen

4. Muslu, Radhakrishnan, Subramanyam & Lim

ایران در زمان‌های مختلف انجام پذیرفته است، نشان دهنده کارایی در سطح ضعیف این بازار می‌باشد (به عنوان نمونه، نمازی و شوشتریان، ۱۳۷۴؛ جوزبرکند و پناهیان، ۱۳۹۹). از این رو در این بازار، اطلاعات و اخبار به صورت کامل و آنی در قیمت‌های سهام منعکس نشده و امکان کسب سودهای غیرعادی نیز وجود دارد. با این وجود، در طی سال‌های اخیر اقدامات مناسبی به منظور پیشرفت، توسعه و بهبود شفافیت بازار سرمایه در کشور انجام شده است که می‌توان آثار آن را در فرهنگ سهامداری مردم، گسترش جغرافیای بازار، افزایش حجم معاملات بورس و افزایش تعداد سهامداران مشاهده کرد (دانیالی ده حوض و منصوری، ۱۳۹۱). به عنوان نمونه در سال‌های اخیر الزام ناشران بورس و فرابورس به انتشار گزارش تفسیری مدیریت را می‌توان از جدیدترین اقدامات سازمان بورس و اوراق بهادار به منظور افزایش شفافیت بازار سرمایه و کاهش عدم تقارن اطلاعاتی موجود دانست. بنابراین انتظار بر این است که ارائه گزارش تفسیری مدیریت بتواند موجب افزایش کارایی اطلاعاتی بازار سهام شود. از این رو فرضیه هفتم پژوهش به شرح زیر مطرح می‌شود:

فرضیه ۷: ارائه گزارش تفسیری مدیریت موجب افزایش کارایی (اطلاعاتی) بازار سهام می‌شود.

نقدشونگی، یکی از مزایای اصلی بورس اوراق بهادار است و سرمایه‌گذاران همواره خواستار سهامی هستند که بتوانند در سریع‌ترین زمان ممکن و با کمترین هزینه آن را معامله کنند (سعیدی و دادار، ۱۳۸۶). در حقیقت، نقدشوندگی به سرعت و هزینه مبادله اوراق بهادار اطلاق می‌شود. پژوهش‌های تجربی نشان می‌دهد که با افشای اطلاعات مرتبط با سود، عدم تقارن اطلاعاتی بین مشارکت کنندگان آگاه و ناآگاه کاهش یافته و در نتیجه حجم مبادلات سهام یا نقدشوندگی آن افزایش می‌یابد (دیاموند و ورکچیا^۱، ۱۹۹۱؛ ولکر^۲، ۱۹۹۵؛ کولر و یوهن^۳، ۱۹۹۷). با توجه به تأثیر زیادی که کیفیت افشاء بر نقدشوندگی سهام دارد، می‌توان اذعان داشت که در یک بازار سرمایه، بالا بودن میزان نقدشوندگی نشان دهنده موفقیت آن بازار در شفاف سازی اطلاعات و نزدیکی قیمت اوراق بهادار به ارزش ذاتی آنهاست (اسعدی و شادمهر، ۱۳۹۴). انتشار گزارش‌های مالی از آنجا که دارای محتوای اطلاعاتی است می‌تواند

1. Diamond & Verrecchia

2. Welker

3. Collier & Yohn

موجب کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و در نتیجه افزایش نقدشوندگی سهام شرکت‌ها شود (بادآورن‌پندی و ملکی نژاد، ۱۳۸۹). در این زمینه الزام شرکت‌ها به انتشار گزارش تفسیری مدیریت توسط سازمان بورس و اوراق بهادار نیز بنا به تقاضای فعالین بازار سرمایه به منظور کاهش توقف نمادها و افزایش نقدشوندگی سهام شرکت‌ها بوده است (جامعه حسابداران رسمی ایران، ۱۳۹۶ و سازمان حسابرسی، ۱۳۹۹)؛ بنابراین انتظار بر این است که انتشار گزارش تفسیری مدیریت، موجب افزایش نقدشوندگی سهام شرکت‌ها شود. از این‌رو فرضیه هشتم پژوهش به شرح زیر مطرح می‌شود:

فرضیه ۸: ارائه گزارش تفسیری مدیریت موجب افزایش نقدشوندگی سهام شرکت‌ها

می‌شود.

فرایند افشای اطلاعات می‌تواند باعث افزایش رفاه سرمایه‌گذاران گردد (دیاموند، ۱۹۸۵ و گائو^۱، ۲۰۱۰). افشای اطلاعات راهکار مناسبی برای شرکت‌ها به منظور ایجاد اطمینان در سرمایه‌گذاران بالفعل و بالقوه است. به طور خاص، افشاء به سرمایه‌گذاران کمک می‌کند تا به امور شرکت نزدیک شوند و از این‌رو شکاف بین سرمایه‌گذاران و مدیریت کاهش یابد (اخترودین، حسین، حسین و یائو^۲، ۲۰۰۹). شرکت‌ها با افشای بیشتر اطلاعات سرمایه‌گذاران را با فرصت‌های سرمایه‌گذاری آشنا می‌کنند؛ از این‌رو سرمایه‌گذاران تمایل بیشتری برای سرمایه‌گذاری در شرکت‌هایی دارند که اطلاعات بیشتری را افشا می‌کنند (دستگیر و برزوزاده، ۱۳۸۲). به عنوان نمونه، یکی از مزایای افشا برای سرمایه‌گذاران کاهش خطر برآورد آست. سرمایه‌گذاران به منظور تعیین ارزش فعلی سرمایه‌گذاری خود بر اطلاعات افشا شده شرکت برای پیش‌بینی جریان‌های نقد آتی اتکا می‌کنند؛ زیرا اطلاعات به کاهش عدم اطمینان مرتبط با جریان‌های نقد آتی و به تبع آن کاهش خطر برآورد منجر می‌شود (پترووا و همکاران، ۲۰۱۲). همچنین دیاموند و ورکچیا (۱۹۹۱) اظهار داشتند که افشاء با کاهش عدم تقارن اطلاعاتی به نقدشوندگی سهام شرکت‌ها کمک کرده و این به نوبه خود میزان تمایل سرمایه‌گذاران را برای سرمایه‌گذاری در سهام شرکت‌ها افزایش می‌دهد. به طور کلی، سرمایه‌گذاران بالفعل و بالقوه را می‌توان مهم‌ترین ذینفعان افشای اطلاعات شرکت‌ها به شمار آورد که افشای اطلاعات توسط شرکت‌ها با کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سرمایه‌گذاران، به تصمیم‌گیری‌های بهتر

1. Gao

2. Akhtaruddin, Hossain, Hossain & Yao

آن‌ها در بازار سرمایه کمک می‌کند. افزون بر این، افشای داوطلبانه با کاهش هزینه کسب اطلاعات، موجب افزایش تعداد تحلیل‌گران بازار سرمایه می‌شود (بایلی، اندرو و سالوا، ۲۰۰۵)؛ زیرا افشای خوب، دقت پیش‌بینی تحلیل‌گران نسبت به سودهای سال آینده را بهبود خواهد بخشید (اعتمادی، امیرخانی و رضایی، ۱۳۹۰). بنابراین انتظار بر این است که شرکت‌ها با تهیه و ارائه گزارش تفسیری مدیریت ضمن کاهش عدم تقارن اطلاعاتی موجود در بازار سرمایه، موجب کاهش هزینه کسب اطلاعات و افزایش دقت پیش‌بینی تحلیل‌گران شده و این امر نیز موجب افزایش تعداد سرمایه‌گذاران و تحلیل‌گران بازار سهام شود. از این رو فرضیه‌های نهم و دهم پژوهش به شرح زیر مطرح می‌شوند:

فرضیه ۹: ارائه گزارش تفسیری مدیریت موجب افزایش تعداد سرمایه‌گذاران بازار سهام می‌شود.

فرضیه ۱۰: ارائه گزارش تفسیری مدیریت موجب افزایش تعداد تحلیل‌گران بازار سهام می‌شود.

روش‌شناسی پژوهش

پژوهش حاضر از نظر هدف کاربردی و از نظر زمان، پژوهشی مقطعی است. همچنین از نظر شیوه انجام پژوهش، جزء پژوهش‌های ترکیبی (کمی و کیفی) محسوب می‌شود. بر این اساس ابتدا به روش کتابخانه‌ای و بررسی ادبیات و مبانی نظری مرتبط با سودمندی افشای اطلاعات، فرضیه‌های در پیوند با سودمندی گزارش تفسیری مدیریت از منظر سه گروه استفاده‌کنندگان گزارش تفسیری مدیریت (فرضیه ۱ و هفت زیر فرضیه آن)، تهیه‌کنندگان آن (فرضیه‌های دو تا شش) و نهادهای ناظر و تدوین‌کننده مقررات بازار سرمایه (فرضیه‌های هفت تا ده) تدوین می‌شود. سپس به شیوه پیمایشی و با استفاده از پرسشنامه پژوهشگر ساخته داده‌های کمی گردآوری و فرضیه‌های پژوهش آزمون می‌شوند.

همچنین در این پژوهش، میزان روایی ابزار پژوهش، با بررسی روایی صوری و روایی محتوای پرسشنامه‌ها مورد سنجش قرار گرفت. بر این اساس پرسشنامه‌های مربوطه بر مبنای نظر متخصصان و همچنین استادان راهنما و مشاور مورد سنجش قرار گرفته و گویه‌های پرسشنامه‌ها به گونه مناسبی اصلاح شدند. افزون بر این به منظور سنجش پایایی پرسشنامه‌ها از روش آلفای کرونباخ استفاده شد. نتایج مربوط به آلفای کرونباخ هر یک از پرسشنامه‌های مرتبط به

سودمندی گزارش تفسیری مدیریت از منظر استفاده کنندگان، تهیه کنندگان و نهادهای ناظر و تدوین کننده مقررات بازار سرمایه به ترتیب ۰/۸۳۷، ۰/۹۳۲ و ۰/۸۷۵ است.

جامعه آماری پژوهش حاضر در بخش بررسی سودمندی گزارش تفسیری مدیریت از منظر استفاده کنندگان گزارش های مالی شامل کلیه سرمایه گذاران و بستانکارانی است که با گزارش تفسیری مدیریت شرکت ها آشنایی نسبی داشته و در تصمیم گیری های خود از آن استفاده می کنند. به منظور نمونه گیری از جامعه آماری یاد شده با توجه به عدم امکان استفاده از روش نمونه گیری تصادفی، از روش نمونه گیری در دسترس (نیومن^۱، ۲۰۱۴) استفاده شد. از این رو تعداد ۳۰۵ پرسشنامه آنلاین و ۲۰۸ پرسشنامه حضوری در بین اشخاص حقیقی مطلع و اشخاص حقوقی متخصص (کارشناسان سرمایه گذاری شرکت های سرمایه گذاری، صندوق های سرمایه گذاری، شرکت های سبدگردان و کارشناسان اعتبارات اداره مرکزی بانک ها) توزیع گردید که در نهایت با پیگیری های مکرر، تعداد ۲۲۱ پرسشنامه جمع آوری شد. همچنین جامعه آماری پژوهش در بخش بررسی سودمندی این گزارش از منظر تهیه کنندگان گزارش های مالی شامل کلیه مدیران مالی، حسابداران مدیریت، اعضای کمیته حسابرسی و دیگر پرسنل مالی شرکت های بورس و فرابورس بوده که به نحوی در تهیه و تصویب گزارش تفسیری مدیریت شرکت ها دخیل هستند. در این زمینه نیز به علت عدم امکان استفاده از شیوه نمونه گیری تصادفی، از شیوه نمونه گیری در دسترس استفاده شد. از این رو تعداد ۴۷ پرسشنامه آنلاین و ۱۷۴ پرسشنامه حضوری در بین شرکت ها توزیع شد و در نهایت با پیگیری های بسیار زیاد، تعداد ۱۱۷ پرسشنامه جمع آوری شد. جامعه آماری پژوهش در بخش بررسی سودمندی این گزارش از منظر نهادهای ناظر و تدوین کننده مقررات بازار سرمایه شامل کلیه مدیران ارشد سازمان حسابرسی و کارکنان بخش مدیریت نظارت بر ناشران سازمان بورس و اوراق بهادار بوده که با توجه به تعداد اندک مدیران و کارکنان مطلع در این زمینه، کل جامعه آماری مورد مطالعه قرار گرفت و از روش نمونه گیری استفاده نشد. از این رو در سازمان حسابرسی از طریق مراجعه حضوری و صحبت با مدیران ارشد در رابطه موضوع و هدف پژوهش، افراد آگاه و ذیصلاح انتخاب و پرسشنامه ها در بین آن ها توزیع شد. همچنین در سازمان بورس و اوراق بهادار با مدیر ذیربط در مبحث گزارش تفسیری مدیریت از مدیریت نظارت بر ناشران سازمان بورس و اوراق بهادار جلسه

حضور تشکيل داده و بعد از بيان موضوع و هدف پژوهش، پرسنل آگاه و ذيصلاح توسط ايشان انتخاب و پرسشنامه‌ها در بين آن‌ها توزيع شد. از اين رو تعداد ۴۳ و ۲۰ پرسشنامه به ترتيب در دو سازمان حسابرسي و سازمان بورس و اوراق بهادار توزيع و با پيگيري زيادي که به عمل آمد، به ترتيب تعداد ۳۸ و ۱۴ پرسشنامه (در مجموع ۵۲ پرسشنامه) جمع آوري شد. به منظور تجزيه و تحليل و آزمون فرضيه‌هاي پژوهش از نرم افزار SPSS نسخه ۲۶ استفاده شده است. از اين رو، ابتدا آمار توصيفي و فراواني متغيرهاي جمعيت شناختي ارائه شد، سپس در بخش آمار استنباطي، با توجه به غيرنرمال بودن داده‌ها بر مبنای آزمون کولوموگروف - اسميرنوف، از آزمون تک نمونه‌ای ويلکاکسون به منظور آزمون فرضيه‌ها استفاده شد. افزون بر اين، تجزيه و تحليل بيشتري به عمل آمد و تفاوت ديدگاه پاسخ‌دهندگان در سطوح متغيرهاي مختلف جمعيت شناختي در رابطه با هريک از فرضيه‌هاي پژوهش مورد بررسي قرار گرفت. از اين رو با توجه به دوسطحي و چند سطحي بودن متغيرهاي جمعيت شناختي، به ترتيب از آزمون‌هاي من-ويتني و کروسکال-واليس استفاده شد.

يافته‌هاي پژوهش

آمار توصيفي

نتايج حاصل از تحليل توصيفي متغيرهاي جمعيت شناختي در بخش استفاده‌کنندگان گزارش تفسيري مديريت نشان مي‌دهد که از بين ۲۲۱ نفر شرکت‌کننده، ۱۶۷ نفر مرد و ۵۴ نفر زن؛ ۱۸۶ نفر در نقش سرمايه‌گذار و ۳۵ نفر در نقش بستانکار؛ ۱۱۳ نفر داراي شخصيت حقيقي و ۱۰۸ نفر شخصيت حقيقي؛ در زمينه سطح تحصيلات، ۶۶ نفر داراي مدرک دکتری، ۱۲۲ نفر کارشناسی ارشد، ۳۲ نفر کارشناسی و ۱ نفر کاردانی يا ديپلم و در زمينه رشته تحصيلی، ۱۰۹ نفر حسابداری، ۶۹ نفر مديريت، ۱۵ نفر اقتصاد و ۲۸ نفر ساير رشته‌ها هستند. اين نتايج در رابطه با بخش تهيه‌کنندگان گزارش تفسيري مديريت نشان مي‌دهد که از بين ۱۱۷ نفر شرکت‌کننده، ۸۹ نفر مرد و ۲۸ نفر زن؛ تعداد ۸۱ نفر از شرکت‌هاي پذيرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و تعداد ۳۶ نفر از شرکت‌هاي فرا بورس ايران (بازار اول و دوم)؛ ۴۳ نفر در نقش مدير مالي، ۱۳ نفر عضو کميته حسابرسي، ۲۹ نفر حسابدار مديريت و ۳۲ نفر ساير مشاغل مالي؛ در زمينه سطح تحصيلات، ۱۰ نفر داراي مدرک دکتری، ۸۱ نفر کارشناسی ارشد، ۲۵ نفر کارشناسی و ۱ نفر کاردانی يا ديپلم و در زمينه رشته تحصيلی، ۹۴ نفر حسابداری، ۲۰ نفر مديريت، ۱ نفر اقتصاد و

۲ نفر سایر رشته‌ها هستند. همچنین این نتایج در رابطه بخش نهادهای ناظر و تدوین کننده مقررات بازار سرمایه نشان می‌دهد که از بین ۵۲ نفر شرکت کننده، ۳۹ نفر مرد و ۱۳ نفر زن؛ محل خدمت ۳۸ نفر در سازمان حسابرسی و ۱۴ نفر در سازمان بورس اوراق بهادار تهران؛ در زمینه سطح تحصیلات، ۶ نفر دارای مدرک دکتری، ۴۴ نفر کارشناسی ارشد و ۲ نفر کارشناسی و در زمینه رشته تحصیلی، ۴۹ نفر حسابداری، ۲ نفر مدیریت و ۱ نفر سایر رشته‌ها هستند. با توجه به این آمار، پاسخ‌دهندگان در هر سه گروه یاد شده، از صلاحیت و شایستگی کافی به منظور پاسخ‌دهی به پرسشنامه‌های مربوطه برخوردار هستند.

جدول ۱ آمار توصیفی مرتبط با فرضیه‌های پژوهش شامل میانگین، انحراف معیار، حداقل، حداکثر، چولگی و کشیدگی را نشان می‌دهد.

جدول ۱. آمار توصیفی فرضیه‌های پژوهش

فرضیه	تعداد	میانگین	انحراف معیار	حداقل	حداکثر	چولگی	کشیدگی
از منظر استفاده کنندگان	۱	۲۲۱	۳/۰۱	۰/۷۸	۱/۱۴	۴/۸۶	-۰/۵۱۷
	۱-۱	۲۲۱	۳/۲۲	۱/۰۹	۱	۵	-۰/۶۴۲
	۲-۱	۲۲۱	۳/۰۲	۱/۰۴	۱	۵	-۰/۵۶۰
	۳-۱	۲۲۱	۳/۱۲	۱/۰۹	۱	۵	-۰/۶۱۵
	۴-۱	۲۲۱	۳/۱۴	۱/۱۲	۱	۵	-۰/۶۸۲
	۵-۱	۲۲۱	۳/۳۱	۱/۰۵	۱	۵	-۰/۶۴۸
	۶-۱	۲۲۱	۲/۹۶	۱/۱۸	۱	۵	-۰/۸۷۳
از منظر تهیه کنندگان	۷-۱	۲۲۱	۲/۳۳	۱/۱۱	۱	۵	-۰/۶۵۱
	۲	۱۱۷	۲/۲۳	۱/۱۸	۱	۵	-۰/۳۵۵
	۳	۱۱۷	۲/۷۲	۰/۸۱	۱/۳۳	۵	-۰/۲۱۴
	۴	۱۱۷	۲/۵۱	۰/۹۰	۱	۴/۶۷	-۰/۵۸۲
	۵	۱۱۷	۲/۲۹	۰/۸۳	۱	۴/۳۳	-۰/۵۶۶
	۶	۱۱۷	۴/۰۱	۰/۹۷	۱	۵	-۰/۰۹۵
	۷	۵۲	۲/۷۷	۱/۱۴	۱	۵	-۱/۰۰۸
از منظر نهادهای ناظر	۸	۵۲	۲/۱۷	۰/۷۶	۱	۴	-۰/۰۳۰
	۹	۵۲	۲/۰۹	۰/۹۰	۱	۵	۰/۶۸۵
	۱۰	۵۲	۳/۱۱	۱/۰۴	۱	۵	-۰/۵۸۰

همانگونه که در جدول ۱ مشخص است، فرضیه ۱ و پنج زیر فرضیه اول آن دارای میانگین بیشتر از ۳ و زیر فرضیه‌های شش و هفت آن دارای میانگین کمتر از ۳ هستند. در این رابطه زیر فرضیه ۱-۷ با میانگین ۲/۳۳، تفاوت بسیاری با میانگین زیر فرضیه‌های فرضیه یک با میانگین حدود ۳ دارد. در ارتباط با سایر فرضیه‌ها نیز به جز فرضیه‌های ۶ و ۱۰ که دارای میانگین بیشتر از ۳ هستند، میانگین بقیه فرضیه‌ها کمتر از ۳ است، به گونه‌ای که فرضیه ۹ دارای کمترین میانگین (۲/۰۹) و فرضیه ۶ دارای بیشترین میانگین (۴/۰۱) هستند. همچنین فرضیه ۱ دارای کمترین انحراف معیار (۰/۷۸) و فرضیه ۲ دارای بیشترین انحراف معیار (۱/۱۸) است. در رابطه با چولگی، برخی فرضیه‌ها دارای چولگی مثبت و برخی چولگی منفی هستند و از نظر کشیدگی نیز به جز فرضیه ۹، میزان کشیدگی بقیه فرضیه‌ها کمتر از توزیع نرمال است که این وضعیت شرایط توزیع داده‌های غیرنرمال را نشان می‌دهد.

آمار استنباطی

به منظور تعیین نرمال یا غیرنرمال بودن داده‌های مرتبط با هر یک از فرضیه‌های پژوهش از آزمون نیز کولموگروف-اسمیرنوف استفاده شد. جدول ۲ نتایج مربوط به این آزمون را نشان می‌دهد. همانگونه که در این جدول مشخص است، داده‌های در پیوند با کلیه فرضیه‌های پژوهش دارای معناداری کمتر از ۰/۰۵ هستند، از این رو می‌توان نتیجه گرفت که کلیه داده‌های پژوهش دارای توزیع غیرنرمال هستند.

جدول ۲. نتایج آزمون کولموگروف-اسمیرنوف

فرضیه	تعداد	آماره	معناداری	فرضیه	تعداد	آماره	معناداری
۱	۲۲۱	۰/۰۸۶	۰/۰۰۰	۲	۱۱۷	۰/۱۸۶	۰/۰۰۰
زیرفرضیه				۳	۱۱۷	۰/۱۲۵	۰/۰۰۰
۱-۱	۲۲۱	۰/۱۷۸	۰/۰۰۰	۴	۱۱۷	۰/۱۲۵	۰/۰۰۰
۲-۱	۲۲۱	۰/۱۸۱	۰/۰۰۰	۵	۱۱۷	۰/۱۲۱	۰/۰۰۰
۳-۱	۲۲۱	۰/۱۹۱	۰/۰۰۰	۶	۱۱۷	۰/۲۲۸	۰/۰۰۰
۴-۱	۲۲۱	۰/۱۷۹	۰/۰۰۰	۷	۵۲	۰/۱۵۴	۰/۰۰۴
۵-۱	۲۲۱	۰/۱۹۷	۰/۰۰۰	۸	۵۲	۰/۱۳۲	۰/۰۲۴
۶-۱	۲۲۱	۰/۱۷۰	۰/۰۰۰	۹	۵۲	۰/۲۱۵	۰/۰۰۰
۷-۱	۲۲۱	۰/۲۰۷	۰/۰۰۰	۱۰	۵۲	۰/۱۸۷	۰/۰۰۰

همچنین از آنجا که کلیه داده‌ها غیرنرمال هستند، به منظور آزمون کل فرضیه‌های پژوهش از آزمون تک نمونه‌ای ویلکاکسون (هولاندر، ولف و چیکن^۱، ۲۰۱۴) استفاده شد. جدول ۳ نتایج مربوط به این آزمون را در ارتباط با فرضیه‌های پژوهش نشان می‌دهد.

جدول ۳. نتایج آزمون تک نمونه‌ای ویلکاکسون

رد	تعداد	آماره استاندارد	سطح معنی‌داری	نتیجه آزمون	رد	تعداد	آماره استاندارد	سطح معنی‌داری	نتیجه آزمون
۱	۲۲۱	۰/۳۶۸	۰/۷۱۳	رد	۲	۱۱۷	-۵/۷۲۷	۰/۰۰۰	رد
۱-۱	۲۲۱	۲/۹۲۵	۰/۰۰۳	عدم رد	۳	۱۱۷	-۳/۵۶۳	۰/۰۰۰	رد
۲-۱	۲۲۱	۰/۲۷۴	۰/۷۸۴	رد	۴	۱۱۷	-۵/۲۳۵	۰/۰۰۰	رد
۳-۱	۲۲۱	۱/۷۲۴	۰/۰۸۵	رد	۵	۱۱۷	-۶/۹۷۵	۰/۰۰۰	رد
۴-۱	۲۲۱	۱/۸۷۹	۰/۰۶۰	رد	۶	۱۱۷	۷/۶۲۳	۰/۰۰۰	عدم رد
۵-۱	۲۲۱	۴/۱۶۹	۰/۰۰۰	عدم رد	۷	۵۲	-۱/۲۹۴	۰/۱۹۶	رد
۶-۱	۲۲۱	-۰/۴۱۸	۰/۶۷۶	رد	۸	۵۲	-۵/۱۹۵	۰/۰۰۰	رد
۷-۱	۲۲۱	-۷/۶۴۴	۰/۰۰۰	رد	۹	۵۲	-۵/۰۳۸	۰/۰۰۰	رد
					۱۰	۵۲	۰/۷۸۸	۰/۴۳۱	رد

برپایه اطلاعات بیان شده در جدول ۳، نتایج در رابطه با فرضیه ۱، نشان دهنده معنادار نبودن این آزمون در سطح خطای ۰/۰۵ است، از این رو، فرضیه ۱ در سطح خطای ۰/۰۵ رد می‌شود. در رابطه با زیر فرضیه‌های فرضیه ۱، سطح معناداری زیرفرضیه‌های ۱-۱ و ۵-۱ کمتر از ۰/۰۵ بوده، که با توجه به اینکه آماره استاندارد آن‌ها مثبت است، رد نمی‌شوند، اما زیر فرضیه ۷-۱ با وجود داشتن سطح معناداری کمتر از ۰/۰۵، به دلیل داشتن آماره استاندارد منفی که متناسب با میانگین کمتر از ۳ آن است (۲/۳۳)، رد می‌شود. همچنین زیر فرضیه‌های ۲-۱، ۳-۱، ۴-۱ و ۶-۱ با توجه به سطح معناداری بیشتر از ۰/۰۵ رد می‌شوند. در رابطه با سایر فرضیه‌های اصلی، فرضیه ۶ با توجه به اینکه سطح معناداری آن کمتر از ۰/۰۵ بوده و آماره استاندارد آن مثبت است، رد نمی‌شود، اما فرضیه‌های ۲، ۳، ۴، ۵، ۸ و ۹ با وجود داشتن سطح معناداری کمتر از

1. Hollander, Wolfe & Chicken

۰/۰۵، به دلیل اینکه آماره استاندارد آن‌ها منفی است، یا به عبارتی دارای میانگین کمتر از ۳ هستند، رد می‌شوند. همچنین فرضیه‌های ۷ و ۱۰ با توجه به اینکه سطح معناداری آن‌ها بیشتر از ۰/۰۵ است، رد می‌شوند.

همچنین در این پژوهش تجزیه و تحلیل بیشتری از منظر بررسی دیدگاه هر یک از سه گروه نسبت به فرضیه‌های مورد بررسی در سطوح مختلف متغیرهای جمعیت شناختی به عمل آمد. جدول ۴ نتایج آزمون بررسی تفاوت‌های بین گروهی متغیرهای جمعیت شناختی را در این زمینه نشان می‌دهد. همانگونه که مشخص است چون داده‌های پژوهش غیرنرمال هستند، در مورد متغیرهای جمعیت شناختی دو سطحی (۱). جنسیت؛ ۲. ماهیت سرمایه‌گذار یا بستانکار؛ ۳. شخصیت حقیقی یا حقوقی؛ ۴. پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران یا فرابورس ایران و ۵. سازمان بورس و اوراق بهادار یا سازمان حسابرسی) از آزمون من-ویننی (کلارک کارتر^۱، ۲۰۱۹) و متغیرهای جمعیت شناختی بیشتر از دو سطح (۱). سطح تحصیلات؛ ۲. رشته تحصیلی و ۳. سمت مالی) از آزمون کروسکال-والیس (کلارک کارتر، ۲۰۱۹) استفاده شده است. همچنین در مورد مقادیر بیان شده در این جدول، مقادیر بالاتر، آماره آزمون و مقادیر دورن پرائنز، سطح معناداری آزمون را نشان می‌دهند.

جدول ۴. نتایج آزمون بررسی تفاوت‌های بین گروهی متغیرهای جمعیت شناختی

		آزمون من-ویننی						آزمون کروسکال-والیس	
فرضیه	جنسیت	سرمایه‌گذار / بستانکار	حقیقی / حقوقی	بورسی / فرابورسی	بورس / حسابرسی	سطح تحصیلات	رشته تحصیلی	سمت مالی	
۱	-۱/۲۶۹ (۰/۲۰۴)	۰/۳۵۷ (۰/۷۲۱)	۰/۷۲۳ (۰/۴۷۰)	---	---	۱/۷۱۱ (۰/۶۳۵)	۱/۸۵۴ (۰/۶۰۳)	---	از منظر استفاده کنندگان
۱-۱	-۱/۳۷۲ (۰/۱۷۰)	۰/۰۸۷ (۰/۹۳۱)	۱/۲۳۷ (۰/۲۱۶)	---	---	۶/۴۴۷ (۰/۰۹۲)	۳/۶۷۸ (۰/۲۹۸)	---	
۲-۱	-۰/۴۶۹ (۰/۶۳۹)	۰/۵۱۶ (۰/۶۰۶)	-۰/۸۹۰ (۰/۳۷۴)	---	---	۱/۳۱۸ (۰/۷۲۵)	۰/۳۹۳ (۰/۹۴۲)	---	
۳-۱	۰/۲۸۱ (۰/۷۷۹)	-۰/۳۵۹ (۰/۷۲۰)	۱/۰۴۱ (۰/۲۹۸)	---	---	۱/۸۰۵ (۰/۶۱۴)	۳/۱۴۵ (۰/۳۷۰)	---	
۴-۱	-۰/۹۴۴	-۰/۰۱۳	۰/۹۳۵	---	---	۲/۷۱۴	۲/۱۶۴	---	

1. Clark-Carter

		آزمون من-ویتنی						آزمون کروسکال-والیس	
فرضیه	جنسیت	سرمایه گذار/ بستانکار	حقیقی/ حقوقی	بورسی/ فراپورسی	بورس/ حسابرسی	سطح تحصیلات	رشته تحصیلی	سمت مالی	
۵-۱	(۰/۳۴۵)	(۰/۹۸۹)	(۰/۳۵۰)			(۰/۴۳۸)	(۰/۵۳۹)		
	-۱/۶۱۲ (۰/۱۰۷)	۰/۵۰۳ (۰/۶۱۵)	-۰/۲۴۵ (۰/۸۰۷)			۰/۹۷۵ (۰/۸۰۷)	۰/۰۳۲ (۰/۹۹۸)		
	-۰/۴۸۹ (۰/۶۲۵)	۰/۵۶۸ (۰/۵۷۰)	۱/۸۰۶ (۰/۰۷۱)			۳/۳۶۶ (۰/۳۳۹)	۴/۶۵۳ (۰/۱۹۹)		
	-۰/۶۹۴ (۰/۴۸۸)	۰/۸۳۹ (۰/۴۰۱)	-۰/۵۵۶ (۰/۵۷۸)			۴/۰۷۲ (۰/۲۵۴)	۲/۳۱۶ (۰/۵۰۹)		
از منظر تجربه کنندگان	۲	-۲/۴۹۳ (۰/۰۱۳)		۳/۴۰۱ (۰/۰۰۱)		۱/۴۱۲ (۰/۷۰۳)	۵/۳۷۴ (۰/۱۴۶)	۱/۸۰۲ (۰/۶۱۵)	
	۳	-۰/۷۵۰ (۰/۴۵۳)		۰/۵۷۲ (۰/۵۶۸)		۰/۴۶۰ (۰/۹۲۸)	۲/۳۶۱ (۰/۵۰۱)	۱۰/۲۹۶ (۰/۰۱۶)	
	۴	-۰/۳۹۹ (۰/۶۹۰)		-۰/۱۶۹ (۰/۸۶۵)		۱/۵۶۲ (۰/۶۶۸)	۱/۲۷۰ (۰/۷۳۶)	۵/۳۶۰ (۰/۱۴۷)	
	۵	-۱/۴۳۹ (۰/۱۵۰)		-۰/۰۹۵ (۰/۹۲۴)		۴/۰۲۸ (۰/۲۵۸)	۴/۳۴۴ (۰/۲۲۷)	۱/۴۰۱ (۰/۷۰۵)	
	۶	-۰/۴۶۳ (۰/۶۴۴)		۱/۲۴۹ (۰/۲۱۲)		۴/۰۷۴ (۰/۲۵۴)	۱/۴۶۰ (۰/۶۹۱)	۴/۲۴۸ (۰/۲۳۶)	
	۷	-۰/۳۶۳ (۰/۷۱۶)			۰/۸۶۶ (۰/۳۸۶)	۱/۳۸۸ (۰/۵۰۰)	۱/۴۱۹ (۰/۴۹۲)		
از منظر نخبه‌های ناظر	۸	-۱/۲۲۸ (۰/۲۱۹)			-۰/۹۰۷ (۰/۳۶۴)	۰/۷۳۳ (۰/۶۹۳)	۰/۹۱۷ (۰/۶۳۲)		
	۹	-۰/۹۷۱ (۰/۳۳۱)				۲/۸۵۹ (۰/۲۳۹)	۲/۵۶۵ (۰/۲۷۷)		
	۱۰	-۱/۵۰۶ (۰/۱۳۲)				۱/۸۱۴ (۰/۰۷۰)	۰/۳۳۰ (۰/۸۴۸)	۱/۸۲۴ (۰/۴۰۲)	

براساس نتایج یادشده در جدول ۴، نتایج آزمون من-ویتنی در رابطه با فرضیه ۲ پژوهش در سطح متغیر جنسیت معنادار است (با معناداری ۰/۰۱۳)؛ از این رو دیدگاه پرسنل مالی مرد و زن در شرکت‌ها نسبت به تأثیر انتشار گزارش تفسیری مدیریت بر کاهش هزینه تأمین مالی شرکت به صورت معناداری متفاوت است. همچنین نتایج آزمون من-ویتنی در رابطه با فرضیه ۲ پژوهش

در سطح متغیر نوع شرکت (بورسی/فراپورسی) معنادار است (با معناداری ۰/۰۰۱)؛ از این رو دیدگاه پرسنل مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و پرسنل مالی شرکت‌های پذیرفته شده در فراپورس ایران نسبت به تأثیر انتشار گزارش تفسیری مدیریت بر کاهش هزینه تأمین مالی شرکت به صورت معناداری متفاوت است. افزون بر این، نتایج آزمون کروسکال-والیس در رابطه با فرضیه ۳ پژوهش در سطح متغیر سمت مالی معنادار است (با معناداری ۰/۰۱۶)، از این رو دیدگاه پرسنل مالی شرکت‌ها در سمت‌های مختلف به صورت معناداری نسبت به اینکه انتشار گزارش تفسیری مدیریت موجب افزایش مشروعیت شرکت می‌شود، متفاوت است. همچنین بر اساس نتایج بیان شده در این جدول، نتایج آزمون‌های من-ویتنی و کروسکال والیس در دیگر موارد معنادار نیست، از این رو تفاوتی در دیدگاه افراد در دیگر سطوح متغیرهای جمعیت شناختی نسبت به فرضیه‌های پژوهش وجود ندارد.

بحث و نتیجه‌گیری

سازمان بورس و اوراق بهادار از دی ماه ۱۳۹۶ تهیه و انتشار گزارش تفسیری مدیریت توسط شرکت‌ها را به عنوان گزارش مکمل صورت‌های مالی و در پاسخ به تقاضای فعالان بازار سرمایه مبنی بر کاهش توقف نمادها و افزایش نقدشوندگی سهام شرکت‌ها جایگزین گزارش پیش‌بینی سود نمود. هدف این پژوهش بررسی میزان سودمندی این گزارش در جهت تعیین ضرورت و لزوم هرگونه بازنگری در ضوابط و رهنمودهای فعلی مرتبط با ارائه آن در ایران بود. به منظور دستیابی به این هدف، میزان سودمندی گزارش تفسیری مدیریت کنونی از جوانب مختلف و بر مبنای ادبیات موجود در زمینه سودمندی افشاء و از منظر سه گروه استفاده‌کنندگان، تهیه‌کنندگان و نهادهای ناظر و تدوین‌کننده مقررات بازار سرمایه مورد بررسی قرار گرفت.

در رابطه با سودمندی گزارش تفسیری مدیریت از منظر استفاده‌کنندگان، نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول پژوهش در جدول شماره ۳ نشان داد که در مجموع وضعیت فعلی گزارش تفسیری و محتوای اطلاعاتی کنونی آن برای استفاده‌کنندگان اصلی گزارش‌های مالی مفید نیست. این یافته‌ها با یافته‌های محمد و همکاران (۲۰۱۹) و ردمان و همکاران (۲۰۲۲) مطابقت ندارد؛ اما با یافته‌های هوفنر (۲۰۰۷) مبنی بر سودمند نبودن الزامات تهیه گزارش بحث و تحلیل مدیریت در امریکا و یافته‌های تارکا و همکاران (۲۰۱۱) مبنی بر عدم سودمندی کافی محتوای گزارش بحث و تحلیل مدیریت مطابقت دارد. نتایج حاصل از آزمون زیر فرضیه‌های اول تا

پنجم این فرضیه در جدول ۳ نشان داد که استفاده کنندگان اصلی گزارش‌های مالی، محتوای اطلاعاتی دو بخش «ماهیت کسب و کار» و «شاخص‌ها و معیارهای عملکرد» را در تصمیم‌گیری‌های خود سودمند دانسته که با توجه به نتایج ارائه شده در جدول ۱، چون بخش «شاخص‌ها و معیارهای عملکرد» دارای میانگین بیشتری نسبت به بخش «ماهیت کسب و کار» است، از سودمندی بیشتری برخوردار است. این یافته‌ها با یافته‌های جوهانسن و پلنبرگ (۲۰۱۳) و ردماین و همکاران (۲۰۲۲) مطابقت دارد. همچنین از دیدگاه استفاده کنندگان اصلی گزارش‌های مالی، محتوای اطلاعاتی سه بخش دیگر شامل «اهداف و راهبردها»، «منابع، ریسک‌ها و روابط» و «نتایج و چشم‌اندازها» سودمند نیست که این یافته‌ها با یافته‌های ردماین و همکاران (۲۰۲۲) مطابقت ندارد. دلیل این موضوع شاید نبود رهنمود مناسب، نداشتن دانش کافی و عدم توجه مناسب تهیه‌کنندگان این گزارش به افشای اطلاعات کافی و سودمند در تکمیل این بخش‌ها است. بر مبنای نتایج حاصل از آزمون زیر فرضیه ششم این فرضیه، مندرج در جدول ۳، استفاده کنندگان اصلی گزارش‌های مالی، محتوای اطلاعات آینده‌نگرانه گزارش تفسیری مدیریت را کافی و مناسب ندانسته و در نتیجه در کمک به تصمیم‌گیری‌های خود سودمند نمی‌دانند. این یافته‌ها با یافته‌های حسن و پاور^۱ (۲۰۰۹)، تارکا و همکاران (۲۰۱۱) و منیسوسی^۲ (۲۰۱۳) و انو^۳ (۲۰۱۸) مبنی بر پایین بودن سطح افشای اطلاعات آینده‌نگرانه مطابقت دارد؛ اما با یافته‌های بریان (۱۹۹۷)، بارون و کیل (۱۹۹۹)، محمد و همکاران (۲۰۱۹) و ردماین و همکاران (۲۰۲۲) مطابقت ندارد. این موضوع نیز می‌تواند از طرفی به دلیل نبود رهنمود مناسب، نداشتن دانش کافی و عدم توجه مناسب تهیه‌کنندگان این گزارش به اهمیت افشای اطلاعات آینده‌نگرانه بوده و از طرفی نیز به دلیل نگرانی‌های مرتبط با افشای مسائل رقابتی و پاسخگویی آتی در قبال انتظارات ایجاد شده نسبت به تعهدات شرکت برای محقق ساختن طرح‌ها و برنامه‌های آتی باشد. بر مبنای نتایج حاصل از آزمون زیر فرضیه هفتم این فرضیه مندرج در جدول ۳ نیز می‌توان نتیجه گرفت که استفاده کنندگان اصلی گزارش‌های مالی، محتوای اطلاعاتی مرتبط با مسائل زیست محیطی و اجتماعی گزارش تفسیری مدیریت را سودمند نمی‌دانند. در این رابطه با توجه به پایین بودن میانگین این فرضیه با میزان ۲/۲۶ و تفاوت زیاد آن

1. Hassan & Power

2. Menicucci

3. Enev

با میانگین فرضیه اصلی و سایر زیر فرضیه‌های آن، به نظر می‌رسد که استفاده‌کنندگان اصلی گزارش‌های مالی رضایت کمتری در رابطه با مسائل زیست محیطی و اجتماعی در مقایسه با سایر بخش‌های گزارش تفسیری مدیریت دارند. این یافته‌ها با یافته‌های جوهانسن و پلنبرگ (۲۰۱۳) مطابقت دارد. همچنین این یافته‌ها با یافته‌های محمد و همکاران (۲۰۱۹) و ردمان و همکاران (۲۰۲۲) از نظر سودمندی اطلاعات زیست محیطی و اجتماعی موجود در گزارش‌های مدیریتی مطابقت ندارد، اما از این جنبه که سودمندی اطلاعات زیست محیطی و اجتماعی در درجه پایین‌تری نسبت به دیگر بخش‌های گزارش‌های مدیریتی است، مطابقت دارد. در توضیح این مورد، علت آن را می‌توان به دلیل کافی و سودمند نبودن افشای مسائل زیست محیطی و اجتماعی در این گزارش‌ها دانست. همچنین این مورد می‌تواند به علت اهمیت کمتر مسائل زیست محیطی و اجتماعی در مقایسه با سایر بخش‌های گزارش تفسیری مدیریت در هنگام تصمیم‌گیری استفاده‌کنندگان اصلی گزارش‌های مالی باشد. در همین زمینه جوهانسن و پلنبرگ (۲۰۱۳) به این نتیجه رسیدند که مسائل زیست محیطی و اجتماعی با وجود اینکه هزینه ارائه آن‌ها در مقایسه با سایر اطلاعات گزارش تفسیری مدیریت بیشتر است، اما استفاده‌کنندگان گزارش‌های مالی، تقاضای کمتری برای ارائه آن‌ها در گزارش تفسیری مدیریت دارند.

در رابطه با سودمندی گزارش تفسیری مدیریت از منظر تهیه‌کنندگان، بر اساس نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم تا ششم پژوهش یاد شده در جدول ۳، تهیه‌کنندگان گزارش تفسیری مدیریت در شرکت‌های بورس و فرابورس اعتقاد ندارند که تهیه و ارائه این گزارش موجب کاهش هزینه تأمین مالی، افزایش مشروعیت و کاهش هزینه‌های مستقیم و غیر مستقیم در شرکت شده است، اما به اعتقاد آن‌ها تهیه و ارائه آن موجب ایفای بهتر مسئولیت شرکت در برابر بورس اوراق بهادار شده است. نتایج در پیوند با عدم کاهش هزینه تأمین مالی با یافته‌های سنگوپتا^۱ (۱۹۹۸)، پوشاکوال و کورتیس^۲ (۲۰۰۵) و سیبر، وینبرگر، اوبردرستر و بائتج^۳ (۲۰۱۴)، دستگیر و بزاززاده (۱۳۸۲) و بشیری منش، رحمانی و موسوی (۱۳۹۵) مطابقت ندارد اما با یافته‌های پژوهش کرمی، حسینی و رضوانی فرد (۱۳۹۲) مطابقت دارد. دلایل احتمالی این موضوع را می‌توان ضمن عدم سودمندی کافی افشاء در این گزارش، به دلیل عدم آشنایی

1. Sengupta

2. Poshakwale & Courtis

3. Sieber, Weißberger, Oberdorster & Baetge

بسیاری از سرمایه‌گذاران بورس و فرابورس با گزارش تفسیری مدیریت و همچنین عدم فرهنگ سازی و فراهم ساختن شرایط مناسب برای استفاده از گزارش‌های مالی و مدیریتی در بازار سرمایه با وجود رانت‌های اطلاعاتی که اکنون وجود دارد، دانست. در رابطه با یافته‌های این پژوهش مبنی بر عدم افزایش مشروعیت شرکت، تنها پژوهش‌های موجود بر افشای مسائل زیست محیطی و اجتماعی برای مشروعیت بخشی به فعالیت‌ها شرکت تأکید دارند (مانند: اودونووان، ۲۰۰۲ و برزگری خانقاه و برزگری تراجی، ۱۳۹۵) که به نظر می‌رسد اهمیت این گونه اطلاعات در گزارش تفسیری مدیریت کنونی کمرنگ است. بر مبنای یافته‌های پژوهش مبنی بر عدم افزایش هزینه‌های مستقیم، هزینه‌هایی که شرکت‌ها بابت گردآوری داده، تحلیل داده‌ها و انتشار اطلاعات مربوط به گزارش تفسیری مدیریت متحمل می‌شوند، بسیار ناچیز بوده و به میزانی نیست که بتواند از میزان سودمندی این گزارش بکاهد. این یافته‌ها با یافته‌های پژوهش جوهانسن و پلنبرگ (۲۰۱۳) مطابقت دارد. در توضیح این یافته‌ها شاید یکی از دلایل آن می‌تواند این باشد که بسیاری از اطلاعات موجود در گزارش تفسیری به گونه‌های مختلف و به منظور تصمیم‌گیری‌های درون سازمانی، یا آماده سازی به منظور تهیه سایر گزارش‌ها چون گزارش فعالیت هیئت مدیره از قبل گردآوری و تحلیل می‌شوند. همچنین بر مبنای یافته‌های این پژوهش مبنی بر عدم افزایش هزینه‌های غیرمستقیم، نمی‌توان نتیجه گرفت که انتشار گزارش تفسیری مدیریت و افزایش شفافیت حاصل از آن باعث ایجاد هزینه‌هایی چون افشای مسائل رقابتی، طرح دعاوی حقوقی و هزینه‌های سیاسی برای شرکت‌ها شده است. این یافته‌ها با یافته‌های جوهانسن و پلنبرگ (۲۰۱۳) مطابقت دارد. در توضیح چنین یافته‌هایی، همانگونه که جوهانسن و پلنبرگ (۲۰۱۳) بیان می‌کنند، شاید می‌تواند ناشی از انعطاف‌پذیری تهیه‌کنندگان بر مبنای مقررات جاری در جلوگیری از افشای اطلاعات حساسی باشد که می‌تواند به موقعیت رقابتی آن‌ها آسیب رسانده یا منجر به هزینه‌های دادرسی شود. به عبارت دیگر تهیه‌کنندگان گزارش تفسیری مدیریت چون بر مبنای رهنمودها و مقررات فعلی، الزامی به افشای اطلاعاتی ندارند که احتمال می‌دهند چنین هزینه‌های را برای آن‌ها در آینده ایجاد کند، اصلاً چنین اطلاعاتی را در این گزارش افشاء نمی‌کنند که باعث ایجاد چنین هزینه‌هایی برای آن‌ها شود.

در رابطه با سودمندی گزارش تفسیری مدیریت از منظر نهادهای ناظر و تدوین‌کننده مقررات بازار سرمایه، بر اساس نتایج حاصل از آزمون فرضیه هفتم تا دهم پژوهش یادشده در جدول ۳،

نهادهای ناظر و تدوین کننده مقررات بازار سرمایه اعتقاد ندارند که ارائه گزارش تفسیری مدیریت توانسته است موجب افزایش کارایی (اطلاعاتی) بازار سهام، افزایش نقدشوندگی سهام شرکت‌ها، افزایش تعداد سرمایه‌گذاران و افزایش تحلیل‌گران بازار سهام شود. این یافته‌ها مبنی بر عدم افزایش کارایی (اطلاعاتی) بازار سهام با یافته‌های جوزبر کند و پناهیان (۱۳۹۸) و حکمت، رحمانی، ملانظری، موسوی و قالیباف اصل (۱۳۹۹) و رهروی دستجردی (۱۴۰۰) مطابقت دارد. همچنین این یافته‌ها مبنی بر عدم افزایش نقدشوندگی سهام شرکت‌ها با یافته‌های ولکر (۱۹۹۵) و علوی، نعمتی کشتلی و حقیقت (۱۳۹۳) مطابقت ندارد؛ اما با یافته‌های قائمی و رحیم پور (۱۳۸۹) مطابقت دارد.

به صورت خلاصه نتایج حاصل از بررسی سودمندی گزارش تفسیری مدیریت در ایران طبق جدول ۵ است.

جدول ۵. خلاصه نتایج حاصل از بررسی سودمندی گزارش تفسیری مدیریت

از منظر	جوانب مختلف سودمندی گزارش تفسیری مدیریت	سودمند بودن
استفاده کنندگان	سودمندی محتوای اطلاعاتی کل گزارش تفسیری مدیریت در تصمیم‌گیری	خیر
	سودمندی محتوای اطلاعاتی بخش "ماهیت کسب و کار" در تصمیم‌گیری	بلی
	سودمندی محتوای اطلاعاتی بخش "اهداف و راهبردها" در تصمیم‌گیری	خیر
	سودمندی محتوای اطلاعاتی بخش "منابع، ریسک‌ها و روابط" در تصمیم‌گیری	خیر
	سودمندی محتوای اطلاعاتی بخش "نتایج و چشم‌اندازها" در تصمیم‌گیری	خیر
	سودمندی محتوای اطلاعاتی بخش "شاخص‌ها و معیارهای عملکرد" در تصمیم‌گیری	بلی
	سودمندی "اطلاعات آینده‌نگرانه" در تصمیم‌گیری	خیر
	سودمندی "اطلاعات زیست محیطی و اجتماعی" در تصمیم‌گیری	خیر
تجربه کنندگان	سودمندی از جنبه کمک به کاهش هزینه تأمین مالی شرکت	خیر
	سودمندی از جنبه کمک به افزایش مشروعیت شرکت	خیر
	سودمندی از جنبه عدم افزایش هزینه‌های مستقیم (گردآوری، تحلیل و انتشار)	بلی
	سودمندی از جنبه عدم افزایش هزینه‌های غیرمستقیم (افشای مسائل رقابتی، طرح دعاوی حقوقی و هزینه‌های سیاسی)	بلی
	سودمندی از جنبه کمک به ایفای بهتر مسئولیت شرکت در برابر بورس اوراق بهادار	بلی
نهادهای ناظر	سودمندی از جنبه کمک به افزایش کارایی (اطلاعاتی) بازار سهام	خیر
	سودمندی از جنبه کمک به افزایش نقدشوندگی سهام شرکت‌ها	خیر
	سودمندی از جنبه کمک به افزایش تعداد سرمایه‌گذاران بازار سهام	خیر
	سودمندی از جنبه کمک به افزایش تعداد تحلیل‌گران بازار سهام	خیر

طبق اطلاعات مندرج جدول ۵، از منظر استفاده کنندگان، محتوای اطلاعاتی گزارش تفسیری مدیریت به صورت کلی سودمند نبوده، اما در بررسی محتوای اطلاعاتی اجزاء آن، تنها در دو بخش «ماهیت کسب و کار» و «شاخص‌ها و معیارهای عملکرد» از هفت جزء مورد بررسی، سودمند است. همچنین از منظر تهیه کنندگان، این گزارش در برخی جوانب شامل عدم افزایش هزینه‌های مستقیم و غیر مستقیم و کمک به ایفای بهتر مسئولیت شرکت در برابر بورس اوراق بهادار سودمند بوده اما در سایر جوانب شامل کاهش هزینه تأمین مالی و افزایش مشروعیت شرکت سودمند نیست. افزون بر این، از منظر نهادهای ناظر و تدوین‌کننده مقررات بازار سرمایه، این گزارش در هیچ یک از جوانب مورد بررسی سودمند نیست.

افزون بر موارد یاد شده، بر مبنای نتایج بیان شده در جدول ۴ مشخص شد که کمابیش در سطوح مختلف متغیرهای جمعیت شناختی تفاوت معناداری در دیدگاه پاسخ‌دهندگان مختلف نسبت به میزان سودمندی گزارش تفسیری مدیریت وجود ندارد. در حقیقت تنها در سه مورد تفاوت معنادار مشاهده شد. بر مبنای این نتایج، در زمینه میزان سودمندی گزارش تفسیری مدیریت در کمک به کاهش تأمین مالی شرکت، متغیر جنسیت و متغیر نوع شرکت (بورسی/فراپورسی) تفاوت معناداری ایجاد می‌کنند. در این رابطه، پاسخ‌دهندگان زن با رتبه میانگین ۷۲/۵۹ نسبت به پاسخ‌دهندگان مرد با رتبه میانگین ۵۴/۷۲ دیدگاه مثبت‌تری نسبت به میزان سودمندی گزارش تفسیری مدیریت در کمک به کاهش تأمین مالی شرکت دارند، همچنین پرسنل مالی شرکت‌های پذیرفته شده در فراپورس ایران با رتبه میانگین ۷۴/۶۰ نسبت به پرسنل مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با رتبه میانگین ۵۲/۰۷ دیدگاه مثبت‌تری نسبت به این موضوع دارند. همچنین بر مبنای این نتایج، در زمینه میزان سودمندی گزارش تفسیری مدیریت در کمک به افزایش مشروعیت شرکت، متغیر سمت مالی تفاوت معنادار ایجاد می‌کند. در این رابطه، اعضای کمیته حسابرسی با رتبه میانگین ۶۸/۰۴ بیشترین نظر مثبت و مدیران مالی با رتبه میانگین ۵۴/۶۲ کمترین نظر مثبت را نسبت به این موضوع دارند.

بر مبنای یافته‌های این پژوهش (نتایج بیان شده در جدول ۵) به نظر می‌رسد که گزارش تفسیری مدیریت در وضعیت کنونی آن سودمندی چندانی در کشور ندارد. از این رو به نهادهای ناظر و تدوین‌کننده مقررات بازار سرمایه کشور مانند سازمان بورس اوراق بهادار و سازمان حسابرسی پیشنهاد می‌شود که در جهت بومی سازی و ارائه هرگونه استاندارد یا رهنمود مناسب

و به روز در جهت افزایش سودمندی گزارش تفسیری مدیریت با اتکا بر این مطالعه و سایر مطالعات و پژوهش‌های معتبر و کافی اقدام نمایند. همچنین از آنجا که رهنمود کنونی تهیه گزارش تفسیری مدیریت در کشور برگرفته از رهنمود بنیاد استانداردهای بین‌المللی گزارشگری مالی در سال ۲۰۱۰ است، نتایج این مطالعه می‌تواند برای بنیاد استانداردهای بین‌المللی گزارشگری مالی که در حال حاضر مشغول انجام پروژه به روز رسانی بیانیه سال ۲۰۱۰ گزارش تفسیری مدیریت است، سودمند واقع شود.

همچنین براساس مبانی نظری، پیشینه و یافته‌های این پژوهش، پژوهش‌های زیر برای پژوهشگران علاقه‌مند پیشنهاد می‌شود:

۱. ارائه الگویی بومی و به روز در زمینه تهیه گزارش تفسیری مدیریت؛
 ۲. انجام مطالعه بر مبنای روش‌های پژوهش غیرپیمایشی به منظور بررسی سودمندی گزارش تفسیری مدیریت کنونی؛
 ۳. انجام پژوهش به شیوه تحلیل محتوا در زمینه سنجش میزان رعایت افشاء در گزارش تفسیری مدیریت کنونی؛
 ۴. انجام مطالعه به منظور شناسایی دقیق‌تر دلایل عدم سودمندی کافی گزارش تفسیری مدیریت و سایر مصادیق افشای شرکتی در بازار سرمایه کشور.
- این پژوهش نیز همانند هر پژوهشی محدودیت‌های ویژه و خاص خود را داشته است. موارد زیر جزء محدودیت‌هایی است که در این پژوهش وجود داشته و باید هنگام تعمیم و تفسیر نتایج مدنظر قرار گیرد:
۱. با توجه به عدم همکاری برخی از شرکت‌ها، صندوق‌های سرمایه‌گذاری، سبدگردان‌ها و بانک‌ها به ویژه در شرایط اپیدمی کرونا و همچنین عدم دسترسی به بسیاری از سرمایه‌گذاران حقیقی، امکان استفاده از شیوه نمونه‌گیری تصادفی که نتایج دقیق‌تری را فراهم می‌سازد فراهم نبوده و از این رو از شیوه نمونه‌گیری در دسترس استفاده شد.
 ۲. با توجه به پژوهش‌های بسیار اندک خارجی در زمینه گزارش‌های مدیریتی و به ویژه بررسی سودمندی این گزارش‌ها و همچنین نبود پژوهش‌های داخلی در این زمینه، این پژوهش با محدودیت در مقایسه دقیق‌تر یافته‌های پژوهش با دیگر پژوهش‌ها روبه‌رو بوده است، با این وجود نهایت تلاش به عمل آمد تا روایی و پایایی پژوهش خدشه‌دار نشود.

References

- Abdel-Fattah T. M. H. (2008). Voluntary disclosure practices in emerging capital markets: the case of Egypt, Durham University, <http://etheses.dur.ac.uk/1342/1/1342.pdf> [23 May 2013].
- Akhtaruddin, M; Hossain, M. A; Hossain, M. & Yao, L. (2009). Corporate governance and voluntary disclosure in corporate annual reports of Malaysian listed firms. *Journal of Applied Management Accounting Research*, 7(1), 1-21.
- Akhgar, M. A; & Ghorbani, R. (2019). The relationship between foreign financing and voluntary disclosure with an emphasis on the financial status of companies accepted in the Tehran Stock Exchange. *Financial Accounting and Auditing Research*, 11(2), 203-228. (In Persian).
- Alavi, M; Nemati koshteli, R; & Haghigat, H. (2014). Information transparency and stock liquidity. *Journal of Empirical Researches in Accounting*, 4(2), 85-98. (In Persian).
- American Accounting Association (1966). *A statement of basic accounting theory*. Iow City, IA: American Accounting Association.
- Asadi, A. & Shadmehr, M. (2016). The effect of timely information on stock liquidity in Tehran Stock Exchange. *Journal of Securities Exchange*, 8(3), 5-25. (In Persian).
- Audit Organization (2020). Management commentary; expanding the scope of financial reporting. *Hesabres*, 108. 10-43. (In Persian).
- Badavar Nahandi, Y. & Maleki Nejad, A. (2011). Survey the stock liquidity at the time of issuing financial reports. *Journal of Accounting Knowledge*, 1(3), 99-115. (In Persian).
- Bailey, W; Andrew, K.G. & Salva, C. (2005). The economic consequences of increased disclosure: evidence from international cross-listings. *Journal of Financial Economics*, 81(1), 175-213.
- Barjaneh, I; Rahimiain, N. & Bagheripormehr, S. (2022). Investigating the relationship between corporate characteristics and information disclosure in management commentary in firms listed in Tehran Stock Exchange (TSE). *Journal of Applied Research in Financial Reporting*, 11(1), 263-302. (In Persian).
- Barron, O. E; & Kile, C. O. (1999). MD&A quality as measured by the SEC and analysts' earnings forecasts. *Contemporary Accounting Research*, 16(1), 75-109.

- Barzegari Khanagha, J; & Jafari Taraji, Gh. (2017). The function of company characteristics and corporate governance on organization's legitimacy. *Journal of Financial Accounting Research*, 8(3), 101-120. (In Persian).
- Bashirimanesh, N; Rahmani, A; & Mosavi, M. (2016). Consequences of voluntary disclosure: structural equation modeling approach. *Journal of Empirical Researches in Accounting*, 6(2), 161-186. (In Persian).
- Botosan, C. A. (1997). Disclosure level and the cost of equity capital. *The Accounting Review*, 72(3), 323-349.
- Bryan, S. H. (1997). Incremental information content of required disclosures contained in Management Discussion & Analysis. *The Accounting Review*, 72(1), 285-301.
- Choi, F. D. S. (1973). Financial disclosure and entry to the European capital market. *Journal of Accounting Research*, 11(2), 159-175.
- Clark-Carter, D. (2019). *Quantitative Psychological Research: The Complete Student's Companion (4th ed.)*. New York: Routledge Inc.
- Cole, C. Y. & Jone, C. L. (2004). The usefulness of MD&A disclosures in the retail industry. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*. 19(4): 361-388.
- Coller, M. & Yohn, T. L. (1997). Management forecasts and information asymmetry: examination of bid-ask spreads. *Journal of Accounting Research*, 35(1), 181-191.
- Danyali Deh Howz, M. & Mansouri, H. (2013). Investigating weak form of efficiency in Tehran Stock Exchange and ranking factors that affect it. *Economics Research*, 12(4), 71-96. (In Persian).
- Dastgir, M. & Bazazzadeh, H. (2003). The effect of disclosure on on cost of equity capital. *Financial Research Journal*, 5(2), 83-103. (In Persian).
- Diamond, D. (1985). Optimal release of information by firms. *Journal of Finance*, 40(4), 1071-1094.
- Diamond, D; & Verrecchia, R. (1991). Disclosure, liquidity, and the cost of capital. *The Journal of Finance*, 46(4), 1325-1359.
- Dyball, M. (1998). Corporate annual reports as promotional tools: the case of Australian National industries Limited. *Asian Review of Accounting*, 6(2), 25-53.
- Dye, R. A. (1985). Strategic accounting choice and the effects of alternative financial reporting requirements. *Journal of Accounting Research*, 23(2), 544-574.
- Dye, R. A. (1986). Proprietary and nonproprietary disclosures. *Journal of Business*, 59(2), 331-366.

- Ebrahimi Kordlar, A. & Shahriari, A. (2009). A review of relationship between the political costs and conservatism in Tehran Stock Exchange. *Accounting and Auditing Review*, 16(3), 3-16. (In Persian).
- Elliot, R. K. & Jacobson, P. D. (1994). Costs and benefits of business information disclosure. *Accounting Horizons*, 8(4), 80-96.
- Enev, M. (2018). Going concern opinions and management's forward looking disclosures: evidence from the MD&A. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2938703
- Etemadi, H; Amirkhani, K. & Rezaei, M. (2011). The value relevance of mandatory disclosure: empirical evidence from listed companies at Tehran Stock Exchange (TSE). *Journal of Securities Exchange*, 4(1), 235-252. (In Persian).
- Fama, E. F. (1965). The behavior of stock market prices. *Journal of Business*, 38(1), 34-105.
- Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. *The Journal of Finance*, 2(1), 383-417.
- Financial Accounting Standard Board (1978). *Objectives of financial reporting by business enterprises*. Statement of Financial Accounting Concepts No. 1 (FASB).
- Financial Accounting Standards Board (2001). *Improving Business Reporting: Insights into Enhancing Voluntary Disclosure*. https://www.fasb.org/page/getarticle?uid=fasb_NEWS_RELEASE_01_29_01Body_0228221200
- Gao, P. (2010). Disclosure quality, cost of capital, and investor welfare. *The Accounting Review*, 85(1), 1-29.
- Ghaemi, M. H. & Rahimpour, M. (2011). Earnings quarterly announcement and stock liquidity. *Journal of Financial Accounting Research*, 2(4), 145-158. (In Persian).
- Hail, L. (2003). The impact of voluntary corporate disclosures on the ex ante cost of capital for Swiss firms. *European Accounting Review*, 11(4), 741-773.
- Hassan, O. & Power, D. (2009). The usefulness of accounting information: evidence from the Egyptian market. *Qualitative Research in Financial Markets*, 1(3), 125-141.
- Healey, P. M; & Palepu, K. G. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1-3), 405-440.

- Hekmat, H; Rahmani, A; Molanazari, M; Mousavi, M. H. & Ghalibafasl, H. (2020). Accounting information & semi- strong stock market efficiency. *Journal of Empirical Researches in Accounting*, 10(2), 23-50. (In Persian).
- Hiedari, M; Didar, H. & Qaderi, B. (2016). The empirical investigation of relationship between political costs and growth opportunities: a structural equation modeling approach. *Empirical Studies in Financial Accounting*, 12(3), 141-157. (In Persian).
- Hollander, M; Wolfe, D. A; & Chicken, E. (2014). *Nonparametric Statistical Methods* (3^d ed.). New Jersey: John Wiley & Sons Inc.
- Hufner, B. (2007). The SEC's MD&A: Does it meet the informational demands of investors? *Schmalenbach Business Review*, 59(1), 58-84.
- International Accounting Standard Board. (2005). *Discussion paper: Management commentary*. <https://www.ifrs.org/projects/2010/management-commentary-2010/comment-letters-projects/dp-management-commentary/>
- International Financial Reporting Standard Foundation. (2010). *IFRS practice statement management commentary: a framework for presentation*. <https://www.ifrs.org/projects/work-plan/management-commentary/#project-history>
- International Financial Reporting Standard Foundation. (2018). *Conceptual Framework for Financial Reporting*. <https://www.ifrs.org/projects/completed-projects/>
- International Financial Reporting Standard Foundation. (2020). *AP15A: Overview of guidance on matters affecting long-term prospects, on intangible resources and relationships and on ESG matters*. <https://www.ifrs.org/projects/work-plan/management-commentary/#project-history>
- International Financial Reporting Standard Foundation. (2021a). *Exposure Draft: Management Commentary*. <https://www.ifrs.org/projects/work-plan/management-commentary/#project-history>
- International Financial Reporting Standard Foundation. (2021b). *Snapshot: Management Commentary*. <https://www.ifrs.org/projects/work-plan/management-commentary/#project-history>
- Iranian Association of Certified Public Accountant (2017). Auditors' roundtable and management commentary. *Hesabdar Rasmi*, 40, 6-28. (In Persian).
- Jensen, M. C. (1978). Some anomalous evidence regarding market efficiency. *Journal of Financial Economics*, 6(1), 95-101.
- Johansen, T. R. & Plenborg, T. (2013). Prioritising disclosures in the annual report. *Accounting and Business Research*, 43(6), 605-635.

- Jouzbarkand, M. & Panahian, H. (2020). Evaluation of market efficiency with using advanced econometric models in Tehran Stock Exchange. *Financial Engineering & Securities Management*, 11(2), 76-105. (In Persian).
- Karami, Gh; Hosseini, A. & Rezvanifard, S. (2013). Investigating the relationship between disclosure level and equity cost in Tehran Stock Exchange listed companies. *Journal of Securities Exchange*, 6(1), 47-71. (In Persian).
- Kent, P. & Ung, K. (2003). Voluntary disclosure of forward-looking earnings information in Australia. *Australian Journal of Management*, 28(3), 273-285.
- Mafakhrenae, F; Jamali, J. & Saeedi, A. (2022). Developing a conceptual model to supervise stock exchange issuers: adopting a supportive approach to investors. *Journal of Securities Exchange*, 14(4), 347-371. (In Persian).
- Maghsoodi, M; Eslamibidgoli, S. & Khatir, A. R. (2022). Exploring the role of government in the development of Iran's capital market (2005-2018). *Journal of Securities Exchange*, 15(1), 461-494. (In Persian).
- Magness, V. (2006). Strategic posture, financial performance and environmental disclosure: an empirical test of legitimacy theory. *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, 19(4), 540-563.
- Maingot, M. & Zeghal, D. (2008). An analysis of voluntary disclosure of performance indicators by Canadian universities. *Tertiary Education and Management*, 14(4), 269-283.
- Menicucci, E. (2013). The determinants of forward-looking information in management commentary: evidence from Italian listed companies. *International Business Research*, 6(5), 30-44.
- Mohamed, M. K; Allini, A; Ferri, L. & Zampella, A. (2019). Investors' perception on the usefulness of management report disclosures: evidence from an emerging market. *Meditari Accountancy Research*, 27(3), 893-920.
- Moradi, M. (2020). The role of optional disclosure of financial information in the industrial espionage of companies. *Accounting and Auditing Studies*, 8(4), 89-104. (In Persian).
- Muslu, V; Radhakrishnan, S; Subramanyam, K. & Lim, D. (2015). Forward-looking MD&A disclosures and the information environment. *Management Science*, 61(5), 931-948.
- Namazi, M. (1985). A critical review of the efficient market hypothesis. *Akron Business and Economic Review*, 16(1), 27-37.
- Namazi, M. & Shooshtarian, Z. (1995). The investigation of the efficiency of Iran's Stock Exchange. *Financial Research Journal*, 2(7&8), 82-104. (In Persian).

- Neuman, W. L. (2014). *Social Research Methods: Qualitative and Quantitative Approaches* (7th ed.). London: Pearson Education Limited.
- Odonovan, G. (2002). Environmental disclosures in the annual report: Extending the applicability and predictive power of legitimacy theory. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 15(3), 344-371.
- Petrova, E; Georgakopoulos, G; Sotiropoulos, I. & Vasileiou, K. Z. (2012). Relationship between cost of equity capital and voluntary corporate disclosures. *International Journal of Economics and Finance*, 4(3), 83-96.
- Poshakwale, S. & Courtis, J. K. (2005). Disclosure Level and Cost of Equity Capital: Evidence from the Banking Industry. *Managerial and Decision Economics*, 26(7), 431-444.
- Raimian, N. (2001). A reflection on the methods of providing financial resources in economic units. *Accountant*, 148, 28-33. (In Persian).
- Rahrovi Dastjerdi, A. (2021). The effect of information disclosure volume on the efficiency of price formation process. *Empirical Studies in Financial Accounting*, 18(2). 79-112. (In Persian).
- Redmayne, N. B; Ehalaiye, D. & Stent, W. (2022). Insights on management commentary in financial reports: the views of users, preparers and auditors. *Meditari Accountancy Research*, 30(7), 1-30.
- Saeedi, A. & dadar, O. (2007). Study of the relationship between stock liquidity index and previous lags in TSE listed companies. *Industrial Management Studies*, 6(2), 75-97. (In Persian).
- Securities and Exchange Organization (2017). *Rules for the preparation of management commentary (publishers accepted in Tehran Stock Exchange and Iran Fara Bourse)*. Tehran. (In Persian).
- Sengupta, P. (1998). Corporate disclosure quality and the cost of debt. *The Accounting Review*, 73(4), 459-474.
- Scott, W. R. (2009). *Financial accounting theory* (5th ed.). Toronto: Pearson Canada Inc.
- Sieber, T; Weißenberger, B. E; Oberdorster, T. & Baetge, J. (2014). Let's talk strategy: the impact of voluntary strategy. *Business Research*, 7(1), 263-312.
- Shehata, N. F. (2014). Theories and determinants of voluntary disclosure, *Accounting and Finance Research*, 3(1), 18-26.
- Shocker, A. D; & Sethi, S. P. (1973). An approach to incorporating societal preferences in developing corporate action strategies. *California Management Review*, 15(4), 97-105.

- Taherinia, M. & Darbandi Farahani, S. (2022). Review the interrelationship between simultaneous disclosure of interpretive report and management profit prediction with information symmetry and investment quality with environmental uncertainty adjustment. *The Journal of Accounting and Social Interests*, 12(2), 55-88. (In Persian).
- Tarca, A; Street, D. & Aerts, W. (2011). Factors affecting MD&A disclosures by SEC registrants: views of practitioners. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 20(1), 45-59.
- Verrecchia, R. E. (1983). Discretionary disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, 5(3), 179–194.
- Welker, M; (1995). Disclosure policy, information asymmetry and liquidity in equity markets. *Contemporary Accounting Research*, 11(1), 801-827.
- Wolk, H. I; Dodd, J. L; & Rozycki, J. J. (2017). *Accounting theory: conceptual issues in a political and economic environment* (9th ed.). London: SAGE Publications Ltd.
- Yeoh, P. (2010), Narrative reporting: the UK experience. *International Journal of Law and Management*, 52(3), 211-231.

Pricing Inefficiencies and Feedback Trading in Iranian Gold ETF¹

Mahdi Shaerattar², Akbar Mirzapour Babajan³,
Beitollah Akbari Moghadam⁴

Received: 2023/07/06

Accepted: 2023/12/11

Research Paper

Abstract

An asset class that has experienced exponential growth since the late 1990s is that of Exchange-traded funds, which represent a financial innovation of huge popularity among both retail and institutional investors. The existence of price deviation between ETF's prices and their NAV can lead to the creation of feedback trading strategies among the investors of these assets. In this regard, using the standard model of Santana-Wadvani (1992) and the data of Gold ETF in the Iran Mercantile Exchange during the period of 2017/06/10 to 2022/09/03, to investigate the existence of feedback trading between the traders of this market. The results showed that the return fluctuation of these ETFs was asymmetric and negative, which shows the greater impact of positive news. Also, there is no evidence of the existence of feedback trading in the market of these ETFs. Due to the existence of two formal and informal markets for underlying asset, traders do not pay attention to the deviation of fund prices compared to their net asset value. ETFs traders, have an information-driven behavior and their trade is based on the inefficiency of the market, and news and information published in the market have the greatest impact on trades.

Key Words: Gold Exchange-Traded Funds, Feedback trading, Pricing Inefficiencies, Price deviation.

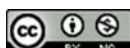
JEL Classification: G02, G11, G15.

1. doi: 10.22034/JSE.2023.12108.2070

2. Ph.D. Student, Department of Economics, Qazvin Branch, Islamic Azad University, Qazvin, Iran. (mshaerattar@gmail.com).

3. Assistant Professor, Department of Economics, Qazvin Branch, Islamic Azad University, Qazvin, Iran. (Corresponding Author). (Akbar.Mirzapour@gmail.com).

4. Associate Professor, Department of Economics, Qazvin Branch, Islamic Azad University, Qazvin, Iran. (akbari.beitollah@gmail.com).



Copyright © 2024 The Authors. Published by Securities and Exchange Organization. This work is licensed under a Creative Commons Attribution-NonCommercial 4.0 International license (<https://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/>). Non-commercial uses of the work are permitted, provided the original work is properly cited.



سازمان بورس و اوراق بهادار، مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی
فصلنامه بورس و اوراق بهادار، سال شانزدهم، شماره ۶۴، زمستان ۱۴۰۲، صص ۱۶۸-۱۴۷

ناکارآمدی قیمت گذاری و معاملات بازخورد در صندوق های قابل معامله طلا در ایران^۱

مهدی شاعر عطار^۲، اکبر میرزاپور باباجان^۳، بیتاله اکبری مقدم^۴

تاریخ دریافت: ۱۴۰۲/۰۴/۱۵

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۲/۰۹/۲۰

مقاله پژوهشی

چکیده

یکی از انواع دارایی های مالی که از اواخر دهه ۱۹۹۰ رشد چشمگیری داشته، صندوق های قابل معامله در بورس است که نشان دهنده یک نوآوری با محبوبیت زیاد در بین سرمایه گذاران خرد و نهادی است. وجود انحراف قیمت بین صندوق های قابل معامله و خالص ارزش دارایی آنها می تواند منجر به ایجاد استراتژی معاملات بازخورد در بین معامله گران این صندوق ها شود. در این راستا با استفاده از مدل ستانا-وادوانی (۱۹۹۲) و داده های صندوق های قابل معامله طلا در بورس کالای ایران طی دوره زمانی ۱۳۹۶/۰۳/۲۰ الی ۱۴۰۱/۰۶/۱۲، به بررسی وجود معاملات بازخورد بین معامله گران این بازار پرداخته شد. نتایج نشان داد که نوسان بازدهی این صندوق ها نامتقارن و منفی بوده که نشان از تأثیر بیشتر اخبار مثبت دارد. همچنین هیچ گونه شواهدی مبنی بر وجود معاملات بازخورد در بازار این صندوق ها وجود ندارد. به دلیل وجود دو بازار رسمی (گواهی سپرده) و غیررسمی (بازار آزاد) برای معاملات دارایی پایه، معامله گران توجهی به انحراف قیمت صندوق ها نسبت به خالص ارزش دارایی آنها ندارند. معامله گران این صندوق ها رفتار هدایت شده اطلاعاتی داشته و معاملات آنها بر پایه ناکارآمدی بازار بوده و اخبار و اطلاعات منتشر شده در بازار بیشترین تأثیر را بر معاملات دارد.

واژه های کلیدی: صندوق قابل معامله طلا، معاملات بازخورد، ناکارآمدی قیمت گذاری، انحراف قیمت.

طبقه بندی موضوعی: G02, G11, G15.

doi: 10.22034/JSE.2023.12108.2070

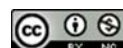
۲. دانشجوی دکترا، گروه اقتصاد، واحد قزوین، دانشگاه آزاد اسلامی، قزوین، ایران. (mshaerattar@gmail.com).

۳. استادیار، گروه اقتصاد، واحد قزوین، دانشگاه آزاد اسلامی، قزوین، ایران. (نویسنده مسئول). (Akbar.Mirzapour@gmail.com).

۴. دانشیار، گروه اقتصاد، واحد قزوین، دانشگاه آزاد اسلامی، قزوین، ایران. (akbari.beitollah@gmail.com).

حق انتشار این مستند، متعلق به نویسندگان آن است. © ۱۴۰۲. ناشر این مقاله، سازمان بورس و اوراق بهادار است.

این مقاله تحت گواهی زیر منتشر شده و هر نوع استفاده غیرتجاری از آن مشروط بر استناد صحیح به مقاله و با رعایت شرایط مندرج در آدرس زیر مجاز است.



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

مقدمه

یکی از انواع دارایی‌های مالی که از اواخر دهه ۱۹۹۰ رشد چشمگیری داشته، صندوق‌های قابل معامله در بورس^۱ است که نشان‌دهنده یک نوآوری با محبوبیت زیاد در بین سرمایه‌گذاران خرد و نهادی می‌باشد. ETF ها در اصل ابزارهای مالی ترکیبی هستند که شامل ویژگی‌های صندوق‌های باز و بسته^۲ هستند. به این معنا که هر دوی آن‌ها مانند صندوق‌های سرمایه‌گذاری بسته یک دارایی پایه^۳ را ردیابی^۴ کرده و مشابه صندوق‌های باز در بازار بورس پذیرفته و معامله می‌شوند. همچنین به دارندگان خود اجازه می‌دهند تا دارایی انتخابی خود را همانند اوراق بهادار مورد معامله قرار دهند (دویل^۵، ۲۰۰۸). هنگام خرید واحدهای یک ETF آن چه خریداری می‌شود، بخشی از یک سبد است که برای ردیابی شاخص دارایی پایه آن طراحی شده است. دارندگان واحدهای صدور^۶، مشارکت‌کنندگان مجاز^۷ نامیده شده و اغلب خرید آن‌ها به صورت غیرنقدی^۸ انجام می‌شود. این نوع خرید غیرنقدی می‌تواند به صورت بالقوه مزیت کارایی مالیاتی داشته باشد، چرا که مبنای اخذ مالیات بر عایدی سرمایه‌ای قرار نمی‌گیرد (محمدی، ۱۳۹۷). ETF ها دارای مجموعه‌ای از ویژگی‌های جذاب نظیر هزینه‌های مدیریتی پایین، تقابل با مجموعه‌ای از دارایی‌ها، پرداخت سود، مدیریت ریسک و کارایی مالیاتی هستند که به توجیه محبوبیت بیشتر ETF ها کمک می‌کند (چارتریس و همکاران^۹، ۲۰۱۴).

ETF ها دارای انواع گوناگونی می‌باشند که این گوناگونی یا به نوع و ماهیت دارایی‌های موجود در صندوق برمی‌گردد یا مربوط به ساختار صندوق و چگونگی مدیریت آن است. از این رو به اندازه تنوع در ابزارهای سرمایه‌گذاری، صندوق‌های قابل معامله گوناگون وجود دارد. معمول‌ترین طبقه‌بندی ETF ها را می‌توان بر مبنای دارایی پایه آن در نظر گرفت که ETF های کالایی یکی از انواع آن است که در کالاهایی نظیر نفت، طلا، نقره و غیره سرمایه‌گذاری می‌کنند. این صندوق‌ها یا دارایی پایه را به صورت فیزیکی نگهداری می‌کنند یا در سبدهای قراردادهای آتی یا سایر ابزارهای مشتقه کالای مورد نظر سرمایه‌گذاری می‌کنند تا قیمت دارایی پایه خود را

1. Exchange Traded Funds (ETF)

2. Open and closed-end funds

3. Underlying asset

4. Tracking

5. Devvile

6. Creation Units

7. Authorized Participants

8. In-kind

9. Charteris et al

ردیابی کنند. این صندوق‌ها سرمایه‌گذاری در کالاها را در هر مقیاسی و برای سرمایه‌گذاران با هر میزان دانش نسبت به سرمایه‌گذاری، مقدور و ارزان کرده‌اند (محمدی، ۱۳۹۷).

بازار صندوق‌های قابل معامله در جهان نه تنها از نظر ارزش بازار و دارایی‌های تحت مدیریت بلکه از نظر تعداد و تنوع نیز رشد چشم‌گیری داشته است. در بزرگ‌ترین بازار ETF جهان یعنی آمریکا، بیش از ۲/۴۰۰ صندوق از انواع مختلف با ارزش ترکیبی بیش از شش تریلیون دلار وجود دارد (انجمن شرکت‌های سرمایه‌گذاری جهانی^۱، ۲۰۲۲). از جمله ETF هایی که به تازگی وارد بازار سرمایه ایران شده و مورد داد و ستد قرار گرفته است، ETF های طلا می‌باشد. ETF طلا عبارت است از یک صندوق سرمایه‌گذاری مشترک با سرمایه باز که در طلای فیزیکی و ابزارهای مالی مبتنی بر طلا به عنوان دارایی پایه سرمایه‌گذاری می‌کند. این ابزار مالی که به طلای کاغذی نیز معروف است، در بورس اوراق بهادار پذیرفته شده و همانند سهام عادی مورد معامله قرار می‌گیرد (بنگ^۲، ۲۰۰۹). با عرضه و پذیرش صندوق پشتوانه طلای لوتوس با دارایی پایه طلا به عنوان اولین ETF کالایی در بازار سرمایه ایران، از تیرماه ۱۳۹۶ فعالیت این طبقه از دارایی‌ها آغاز شد. بعد از آن هم روند پذیرش و فعالیت این ابزار مالی ادامه یافت، به طوری که در حال حاضر تعداد هفت ETF طلا با مجموع خالص ارزش دارایی^۳ نزدیک به ۴۰,۰۰۰ میلیارد ریال مشغول به فعالیت هستند.

هر ETF دارای دو ارزش است، یکی ارزش بازاری یا قیمت آن که در روز معاملاتی با توجه به شرایط حاکم بر بازار و از طریق عرضه و تقاضا معین می‌شود و دیگری خالص ارزش دارایی‌های آن که بر اساس ارزش روز دارایی پایه آن محاسبه می‌شود. با منظور کردن قانون قیمت واحد^۴ و رفتار عقلانی معامله‌گران، این دو ارزش باید نزدیک به هم باشد. یعنی قیمت روز یک ETF نزدیک به NAV آن معامله شود، ولی در واقعیت ممکن است این دو با هم تفاوت‌هایی داشته باشند و یک ETF با قیمتی کمتر یا بیشتر از NAV خود مورد معامله قرار گیرد (گالاگر و سگارا، ۲۰۰۵).

پژوهش‌های مختلف در مورد صندوق‌های قابل معامله وجود انحراف قیمت قابل توجه ETF ها را از NAV آن‌ها در ایالات متحده نشان می‌دهد که این ETF ها را به ثبت سود و

1. Investment Company Institute (ICI)

2. Bang

3. Net Asset Value (NAV)

4. Law Of One Price

زیان‌های چشمگیری سوق می‌دهد (دویل، ۲۰۰۸). این امر اساساً به عدم هم‌زمانی معاملات بین این ETF ها (معامله شده در ایالات متحده) و سهام سبدهای دارایی پایه آنها نسبت داده شده است. بیشتر ETF های فعال در ایالات متحده که جلسات معاملاتی آنها تا حدی با هم تداخل دارند، بازار کشورهای اروپا، آسیا و اقیانوسیه را پوشش می‌دهند. از آن جا که بازار ایالات متحده و بازارهای دارایی پایه این ETF ها به طور هم‌زمان برای معامله باز نیستند، انحراف قیمت این ETF ها از NAV آنها را نمی‌توان در زمان واقعی آریترژ کرد. بنابراین امکان بهره‌برداری از آنها از طریق پی بردن به معاملات انجام شده بر روی آنها افزایش می‌یابد. استراتژی‌هایی که سودآوری آنها در چندین مطالعه نظیر چری^۱ (۲۰۰۴)، جریس و لاوین^۲ (۲۰۰۴)، انگل و سرکا^۳ (۲۰۰۶)، آکرت و تیان^۴ (۲۰۰۸)، تأیید شده است.

این استراتژی‌ها بر اساس قیمت‌های تاریخی ETF و انحراف از NAV آنها، اساساً سبک بازخورد دارند. این سبک اگر چه نشان می‌دهد که می‌تواند به طور بالقوه باعث ایجاد الگوهای معاملاتی بازخورد متمایز در ETF های موجود شود، لیکن این موضوع تا به امروز در بازار سرمایه ایران به صورت تجربی ارزیابی نشده است. در ایران معاملات سکه طلا که به عنوان دارایی پایه ETF های طلا محسوب می‌شوند، در دو بازار رسمی و غیر رسمی با زمان‌های متفاوت انجام می‌گیرد. در بازار رسمی معاملات انواع گواهی سپرده طلا صورت می‌پذیرد که زمان انجام معاملات آن با بازار ETF ها هم‌پوشانی کامل دارد^۵. در بازار غیررسمی نیز انواع سکه‌های طلا به صورت فیزیکی مورد معامله قرار گرفته که زمان انجام معاملات آن با بازار ETF ها هم‌پوشانی کامل ندارد^۶. این پژوهش برای اولین بار بر مبنای مدل سنتانا-وادوانی^۷ (۱۹۹۲) به بررسی موضوع معاملات بازخورد پرداخته و با استفاده از داده‌های ETF های طلای موجود در ایران که معاملات آنها در دو بازار رسمی و غیر رسمی صورت می‌گیرد، به ادبیات موجود کمک می‌کند. بنابراین پرسش اصلی مقاله این است که آیا معامله‌گران ETF های طلا در ایران از معاملات بازخورد استفاده می‌کنند؟

1. Cherry

2. Jares & Lavin

3. Engel & Sarkar

4. Ackert & Tian

۵. طبق آخرین اعلام مدیریت توسعه بازار فیزیکی شرکت بورس کالای ایران، ساعت معاملات نمادهای گواهی سپرده کالایی طلا و صندوق

کالایی طلا از ساعت ۱۱:۳۰ الی ۱۲ پیش‌گشایش و ساعت ۱۲ الی ۱۵ حراج پیوسته است.

۶. فعالیت بازار آزاد نیز حدوداً از ساعت ۹ الی ۱۸ در نظر گرفته می‌شود.

7. Sentana & WadhWani

در ادامه ساختار مقاله به این ترتیب خواهد بود. ابتدا مبانی نظری در رابطه با معاملات بازخورد تشریح و برخی از مطالعات انجام شده مرتبط با این موضوع بیان خواهد شد. سپس روش‌شناسی پژوهش ارائه و با استفاده از آن تجزیه و تحلیل داده‌ها انجام می‌شود. در نهایت نیز به نتیجه‌گیری و بحث در یافته‌ها پرداخته خواهد شد.

مبانی نظری و پیشینه پژوهش

معاملات بازخورد^۱ اصطلاحی است که شامل هر نوع استراتژی مبتنی بر شناسایی الگوها در داده‌های تاریخی بازار، به خصوص در قیمت‌های گذشته (همچنین سایر معیارهای کلی مانند حجم) دارایی مالی است. معامله‌گران بازخورد معتقدند که قیمت‌ها نشان‌دهنده نوعی اینرسی بوده که با روندهای تکراری بازار مشخص می‌شود و می‌تواند از طریق قوانین معاملاتی موقت به طور سودآور مورد بهره‌برداری قرار گیرد (فارمر^۲، ۲۰۰۲). رواج معاملات بازخورد می‌تواند روند موجود در قیمت‌ها را تقویت کرده، آن را از قیمت تثوریک دور نموده (دی‌لانگ و همکاران^۳، ۱۹۹۰)، همبستگی سریالی و نوسانات غیرعادی در فرآیند تولید بازدهی را افزایش دهد (فارمر و جوشی^۴، ۲۰۰۲).

معامله‌گران بازخورد به دو گروه کلی تقسیم می‌شوند. معامله‌گران با بازخورد مثبت که در روندهای موجود در بازار معامله نموده و معامله‌گران با بازخورد منفی که بر خلاف روندهای موجود در بازار معامله می‌کنند. همچنین رفتار آن‌ها را می‌توان با مجموعه‌ای از عوامل عقلانی و رفتاری برانگیخت (کوتماس^۵، ۲۰۱۴). یک سفته‌باز عقلانی می‌تواند با استفاده از پیش‌بینی اطلاعاتی خود و با وارد شدن در موقعیت‌های مختلف سهام قبل از انتشار اخبار آن، سرمایه‌گذاران را به منظور شروع روند قیمت در بازار و بهره‌برداری سودآور خود تحریک کند (دی‌لانگ و همکاران، ۱۹۹۰). سرمایه‌گذارانی که در معاملات بازخورد شرکت می‌کنند، معتقدند زمانی که ریسک اطلاعاتی سرمایه‌گذاری‌هایشان بالا است، می‌توانند از قیمت‌های تاریخی اطلاعات مفیدی را استخراج کنند. به ویژه زمانی که اطلاعات موجود یا بسیار کم است یا دسترسی و تحلیل آن دشوار است. برای مثال، این مورد هنگام سرمایه‌گذاری در سهام با

1. Feedback trading

2. Farmer

3. De Long et al

4. Farmer & Joshi

5. Koutmos

سرمایه کوچک که کمایش اطلاعات کمی در مورد آن در دسترس است و یا سهام خارجی (با توجه به برتری اطلاعاتی درک شده معامله گران بومی بازارهای خارج از کشور) صادق می باشد. همچنین مدیران صندوق ها به منظور ایجاد تأثیر مطلوب در مورد مهارت های خود، به خرید سهام با عملکرد مثبت اخیر مبادرت می ورزند (لاکانیشاک و همکاران^۱، ۱۹۹۲).

سبک سرمایه گذاری^۲ یک محرک کلیدی در معاملات بازخورد است، زیرا چندین سبک سرمایه گذاری محبوب بر اساس قیمت های تاریخی در میان سرمایه گذاران وجود دارد. یکی از فراگیرترین و محبوب ترین انواع معاملات بازخورد تحلیل تکنیکال^۳ است که مبتنی بر استفاده از قیمت ها و اطلاعات گذشته دارایی مالی می باشد (فروت و تتو^۴، ۲۰۰۸). از منظر رفتاری، سرمایه گذاران به طور عمده به دلیل یادگیری مشاهده ای به معاملات بازخورد، متوسل می شوند. قیمت ها خلاصه ای آماری از فعالیت بازار را ارائه می کنند که به طور غیرمستقیم به سرمایه گذاران اجازه می دهد تا بدون نیاز به نظارت دائمی، بینشی از معاملات سایر شرکت کنندگان در بازار داشته باشند (هولمز و کالینترکیس^۵، ۲۰۱۴). اکتشاف ذهنی (یعنی استنباط ویژگی های یک جمعیت بر اساس نمونه کوچکی از مشاهدات اخیر) می تواند انگیزه تعقیب روند را ایجاد کند، زیرا به طور مثال چند روز عملکرد مثبت (منفی) ممکن است سرمایه گذاران را به خرید (فروش) سهام تشویق کند (باربریس و همکاران^۶، ۱۹۹۸). این موضوع را می توان با جهت دهی بیشتر به اطلاعات در دسترس تقویت کرد که طبق آن، رویدادهای اخیر، به راحتی توسط حافظه انسان قابل بازیابی بوده و در تصمیم گیری ها از وزن بالاتری برخوردار هستند (باربریس و تالر^۷، ۲۰۰۳). شواهد مربوط به رفتار معامله گران ETF نشان می دهد که آن ها از استراتژی سبک بازخورد^۸ استفاده می کنند. مادورا و ریچی^۹ (۲۰۰۴) با استفاده از داده های با فرکانس بالا از ETF های کشور آمریکا در دوره حباب قیمت سهام اینترنتی، وجود الگوهای واکنش روزانه بیش از حد در پویایی معاملات را نشان می دهند که خود را در همان روز اصلاح کرده، بنابراین فرصت های

1. Lakonishok et al
2. Investment style
3. Technical analysis
4. Froot & Teo
5. Holmes & Kallinterakis
6. Barberis et al
7. Barberis & Thaler
8. Feedback style
9. Madura and Richie

سودآوری را برای معامله‌گران در افق‌های بین‌روزی فراهم می‌آورد. چائو و همکاران^۱ (۲۰۱۱) دریافتند که سه ETF بزرگ آمریکا یعنی Cubes، Spiders و Diamondus، با معاملات بازخورد مثبت همراه بوده که این نوع معاملات بیشتر در بازارهای صعودی صورت می‌گیرد. در حالی که چن و همکاران^۲ (۲۰۱۲) نشان می‌دهند که سرمایه‌گذاران نهادی آمریکا به هنگام سرمایه‌گذاری در ETF ها، بازخورد منفی می‌دهند. چارتریس و همکاران^۳ (۲۰۱۴) شواهد محدودی در رابطه با معاملات بازخورد در چهار کشور نوظهور یافتند، در حالی که داکاستانتو و همکاران^۴ (۲۰۱۹) شواهدی از وجود معاملات بازخورد قوی در ETF ها در یک نمونه از هیجده کشور نوظهور یافتند.

عاملی که می‌تواند معاملات بازخورد را در ETF ها به وجود آورد، خطای ردیابی^۵ یعنی انحراف بین قیمت بازار و ارزش خالص دارایی آن‌ها است که می‌تواند مثبت (زمانی که قیمت ETF از NAV آن بیشتر باشد، گفته می‌شود با سود^۶ یا حق بیمه معامله می‌شود) یا منفی باشد (زمانی که قیمت ETF از NAV آن کمتر باشد، گفته می‌شود با زیان یا تخفیف^۷ معامله می‌شود). وجود سود و زیان‌های بزرگ در یک ETF به معنای ناکارآمدی در قیمت‌گذاری آن است و به همین دلیل انتظار می‌رود که مورد آربیتراژ قرار گیرد، به ویژه این که مکانیزم ایجاد و بازخرید غیرنقدی نیز در مورد ETF ها وجود دارد. با این حال برای این که فرصت آربیتراژ وجود داشته باشد، لازم است که ETF و دارایی‌های پایه آن به طور هم‌زمان معامله شوند. این امر به طور عمده در مورد ETF های بین‌المللی که در بازارهای خارج از کشور سرمایه‌گذاری می‌کنند، صادق نیست. از آن جا که معاملات آن‌ها (در بیشتر موارد) تا حد کمی با بازارهای داخلی ETF همپوشانی داشته و یا اصلاً همپوشانی ندارند، بنابراین آربیتراژ به لحاظ فنی غیرممکن است (کالینتراکیس و همکاران^۸، ۲۰۲۰). با توجه به سود و زیان‌های چشمگیر ETF ها، منطقی است که سرمایه‌گذاران با استفاده از استراتژی‌های مبتنی بر الگوهای سود و

1. Chau et al

2. Chen et al

3. Charteris et al

4. Da Costa Neto et al

5. Tracking Error

6. Premium

7. Discount

8. Kallinterakis et al

زیان تاریخی این ETF ها از این ناکارآمدی قیمت گذاری استفاده کنند. در واقع، شواهد تا به امروز سودآوری چنین استراتژی‌هایی را تأیید کرده است (بلیتز و هیو^۱، ۲۰۱۲).

شیوع یک بحران باعث تغییر در روند جهت گیری بازار، از بالا به پایین می‌شود. با بازخوردی که معامله گران از روندهای تاریخی قیمت‌ها برون‌یابی می‌کنند، هرگونه تغییر اساسی در جهت بازار قطعاً بر الگوی معاملاتی آنها تأثیر می‌گذارد. افزون بر این، انتظار می‌رود این واقعیت که دوره‌های بحرانی شامل حرکات شدید قیمت می‌شوند، منجر به نوسانات شدیدتر قیمت ETF های کشور شود و شاید انحراف آنها از NAV هایشان را تشدید کند. از طرفی به دلیل عدم هم‌پوشانی زمان معاملات ETF در مقایسه با دارایی‌های پایه آنها انجام آربیتراژ در دوره‌هایی که بازار دچار حرکات شدید است، سخت‌تر می‌شود.

کارا و همکاران^۲ (۲۰۲۱) به بررسی وجود معاملات بازخورد در بیت کوین و تأثیر برخی از عوامل مؤثر بر آن مانند احساسات، حجم و نقدینگی طی دوره زمانی (۲۰۱۹-۲۰۱۳) پرداختند. مطالعات یادشده بر اساس داده‌های Bitstamp در سه تایم فریم مختلف (ساعتی، روزانه و هفتگی) مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت. نتایج نشان داد که معاملات بازخورد برای تایم فریم ساعتی و روزانه قوی‌تر بوده و وجود آن در دوره‌های با احساسات، حجم و نقدینگی بالا مشهودتر می‌باشد. بررسی‌های بیشتر نشان می‌دهد که اهمیت معاملات بازخورد ساعتی در ساعاتی از بازار که بازارهای اروپا و آمریکای شمالی همپوشانی دارد، بیشتر است.

کالینتراکیس و همکاران^۳ (۲۰۲۰) با استفاده از داده‌های بازار ETF نوزده کشور نمونه به بررسی وجود معاملات بازخورد در دوره زمانی (۲۰۱۹-۲۰۰۰) پرداختند. نتایج نشان داد که معاملات بازخورد در بسیاری از آنها به ویژه بازارهای آسیا و اقیانوسیه وجود دارد. این معاملات با نوع، سطح و علامت این انحرافات در ارتباط بوده، همچنین قبل و بعد از بحران ۲۰۰۸ متفاوت بوده است. نکته قابل توجه، معاملات بازخورد گسترده‌ای است که در روزهای با پیش‌بینی موفقیت‌آمیز در انحراف قیمت ETF ها صورت می‌پذیرد.

داکاستا و همکاران^۴ (۲۰۱۹) در مطالعه‌ای به بررسی رفتار سرمایه‌گذاران در بازارهای ETF آمریکا و کشورهای نوظهور پرداختند. در این مطالعه سه ETF از بازار آمریکا و پانزده ETF

1. Blitz & Huij

2. Karaa et al

3. Kallinterakis et al

4. Da Costa et al

از کشورهای برزیل، آفریقای جنوبی، کره جنوبی، مکزیک و هند طی دوره زمانی (۲۰۱۵-۱۹۹۳) مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت. نتایج تجزیه و تحلیل داده‌ها نشان داد که شواهدی مبنی بر معاملات بازخورد در بازارهای نوظهور مانند برزیل، کره جنوبی، مکزیک و هند وجود دارد، در حالی که چنین شواهدی برای بازار آمریکا وجود ندارد. نتایج با این دیدگاه سازگار است که سرمایه‌گذاران بازارهای توسعه‌یافته مستعد دنبال کردن استراتژی‌های سرمایه‌گذاری اساسی هستند، در حالی که به نظر می‌رسد سرمایه‌گذاران بازارهای نوظهور رفتار هدایت شده اطلاعاتی دارند.

چارتیس و ماسادزیروما^۱ (۲۰۱۷) به بررسی معاملات بازخورد شاخص آتی در بازار سهام آفریقای جنوبی طی دوره زمانی (۲۰۱۵-۲۰۰۵) پرداختند. نتایج نشان داد که معاملات بازخورد می‌تواند بی‌ثبات شود و مانع از عملکردهای کاهش ریسک و کشف قیمت قراردادهای آتی شود. با استفاده از مدل سنتانا و وادوانی (۱۹۹۲) و با در نظر گرفتن بحران مالی جهانی، هیچ مدرکی دال بر معاملات بازخورد در شاخص آتی ETF40 یا شاخص آتی کوچک ETF40 پیدا نشد. یافته‌های این مطالعه برای سرمایه‌گذاری که مایل به استفاده از شاخص آتی برای کاهش ریسک یا بهره‌برداری از فرصت‌های آربیتراژ و قانون‌گذاران نگران در مورد اثرات بی‌ثبات‌کننده معاملات آینده هستند، مفاهیم مهمی را در بر دارد.

فراینز و همکاران^۲ (۲۰۱۶) در مطالعه خود معاملات بازخورد را بر اساس سبک رفتار مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک مورد بررسی و تحلیل قرار دادند. در این مطالعه معاملات بازخورد مثبتی بر سبک مدیران برای ۷۷٪ از صندوق‌ها محرز شد که نیمی از آن معاملات بازخورد مثبت و نیم دیگر منفی است. همچنین شواهدی برای تغییر رفتار دو طرفه وجود دارد که در آن سرمایه از یک طرف بین ارزش و رشد و از طرف دیگر بین سرمایه‌های کوچک و بزرگ هدایت می‌شود. از دیگر نتایج این مطالعه این است که صندوق‌های رشدی معاملات با بازخورد مثبت و صندوق‌های ارزشی معاملات با بازخورد منفی بیشتری را اعمال می‌کنند. صندوق‌هایی که با شدت بیشتری جابجا می‌شوند جوان‌تر هستند و نسبت هزینه‌های بالاتری دارند. در نهایت، معاملات بازخورد مثبت (منفی) آلفای مثبت (منفی) را به همراه دارد.

1. Charteris & Musadziruma

2. Frijns et al

چائو و دیسومزاک^۱ (۲۰۱۵) در مقاله خود با استفاده از شاخص‌های چرخه تجاری و داده‌های کل بازار سهام، میزان معاملات بازخورد مثبت در اقتصادهای G-7 و میزان تغییر چنین رفتاری در چرخه تجاری را در دوره زمانی (۱۹۷۰-۲۰۱۲) مورد بررسی قرار دادند. شواهد بیانگر آن است که بازخورد مثبت چشمگیری در مبادلات سهام کشورهای G-7 وجود دارد و شدت آن با شرایط کلی اقتصاد کلان مرتبط است. به طور خاص، نتایج نشان می‌دهد که در رونق‌ها، معاملات بازخورد مثبت فعال‌تری نسبت به رکود وجود دارد. به طور کلی، نتایج، بینش مهمی از تأثیر چرخه تجاری بر رفتار سرمایه‌گذاران و پویایی بازار به دست می‌دهد و پیامدهای مهمی برای سرمایه‌گذاران و تنظیم‌کننده‌های بازار دارد.

روش‌شناسی پژوهش

برای بیان مدل تجربی پژوهش، مدل ارائه شده توسط سنتانا-وادوانی (۱۹۹۲) مورد بازنگری قرار می‌گیرد که در آن فرض می‌شود در بازار دو گروه از معامله‌گران در حال تعامل با هم هستند. گروه اول متشکل از سفته‌بازان منطقی هستند که مطلوبیت مورد انتظار خود را بر اساس چارچوب میانگین-واریانس به حداکثر می‌رسانند. تابع تقاضای گروه اول در معادله (۱) منعکس شده است:

$$Q_t = \frac{E_{t-1}(r_t) - \alpha}{\theta \delta_t^2} \quad (1)$$

در معادله (۱)، $E_{t-1}(r_t)$ بازدهی مورد انتظار ETF^۲ در دوره $t-1$ ، α بازدهی بدون ریسک، θ ضریب ریسک‌گریزی در طول زمان، δ_t^2 واریانس شرطی در دوره t (به عنوان نماینده ریسک) می‌باشد. گروه دوم شامل معامله‌گرانی است که بر اساس قیمت‌های تاریخی ETF معامله انجام می‌دهند. تابع تقاضای گروه دوم به صورت معادله (۲) قابل بیان است:

$$Y_t = \gamma r_{t-1} \quad (2)$$

همان‌گونه که در معادله (۲) نشان داده شده است، معامله‌گران بازخورد، معاملات خود را بر اساس بازدهی دوره قبل ETF ها انجام می‌دهند که برای معاملات آن‌ها با توجه به مثبت و منفی بودن بازدهی دوره قبل متفاوت است. به این معنی که اگر $\gamma > 0$ ، معاملات بازخورد مثبت

1. Chau & Deesomsak

2. Expected return

است (در صورتی که $r_{t-1} > 0$ باشد، خرید و در صورتی که $r_{t-1} < 0$ باشد، فروش انجام می‌گیرد). همچنین اگر $\gamma < 0$ ، معاملات بازخورد منفی است (در صورتی که $r_{t-1} > 0$ باشد، خرید و در صورتی که $r_{t-1} < 0$ باشد، فروش انجام می‌گیرد). حال به جهت این که بازار در تعادل باشد، باید تمامی واحدهای ETF های موجود در بازار توسط سرمایه‌گذاران نگهداری شود. در این صورت تعادل مورد نظر به صورت معادله (۳) قابل بیان است:

$$Q_t + Y_t = 1 \quad (۳)$$

با جایگذاری معادلات (۱) و (۲) در معادله (۳)، معادله (۴) به صورت زیر خواهد بود:

$$E_{t-1}r_t = \alpha - \gamma r_{t-1} \theta \delta_t^2 + \theta \delta_t^2 \quad (۴)$$

برای برآورد معادله (۴)، با فرض انتظارات منطقی اخیر یعنی $[r_t = E_{t-1}(r_t) + \varepsilon]$ که در آن ε یک عبارت خطای تصادفی است، بازده مورد انتظار $E_{t-1}(r_t)$ به بازده تحقق یافته $^1(r_t)$ تبدیل شده که با معادله (۵) بیان می‌شود:

$$r_t = \alpha - \gamma r_{t-1} \theta \delta_t^2 + \theta \delta_t^2 + \varepsilon_t \quad (۵)$$

در معادله (۵) مشاهده می‌شود که خودهمبستگی مرتبه اول بازدهی ETF با هر دوی ریسک (δ_t^2) و معاملات بازخورد (علامت خودهمبستگی مرتبه اول در صورتی که $\gamma < 0$ باشد، مثبت است و در صورتی که $\gamma > 0$ باشد، منفی خواهد بود) در ارتباط دو طرفه است. با این حال، خودهمبستگی می‌تواند نتیجه ناکارآمدی در بازار و یا بازخورد معامله‌گران باشد که در معادله (۵) تفکیک این دو از هم امکان‌پذیر نیست. برای نیل به این هدف، سنتانا-وادوانی (۱۹۹۲) معادله تجربی (۶) را پیشنهاد می‌کنند:

$$r_t = \alpha + \theta \delta_t^2 + (\phi_0 + \phi_1 \delta_t^2) r_{t-1} + \varepsilon_t \quad (۶)$$

معادله (۶) - که از این پس مدل اصلی نامیده می‌شود - بین بخشی از خودهمبستگی که به دلیل ناکارآمدی بازار ایجاد می‌شود (که با ϕ_0 نمایش داده شده است) و بخشی دیگر که حاصل معاملات بازخورد است (که با ϕ_1 نمایش داده شده است)، تمایز قائل می‌شود. همچنین با $\phi_1 = -\theta\gamma$ مقادیر مثبت (منفی) قابل توجه برای ϕ_1 ، نشان‌دهنده وجود معاملات بازخورد

1. Realized return

منفی (مثبت) خواهد بود. برای بررسی وجود اثرات آرچ در نوسانات، واریانس شرطی (δ_t^2) در تمام معادلات بالا از مدل GJR-GARCH پیروی می‌کند:

$$\delta_t^2 = \omega + \beta \varepsilon_{t-1}^2 + \lambda \delta_{t-1}^2 + \delta I_{t-1} \varepsilon_{t-1}^2 \quad (7)$$

در معادله (۷) پارامتر δ نشان می‌دهد که آیا پاسخ نوسانات به شوک‌های مثبت و منفی متقارن است یا خیر؟ I_{t-1} یک متغیر مجازی است و اگر شوک تأخیری منفی باشد، مقدار آن یک در غیر این صورت صفر است. برآوردهای قابل توجه مثبت نشان می‌دهد که نوسانات پس از شوک‌های منفی (در مقایسه با مثبت) بیشتر است.

تجزیه و تحلیل داده‌ها

داده‌های مورد استفاده در این مقاله شامل مشاهدات روزانه قیمت‌های پایانی و ارزش خالص دارایی‌های ۶ صندوق طلای فعال^۱ در بورس کالای ایران که در دوره زمانی ۱۳۹۶/۰۳/۲۰ تا ۱۴۰۱/۰۶/۱۲ به ترتیب از سایت‌های شرکت مدیریت فناوری بورس تهران و مرکز پردازش اطلاعات مالی ایران جمع‌آوری و مورد استفاده قرار گرفته است. داده‌های یادشده در ابتدا از سایت‌های مورد نظر استخراج، سپس با استفاده از نرم‌افزار اکسل آماده‌سازی و در نهایت با کدنویسی در نرم‌افزار RATS8 برآورد شده‌اند. همچنین تمامی آزمون‌های انجام شده در سطح اطمینان ۹۵ درصد گزارش شده است. برای محاسبه بازده صندوق‌های طلای مورد بررسی، همانند معادله (۸) از اختلاف لگاریتم قیمت صندوق‌ها به شرح زیر استفاده می‌شود:

$$R_t = \log(P_t - P_{t-1}) * 100 \quad (8)$$

همچنین برای بررسی انحراف قیمت هر ETF از NAV آن، معادله (۹) مورد استفاده قرار می‌گیرد:

$$\frac{P_t - NAV_t}{NAV_t} * 100 \quad (9)$$

جدول (۱) مجموعه‌ای از آماره‌های توصیفی مربوط به بازده ETF های طلا را در دوره مورد بررسی را ارائه می‌دهد.

۱. صندوق قابل معامله طلای زرفام به دلیل عمر کوتاه و تعداد روزهای معاملاتی کم تا زمان نگارش این پژوهش، مورد بررسی قرار نگرفته است.

جدول ۱. آماره‌های توصیفی بازده صندوق‌های قابل معامله طلا

نام صندوق	پشتوانه طلای لوتوس	طلای عیار مفید	سکه طلای کیان	پشتوانه طلای زرین آگاه	پشتوانه سکه طلای زر	پشتوانه سکه طلا کهریا
نماد	طلا	عیار	گوهر	مثقال	زر	کهریا
میانگین	۰/۱۸۵۲	۰/۱۲۵۴	۰/۱۷۹۱	۰/۰۱۲۵	۰/۱۶۶۹	۰/۰۶۲۵
میانه	۰/۱۸۳۰	۰/۱۱۱۳	۰/۱۷۶۷	۰/۰۴۷۰	۰/۲۱۴۰	۰/۰۶۹۵
بیشینه	۱۲/۵۳۳۰	۱۲/۵۴۴۸	۱۲/۴۱۱۴	۵/۰۳۱۳	۱۳/۵۷۱۴	۶/۳۷۴۶
کمینه	-۱۵/۰۷۷۳	-۱۵/۵۵۷۳	-۱۴/۲۵۸۶	-۶/۸۷۵۱	-۱۰/۵۳۶۱	-۵/۰۷۶۵
انحراف معیار	۲/۶۱۴۸	۲/۷۴۰۷	۲/۶۵۹۰	۱/۵۸۲۷	۲/۶۵۴۲	۱/۳۵۳۵
چولگی	-۰/۲۴۶۶	-۰/۳۹۴۰	-۰/۳۵۴۱۸	-۰/۳۲۴۵	۰/۰۲۱۸	۰/۲۹۷۸
کشیدگی	۶/۶۴۰۶	۶/۸۲۳۱	۶/۸۰۲۷	۵/۸۷۹۰	۵/۷۷۴۲	۲/۷۹۵۳
جارک-برا	۱۸۸/۰۶۶۳	۶۲۹/۱۶۲۲	۶۶۶/۴۴۳۵	۵۵/۱۶۱۶	۳۴۰/۹۵۳۰	۸۸/۸۳۶۶
احتمال	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰
مشاهدات	۱۲۲۰	۹۹۱	۱۰۶۹	۱۵۲	۱۰۶۳	۲۶۱

منبع: یافته‌های پژوهش

در دوره مورد بررسی، ETF طلا با ۰/۱۹ درصد، بیشترین میانگین بازدهی روزانه را دارا است. در مقابل ETF مثقال با ۰/۰۱ درصد کمترین میانگین بازدهی روزانه را کسب کرده است. بیشترین بازدهی روزانه در دوره با رقم ۱۳/۶ درصد مربوط به صندوق زر و کمترین آن نیز با ۵ درصد مربوط به صندوق مثقال است. همچنین بیشترین زیان روزانه طی دوره هم با رقم ۱۵/۶ درصد مربوط به صندوق عیار و کمترین زیان روزانه نیز با رقم ۵/۱ درصد مربوط به صندوق کهریا است. ETF های عیار و کهریا نیز بیشترین و کمترین انحراف معیار را در بین ETF های طلای موجود دارا هستند. چهار ETF طلا، عیار، گوهر و مثقال دارای چولگی منفی هستند، این معنی که تعداد روزهای با بازدهی بیشتر از میانگین برای هر چهار ETF بیشتر از تعداد روزهای با بازدهی کمتر از میانگین است. همچنین دو ETF کهریا و زر نیز دارای چولگی مثبت هستند که به معنی بیشتر بودن تعداد روزهای با بازدهی کمتر از میانگین نسبت به تعداد روزهای با بازدهی بیشتر از میانگین است. همه ETF ها به جز ETF کهریا کشیدگی بیشتر از عدد ۳ دارند که به معنی بلندتر بودن توزیع آن‌ها نسبت به توزیع نرمال است (یافته‌های پژوهش). در جدول (۲) نیز برخی از آمار مربوط به انحراف قیمت هر ETF از NAV آن گزارش شده است.

جدول ۲.۲. آمار مربوط به انحراف قیمت هر ETF (درصد)

ETF	میانگین انحراف قیمت	میانگین زیان	میانگین سود	تعداد روزهای معاملات با زیان	تعداد روزهای معاملات با سود
طلا	۲/۷۸	-۱/۱۱	۶/۴۷	۴۸/۶۹	۵۱/۳۱
عیار	۲/۷۱	-۱/۰۲	۵/۷۵	۴۴/۹۰	۵۵/۱۰
گوهر	۱/۲۷	-۱/۱۶	۳/۵۰	۴۷/۹۰	۵۲/۱۰
مقال	۰/۸۰	-۱۴/۹۳	۱۷/۳۹	۵۱/۳۲	۴۸/۶۸
زر	۰/۰۵	-۲/۳۹	۳/۸۸	۶۱/۱۵	۳۸/۸۵
کهربا	۰/۲۰	-۰/۵۶	۰/۸۸	۴۷/۱۳	۵۲/۸۷

منبع: یافته‌های پژوهش

با توجه به نتایج حاصل از جدول (۲)، بیشترین میانگین انحراف قیمت مربوط به ETF طلا و کمترین آن نیز مربوط به ETF زر است. در دوره مورد بررسی، قیمت ETF طلا به طور میانگین ۲/۷۸ درصد بیشتر از NAV آن مورد معامله قرار گرفته است و ETF زر نیز تنها ۰/۰۵ درصد بیشتر از ارزش NAV خود معامله شده است. بیشترین میانگین انحراف مثبت (سود) مربوط به ETF مقال با ۱۷/۳۹ درصد و کمترین میانگین مثبت نیز با ۰/۸۸ درصد مربوط به ETF کهربا است. بیشترین میانگین انحراف منفی (زیان) مربوط به ETF مقال با ۱۴/۹۳ درصد و کمترین انحراف منفی نیز به ETF کهربا معادل ۰/۵۶- درصد است. ETF های طلا، عیار، گوهر و کهربا بیش از نیمی از روزهای معاملاتی خود را با انحراف قیمت مثبت و ETF های مقال و زر نیز بیش از نیمی از روزهای معاملاتی خود را با انحراف قیمت منفی سپری کرده‌اند. بیشترین روزهای معاملاتی مثبت و منفی مربوط به ETF عیار و زر است. همچنین کمترین روزهای معاملاتی مثبت و منفی نیز مربوط به همین دو ETF است. در مجموع آنچه می‌توان از نتایج جدول (۲) استنباط کرد این است که همه ETF های مورد بررسی دارای انحراف قیمت بوده و معامله‌گران این صندوق‌ها توجه زیادی به NAV صندوق ندارند (یافته‌های پژوهش).

برای بررسی وجود ریشه واحد در داده‌های مورد استفاده، از آزمون ریشه واحد دیکی-فولر تعمیم‌یافته^۱ استفاده می‌شود. در آزمون ADF، فرضیه صفر عبارت است از وجود ریشه واحد و فرضیه مقابل عبارت از مانایی متغیر است. اگر آماره محاسباتی بزرگتر از مقدار بحرانی باشد، فرضیه صفر یا نامانایی متغیر رد می‌شود. تمامی آزمون‌های ریشه واحد بالا با منظور کردن عرض از مبدأ و با وجود روند در سطح متغیرها انجام گرفته است. نتایج آزمون ریشه واحد در جدول (۳) ارائه شده است.

جدول ۳. نتایج حاصل از آزمون ریشه واحد (ADF)

ETF	نوع آزمون	سطح آزمون	آماره محاسباتی	آماره بحرانی	احتمال
طلا	عرض از مبدأ با روند	سطح	-۲۷/۳۲۲۰	-۳/۴۱۳۵	۰/۰۰۰۰
کهربا	عرض از مبدأ با روند	سطح	-۱۲/۵۸۱۰	-۳/۴۲۷۳	۰/۰۰۰۰
گوهر	عرض از مبدأ با روند	سطح	-۲۴/۶۹۷۵	-۳/۴۱۴۰	۰/۰۰۰۰
زر	عرض از مبدأ با روند	سطح	-۲۴/۷۵۵۴	-۳/۴۱۴۱	۰/۰۰۰۰
مثقلاً	عرض از مبدأ با روند	سطح	-۹/۳۶۷۲	-۳/۴۴۰۱	۰/۰۰۰۰
عیار	عرض از مبدأ با روند	سطح	-۲۴/۸۳۶۰	-۳/۴۱۴۴	۰/۰۰۰۰

منبع: یافته‌های پژوهش

با توجه به نتایج حاصل از آزمون ریشه واحد، از آن جا که آماره محاسباتی جدول (۳) بزرگ‌تر از مقدار بحرانی است، فرضیه صفر مبنی بر نامانایی متغیرها را نمی‌توان پذیرفت و در نتیجه تمامی ETF های مورد بررسی در سطح مانا هستند. از طرفی یکی از ویژگی‌های مهم برخی از سری‌های زمانی اقتصادی و مالی این است که دارای تغییرپذیری خوشه‌ای هستند، یعنی تغییرات بزرگ منجر به تغییرات بزرگ و تغییرات کوچک منجر به تغییرات کوچک می‌شود. به عبارت دیگر، سطح جاری تغییرپذیری، رابطه مثبت با مقادیر گذشته آن دارد. از آن جا که داده‌های مورد استفاده در این پژوهش روزانه بوده و فرکانس بالایی دارند، انتظار بر این است اثرات آرچ^۲ در آن وجود داشته باشد که با انجام آزمون می‌توان به آن پی برد. آزمون آرچ

1. Augmented Dicky-Fuller Unit Root Test (ADF)

2. Autoregressive Conditional Heteroskedasticity (ARCH)

راجع به ثابت یا متغیر بودن واریانس جمله خطا است. در واقع قبل از هر چیزی بایستی راجع به وضعیت واریانس جمله خطا، چنین آزمونی صورت گیرد. فرضیه صفر این آزمون برابر با عدم وجود آرچ یعنی ثابت بودن واریانس خواهد بود (سوری، ۱۳۹۶: ۸۰۰). نتایج حاصل از این آزمون در جدول (۴) آورده شده است.

جدول ۴. نتایج آزمون ARCH روی بازده روزانه ETF ها

ETF نماد	F-statistic	F آماره	$LM = nR^2$	آماره LM
طلا	۷۲/۸۵۶۶	۰/۰۰۰۰	۱۲/۸۵۶۸	۰/۰۰۰۰
کهربا	۷/۲۶۸۶	۰/۰۰۷۵	۷/۱۲۳۷	۰/۰۰۷۶
گوهر	۱۰۸/۶۶۸۸	۰/۰۰۰۰	۹۸/۷۹۲۴	۰/۰۰۰۰
زر	۱۱/۲۴۷۱	۰/۰۰۰۳	۱۰/۲۷۴۶	۰/۰۰۰۱
مثقاب	۱۳۴/۹۸۹۰	۰/۰۰۰۰	۱۱۹/۹۵۳۶	۰/۰۰۰۰
عیار	۱۰/۵۲۵۵	۰/۰۰۰۰	۵۲/۲۹۷۱	۰/۰۰۰۰

منبع: یافته‌های پژوهش

نتایج حاصل از آزمون آرچ در جدول (۴) بیان‌گر این است فرضیه وجود آرچ را نمی‌توان رد کرد. به عبارت دیگر، همه ETF های طلا دارای ناهمسانی واریانس بوده و تغییرات آن‌ها در طول زمان افزایش یا کاهش می‌یابد. حال با در نظر گرفتن نتایج بالا، می‌توان مدل مناسب مبتنی بر رابطه (۶) را برآورد کرد. مدل اصلی معاملات بازخورد ارائه شده توسط سنتانا-وادوانی (۱۹۹۲) مدلی است که میانگین شرطی آن به شرح رابطه (۲) بوده و واریانس شرطی نیز از یک گارچ نامتقارن همچون GJR-GARCH پیروی می‌کند که برای یادآوری بار دیگر به اختصار در زیر آورده می‌شود:

$$r_t = \alpha + \theta \delta_t^2 + (\phi_0 + \phi_1 \delta_t^2) r_{t-1} + \varepsilon_t \quad (۶)$$

$$\delta_t^2 = \omega + \beta \varepsilon_{t-1}^2 + \lambda \delta_{t-1}^2 + \delta I_{t-1} \varepsilon_{t-1}^2 \quad (۷)$$

نتایج حاصل از برآورد مدل اصلی در جدول (۵) نشان داده شده است.

جدول ۵. نتایج برآورد مدل اصلی با استفاده از الگوی واریانس شرطی GJR

ETF	α	θ	ϕ_0	ϕ_1	ω	β	λ	δ
طلا	۰/۰۸۵ (۰/۰۶۵)	۰/۰۱۰ (۰/۳۶۲)	۰/۱۹۳ (۰/۰۰۰)	-۰/۰۰۴ (۰/۲۱۳)	۰/۰۷۱ (۰/۰۰۰)	۰/۷۵۶ (۰/۰۰۰)	۰/۴۰۷ (۰/۰۰۰)	-۰/۲۴۴ (۰/۰۰۰)
کهریا	۰/۰۷۳ (۰/۵۷۰)	-۰/۰۱۵ (۰/۷۵۶)	۰/۱۷۹ (۰/۰۴۵)	-۰/۰۳۵ (۰/۲۶۵)	۰/۲۲۳ (۰/۰۴۳)	۰/۶۳۱ (۰/۰۰۰)	۰/۱۶۷ (۰/۰۳۱)	-۰/۱۷۱ (۰/۰۰۰)
گوهر	۰/۰۹۶ (۰/۲۰۱)	۰/۰۰۹ (۰/۵۰۵)	۰/۱۵۶ (۰/۰۰۰)	-۰/۰۰۴ (۰/۱۹۶)	۰/۱۸۵ (۰/۰۰۰)	۰/۷۸۲ (۰/۰۰۰)	۰/۳۱۸ (۰/۰۰۰)	-۰/۲۰۹ (۰/۰۰۰)
عیار	۰/۰۹۰ (۰/۱۹۹)	-۰/۰۰۰ (۰/۹۵۷)	۰/۱۹۴ (۰/۰۰۰)	-۰/۰۰۷ (۰/۳۱)	۰/۱۱۸ (۰/۰۰۰)	۰/۸۱۶ (۰/۰۰۰)	۰/۲۷۲ (۰/۰۰۰)	-۰/۱۷۳ (۰/۰۰۰)
زر	۰/۰۹۷ (۰/۲۵۰)	۰/۰۰۳ (۰/۸۶۱)	۰/۱۳۹ (۰/۰۰۹)	-۰/۰۰۵ (۰/۲۰۵)	۰/۳۷۷ (۰/۰۰۰)	۰/۶۶۴ (۰/۰۰۰)	۰/۴۳۶ (۰/۰۰۰)	-۰/۲۰۶ (۰/۰۰۰)
مثنال	-۰/۱۹۴ (۰/۲۲۷)	۰/۰۹۸ (۰/۲۸۵)	۰/۰۶۱ (۰/۰۴۸)	۰/۰۳۸۹ (۰/۴۱۵)	۰/۱۳۶ (۰/۲۹۶)	۰/۶۹۶ (۰/۰۰۰)	۰/۵۸۹ (۰/۰۰۵)	-۰/۵۱۲ (۰/۰۱۵)

منبع: یافته‌های پژوهش

جدول (۵) ضرایب حاصل از برآورد معادله اصلی را بر اساس میانگین و واریانس شرطی مبتنی بر معادلات (۶) و (۷) نشان می‌دهد. بر اساس نتایج به دست آمده از جدول (۵)، ضریب δ برای همه ETFها از دیدگاه آماری معنادار بوده و در نتیجه پاسخ بازدهی به اخبار مختلف نامتقارن است. به این معنی که اخبار مثبت و منفی تأثیر یکنواختی در ایجاد افزایش یا کاهش نوسان در بازدهی این ETFها ندارند. ضریب δ برای همه ETFها منفی بوده که نشان از تأثیر بیشتر اخبار مثبت نسبت به اخبار منفی دارد. بیشترین مقدار این ضریب با ارزشی معادل ۰/۵۱۲ مربوط به ETF مثنال و کمترین آن نیز مربوط به ETF کهریا با ارزشی معادل ۰/۱۷۱ است. از طرفی ETFهای مثنال و کهریا به ترتیب بیشترین و کمترین نوسان را در روبرویی با اخبار منتشر شده دارا هستند. ضریب ϕ_1 که نشان‌دهنده وجود بخشی از بازدهی بر اساس معاملات بازخورد در رفتار معامله‌گران است، از دیدگاه آماری برای هیچ یک از ETFها معنادار نیست. در نتیجه شواهدی در رابطه با وجود معاملات بازخورد برای هیچ یک از ETFها دیده نمی‌شود، به این معنی که معامله‌گران این ابزار مالی از هیچ الگوی خاصی که مبتنی بر بازدهی گذشته آن باشد، پیروی نمی‌کنند. به دلیل وجود دو بازار رسمی با هم‌پوشانی کامل و غیر رسمی با هم‌پوشانی غیر کامل برای معاملات دارایی پایه، معامله‌گران صندوق‌های طلا توجه زیادی به اختلاف بین قیمت بازار ETFها از NAV آنها نداشته

و تنها بر مبنای شرایط حاکم بر بازار و مکانیزم عرضه و تقاضا به انجام معامله می‌پردازند که این موضوع با نتایج جدول (۲) مبنی بر وجود انحراف قیمت دائمی بین هر ETF و NAV آن سازگار است. ضریب ρ هم که بیانگر وجود بخشی از بازدهی ETF ها بر اساس ناکارآمدی بازار است و برای همه ETF ها از دیدگاه آماری معنادار است. به این معنی که ETF های مورد بررسی، بیشترین تأثیر را از ناکارآمدی بازار داشته و بیشتر معاملات معامله‌گران آن، بر مبنای اخبار و اطلاعات منتشره در بازار شکل می‌گیرد. این نتیجه بیانگر این است که معامله‌گران این صندوق‌ها رفتار هدایت شده اطلاعاتی دارند. این اطلاعات می‌تواند دیدگاه و تحلیل موجود در بازار در مورد شرایط کلی بازار، روند نقدینگی، همچنین احساسات و عدم آشنایی سرمایه‌گذاران با این طبقه از دارایی‌ها به دلیل عمر کوتاه آن باشد.

بحث و نتیجه‌گیری

صندوق‌های قابل معامله در بورس ابزارهای مالی ترکیبی هستند که شامل ویژگی‌های صندوق‌های باز و بسته هستند. به این معنا که هر دوی آن‌ها مانند صندوق‌های سرمایه‌گذاری بسته یک دارایی پایه را ردیابی کرده و مشابه صندوق‌های باز در بازار بورس پذیرفته و معامله می‌شوند. ETF ها دارای مجموعه‌ای از ویژگی‌های جذاب مانند هزینه‌های مدیریتی پایین، تقابل با مجموعه‌ای از دارایی‌ها، پرداخت سود، مدیریت ریسک و کارایی مالیاتی هستند که به توجیه محبوبیت بیشتر ETF ها کمک می‌کند. معمول‌ترین طبقه‌بندی ETF ها را می‌توان بر مبنای دارایی پایه آن در نظر گرفت که ETF های کالایی یکی از انواع آن است که در کالاهایی نظیر نفت، طلا، نقره و غیره سرمایه‌گذاری می‌کنند. با ورود اولین صندوق طلا در سال ۱۳۹۶ به بازار سرمایه ایران و در ادامه روند کند افزایش آن، در حال حاضر تعداد ۷ صندوق طلا در این بازار مشغول به فعالیت می‌باشند که مجموع ارزش خالص دارایی‌های آن‌ها نسبت به کل ارزش بازار سرمایه رقم ناچیزی است.

هر ETF دو ارزش دارد، یکی ارزش بازار یا قیمت آن و دیگری NAV آن که برابر خالص ارزش دارایی صندوق است. در عمل ممکن است یک ETF با قیمتی کمتر یا بیشتر از NAV خود معامله شود. پژوهش‌های مختلف وجود انحراف قیمت قابل توجه ETF ها را نسبت به NAV آن‌ها نشان می‌دهد که این امر اساساً به عدم هم‌زمانی معاملات بین این ETF ها و دارایی پایه آن‌ها نسبت داده شده است که به همین دلیل، انحراف قیمت ETF ها از NAV آن‌ها را نمی‌توان در زمان واقعی آربیتراژ کرد. بنابراین امکان بهره‌برداری از آن‌ها از طریق پی بردن به

معاملات انجام شده بر روی آن‌ها افزایش می‌یابد که منجر به ایجاد سبک بازخورد در بین معامله‌گران شده است. این سبک اگر چه نشان می‌دهد که می‌تواند به طور بالقوه باعث ایجاد الگوهای معاملاتی بازخورد متمایز در ETF های موجود شود، لیکن این موضوع تا به امروز در بازار سرمایه ایران به صورت تجربی ارزیابی نشده است. به همین جهت این مقاله با استفاده از اطلاعات ETF های طلای فعال در بازار سرمایه ایران و با استفاده مدل سنتانا-وادوانی (۱۹۹۲)، به بررسی وجود معاملات بازخورد در بین معامله‌گران این بازار پرداخته است.

در ابتدا با استفاده از آزمون ریشه واحد دیکی-فولر تعمیم‌یافته مانایی ETF های طلا مورد ارزیابی قرار گرفت. نتایج آزمون ریشه واحد نشان داد تمامی ETF های مورد نظر در سطح مانا هستند. با توجه به تغییرپذیری خوشه‌ای سری‌های زمانی مالی و این که داده‌های مورد استفاده در این پژوهش روزانه بوده و فرکانس بالایی دارند، آزمون آرچ برای ثابت یا متغیر بودن واریانس جمله خطا انجام گرفت. نتایج آزمون آرچ نشان داد که وجود اثر آرچ را نمی‌توان رد کرد. به عبارت دیگر، همه ETF های طلای مورد پژوهش دارای ناهمسانی واریانس بوده و تغییرات آن‌ها در طول زمان افزایش یا کاهش می‌یابد. سپس با استفاده داده‌های جمع‌آوری شده از ETF ها، مدل اصلی پژوهش یعنی مدل سنتانا-وادوانی (۱۹۹۲) برآورد شد. نتایج حاصل از برآورد مدل اصلی نشان داد که نوسان بازدهی ETF ها نسبت به اخبار مثبت و منفی نامتقارن است و همه ETF ها نسبت به اخبار مثبت عکس‌العمل بیشتری نشان می‌دهند. ضریب مربوط به معاملات بازخورد نشان داد که هیچ‌گونه شواهدی مبنی بر وجود معاملات بازخورد در این بازار وجود ندارد. همچنین با وجود دو بازار رسمی (با هم‌پوشانی کامل) و بازار غیررسمی (با هم‌پوشانی ناکامل) برای معاملات دارایی پایه (سکه طلا)، معامله‌گران توجهی به انحراف قیمت ETF نسبت به NAV آن ندارند. ضریب مربوط به ناکارآمدی بازار نشان داد که معاملات همه ETF های مورد بررسی، بیشتر بر پایه ناکارآمدی بازار بوده و اخبار و اطلاعات منتشرشده در بازار بیشترین تأثیر را بر معاملات آن‌ها دارد. در مجموع یافته‌های این پژوهش با نتایج داکاستا و همکاران (۲۰۱۹)، چارتیس و ماسادزیروما (۲۰۱۷) موافق است. همچنین با یافته‌های پژوهش کارا و همکاران (۲۰۲۱)، کالینتراکیس و همکاران (۲۰۲۰)، داکاستا و همکاران (۲۰۱۹)، فراینز و همکاران (۲۰۱۶)، چائو و دیسومزاک (۲۰۱۵) مخالف است.

References

- Ackert, L; & Tian, Y. (2008). Arbitrage, liquidity, and the valuation of exchange traded funds. *Financial Markets, Institutions and Instruments*, 17(5), 331–362.
- Bang, N. (2009). Gold ETFs have made investing in the yellow metal more convenient and competitive. [Online] Available: [http:// www. Stockmarketsreview .com /extras/gold etf have made investing in the yellow metal more convenient and competitive 20091229 2144/](http://www.Stockmarketsreview.com/extras/gold-etf-have-made-investing-in-the-yellow-metal-more-convenient-and-competitive-20091229-2144/).
- Barberis, N; & Thaler, R. (2003). A survey of behavioral finance. In G. Constantinides, M. Harris, & R. Stulz (Eds.). *Handbook of the economics of finance*, 1053–1128. Amsterdam: North-Holland.
- Barberis, N; Shleifer, A; & Vishny, R. (1998). A model of investor sentiment. *Journal of Financial Economics*, 49, 307–343.
- Blitz, D; & Huij, J. (2012). Evaluating the performance of global emerging markets equity exchange-traded funds. *Emerging Markets Review*, 13, 149–158.
- Charteris, A. (2013). The price efficiency of South African exchange traded funds. *Investment Analysts Journal*, 42(78), 1-11.
- Charteris, A; & Musadziruma, A. (2017). Feedback trading in stock index futures: Evidence from South Africa. *Research in International Business and Finance*, 42, 1289–1297.
- Charteris, A; Chau, F; Gavrilidis, K; & Kallinterakis, V. (2014). Premiums, discounts and feedback trading: Evidence from emerging markets' ETFs. *International Review of Financial Analysis*, 35, 80–89.
- Chau, F; & Deesomsak, R. (2015). Business cycle variation in positive feedback trading: Evidence from the G-7 economies. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 35, 147–159.
- Chau, F; Deesomsak, R; & Lau, M. (2011). Investor sentiment and feedback trading: Evidence from the exchange traded funds market. *International Review of Financial Analysis*, 20, 292–305.
- Chen, H.-C; Ho, J.-K; Lai, C. W; & Morales-Camargo, E. (2012). Institutional trading behavior in the ETF market. Working Paper. Anderson School of Management, *University of New Mexico*.
- Cherry, J. (2004). The limits of arbitrage: Evidence from exchange traded funds. Honours Dissertation California: *University of California-Berkeley*.
- Da Costa Neto, A. F; Klotzle, M. C; & Pinto, A. C. F. (2019). Investor behavior in ETF markets: A comparative study between the US and emerging markets. *International Journal of Emerging Markets*, 14(5), 944–966.
- De Long, J. B; Shleifer, A; Summers, L. H; & Waldmann, R. J. (1990). Positive feedback investment strategies and destabilizing rational speculation. *Journal of Finance*, 45(2), 379–395.
- Deville, L. (2008). Exchange traded funds: History, trading and research. In C. Zopounidis, M. Doumpos, & P. Pardalos (Eds.). *Handbook of financial engineering* (pp.67–98). Springer US.
- Engle, R; & Sarkar, D. (2006). Premiums-discounts and exchange traded funds. *Journal of Derivatives*, (Summer), 27–45.

- Farmer, J. D. (2002). Market force, ecology and evolution. *Industrial and Corporate Change*, 11(5), 895–953.
- Farmer, J. D; & Joshi, S. (2002). The price dynamics of common trading strategies. *Journal of Economic Behavior and Organization*, 49(2), 149–171.
- Frijns, B; Gilbert, A; & Zwinkels, R. C. J. (2016). On the style-based feedback trading of mutual fund managers. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 51(3), 771–800.
- Froot, K; & Teo, M. (2008). Style investing and institutional investors. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 43(4), 883–906.
- Gallagher D & Segara R. (2005). The performance and trading characteristics of exchange-traded funds. *University of New South Wales*, Working Paper.
- Holmes, P. R; & Kallinterakis, V. (2014). Feedback trading. In K. Paudyal (Vol. Ed.), *Wiley encyclopedia of management* (3rd ed.). Vol. Volume 4 (Finance). Oxford, UK: John Wiley & Sons, Ltd.
- <https://www.fipiran.com>
- Jares, T; & Lavin, A. (2004). Japan and Hong-Kong exchange-traded funds (ETFs): Discounts, returns and trading strategies. *Journal of Financial Services Research*, 25(1), 57–69.
- Kallinterakis, V. et al (2020). Pricing inefficiencies and feedback trading: Evidence from country ETFs, *International Review of Financial Analysis*, Volume 70. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2020.101498>
- Karaa, R. et al (2021). Do investors feedback trade in the Bitcoin—and why? *European Journal of Finance*, (15 sep), <https://doi.org/10.1080/1351847X.2021.1973054>.
- Koutmos, G. (2014). Positive feedback trading: A review. *Review of Behavioral Finance*, 6(2), 155–162.
- Lakonishok, J; Shleifer, A; & Vishny, R. (1992). The impact of institutional trading on stock prices. *Journal of Financial Economics*, 32, 23–43.
- Madura, J; & Richie, N. (2004). Overreaction of exchange-traded funds during the bubble of 1998-2002. *Journal of Behavioral Finance*, 5, 91–104.
- Mohammadi, Mehran. (2018). Investigating the industry of exchange traded funds in reliable stock exchanges and the capital market of Iran, Tehran Stock Exchange. <www.tse.ir> (verified August 2018). (In Persian).
- Sentana, E; & Wadhwani, S. (1992). Feedback traders and stock return autocorrelations: Evidence from a century of daily data. *The Economic Journal*, 102(411), 415–425.
- Souri, A. (2016), advanced econometrics. Volume 2, edition 6, Farhangshenasi publication, Tehran. (In Persian).

Mechanism for Retail Shareholders to Participate in the Management of Companies Listed on the Tehran Stock Exchange and Iran Fara Bourse¹

Amir Hossein Erza², Fariba Ahmadi Zamani³

Received: 2023/07/21

Accepted: 2023/12/16

Research Paper

Abstract

The purpose of the research is to design a mechanism to increase the participation of retail shareholders in the management of enterprises. Through this increase, the improvement of corporate governance, the reduction of information asymmetry, and the increase of the awareness of retail shareholders happen. After library studies, this research presented a model of participation of retail shareholders in the management of listed companies through a questionnaire and a survey of experts and retail shareholders, and the model was confirmed through the fuzzy Delphi method. In the proposed model, retail shareholders can buy and sell their voting rights close to the annual meeting through a SPC. Therefore, during this process, the shareholders who want to have the power to exercise more votes in the annual meeting, buy the voting rights of other retail shareholders. In addition, they can choose a representative from among themselves to be on the company's board of directors by using the platform provided in the proposed model through their voting coalition. By implementing such a mechanism, it will be possible to obtain 511 board seats by retail shareholders in listed companies. The results of the research showed that the proposed model will increase the motivation of retail shareholders to participate in meetings, increase the awareness of shareholders, and improve transparency.

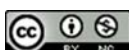
Key Words: Voting Rights, Board of Directors, Corporate Governance, Retail Shareholders

JEL Classification: G20, G30, G38.

1. doi: 10.22034/JSE.2023.12120.2079

2. Assistant Professor, Department of Finance and Banking, Faculty of Management and Accounting Allameh Tabataba'i University, Tehran, Iran. (Corresponding Author). (ah.erza@atu.ac.ir).

3. M.Sc. Department of Financial Engineering, Faculty of Management and Accounting, Allameh Tabataba'i University, Tehran, Iran. (pinkbunny4030@gmail.com).



Copyright © 2024 The Authors. Published by Securities and Exchange Organization. This work is licensed under a Creative Commons Attribution-NonCommercial 4.0 International license (<https://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/>). Non-commercial uses of the work are permitted, provided the original work is properly cited.



سازمان بورس و اوراق بهادار، مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی
فصلنامه بورس اوراق بهادار، سال شانزدهم، شماره ۶۴، زمستان ۱۴۰۲، صص ۱۹۰-۱۶۹

طراحی سازوکار مشارکت سهامداران خرد در مدیریت شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران^۱

امیرحسین ارضاء^۲، فریبا احمدی زمانی^۳

تاریخ دریافت: ۱۴۰۲/۰۴/۳۰

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۲/۰۹/۲۵

مقاله پژوهشی

چکیده

هدف پژوهش طراحی سازوکاری برای افزایش مشارکت سهامداران خرد در اداره بنگاه های اقتصادی است. از طریق این افزایش، بهبود حاکمیت شرکتی، کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و افزایش آگاهی سهامداران خرد اتفاق می افتد. این پژوهش پس از مطالعات کتابخانه ای، از طریق پرسشنامه و نظرسنجی از خبرگان و سهامداران خرد به ارائه مدل مشارکت سهامداران خرد در مدیریت شرکت های بورسی و فرابورسی پرداخته و از طریق روش دلفی فازی مدل تایید شد. در مدل پیشنهادی سهامداران خرد می توانند حق رأی خود را در زمان نزدیک به مجمع سالیانه از طریق نهاد واسط خریدوفروش کنند. بنابراین طی این فرایند سهامدارانی که تمایل دارند از قدرت اعمال رأی بیشتری در مجامع برخوردار باشند، حق رأی دیگر سهامداران خرد را خریداری می کنند. افزون بر این قادر هستند با استفاده از بستر فراهم شده در مدل پیشنهادی به وسیله ائتلاف رأی خود، یک نماینده از بین خودشان برای حضور در هیئت مدیره شرکت ها انتخاب کنند. با پیاده سازی چنین سازوکاری به طور کلی امکان گرفتن ۵۱۱ کرسی هیئت مدیره توسط سهامداران خرد در شرکت های بورسی و فرابورسی امکان پذیر خواهد شد. نتایج پژوهش نشان داد مدل پیشنهادی موجب افزایش انگیزه سهامداران خرد برای شرکت در مجامع، افزایش آگاهی سهامداران و ارتقاء شفافیت خواهد شد.

واژه های کلیدی: حق رأی، هیئت مدیره، حاکمیت شرکتی، سهامداران خرد.

طبقه بندی موضوعی: G20, G30, G38.

DOI: 10.22034/JSE.2023.12120.2079

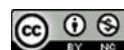
۱. استادیار، گروه مالی و بانکداری، دانشکده مدیریت و حسابداری، دانشگاه علامه طباطبائی، تهران، ایران. (نویسنده مسئول). (ah.erza@atu.ac.ir).

۲. کارشناسی ارشد، گروه مدیریت مالی، دانشکده مدیریت و حسابداری، دانشگاه علامه طباطبائی، تهران، ایران. (pinkbunny4030@gmail.com).

حق انتشار این مستند، متعلق به نویسندگان آن است. © ۱۴۰۲. ناشر این مقاله، سازمان بورس و اوراق بهادار است.

این مقاله تحت گواهی زیر منتشر شده و هر نوع استفاده غیرتجاری از آن مشروط بر استناد صحیح به مقاله و با

رعایت شرایط مندرج در آدرس زیر مجاز است.



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

مقدمه

بحث حمایت از حقوق سهامداران خرد از مهم‌ترین مسائلی است که مورد توجه قرار دارد. تا جایی که بانک جهانی همه‌ساله با استفاده از شاخص حمایت از حقوق سهامداران خرد وضعیت حمایت از سهامداران را در کشورهای مختلف بررسی می‌کند (ندری و حسینی، ۱۳۹۴: ۱۶۵).

ارگان‌های طرفدار اصول راهبری شرکت‌ها، هنگام صحبت از نقش ذینفعان در اجرای اصول راهبری شرکت‌ها بیشتر بر حضور سهامداران خرد تأکید می‌کنند و معتقدند سهامداران از طریق حضور فعال و آگاهی کافی از حقوق خود می‌توانند در اجرای اصول راهبری شرکت‌ها نقش مؤثری داشته باشند (راهبری خرازی، ۱۳۹۳). مهم‌ترین موانعی که موجب بی‌علاقگی سهامداران به مشارکت و حضور در مجامع می‌شود شامل تسلط سهامداران عمده و برنامه‌ریزی ضعیف مجامع عمومی سالانه است که همه در یک فصل و در ساعت اداری برگزار می‌شوند، همچنین پراکندگی جغرافیایی سهامداران برای حضور در مجمع و تأثیرگذار نبودن حق رأی سهامداران اقلیت نیز جمله عوامل دلسردی سهامداران اقلیت برای شرکت در مجامع است. حضور فعال سهامداران خرد نیازمند ایجاد انگیزه در آن‌ها است (ماک و دیگران^۱، ۲۰۲۰).

بسیاری از تصمیمات مهم شرکت‌ها در مجامع سالیانه و به صورت رأی‌گیری گرفته می‌شوند و سهامدارانی که تعداد سهم بیشتری از شرکت داشته باشند، از حق رأی بیشتری برخوردار خواهند شد. حق رأی سهامدار نیز می‌تواند از طریق اعطای وکالت به فرد دیگری واگذار شود و در قانون تجارت ایران نیز منعی برای واگذاری حق رأی وجود ندارد و بنابراین صاحب سهم مجاز است که قسمتی از حقوق خود از جمله حق رأی را به دیگری واگذار کند (ستوده تهرانی، ۱۳۸۸: ۷۷).

با توجه به اینکه در ایران تاکنون پژوهشی در زمینه حمایت از سهامداران خرد در مجامع عمومی شرکت‌ها صورت نگرفته است، پژوهش حاضر در صدد دستیابی به سه هدف کاربردی است:

- طراحی یک سازوکار برای حمایت از سهامداران خرد به منظور مدیریت شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است.

- ایجاد سازوکاری به منظور افزایش استقلال اعضای هیأت‌مدیره شرکت‌ها بدلیل حضور اشخاص حقیقی بعنوان نماینده سهامداران خرد است.
- فراهم کردن بستری به منظور خرید و فروش حق رأی سهامداران قبل از برگزاری مجامع شرکت‌ها است.

مبانی نظری و توسعه فرضیه‌ها

در پژوهشی که توسط حسینی و شفیع‌زاده (۱۳۹۷) انجام شد، آن‌ها در پی ارائه مدلی به‌منظور حمایت از سهامداران خرد بودند. در این پژوهش مؤلفه‌های تأثیرگذار بر حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران شناسایی شدند. این عوامل عبارت بودند از: گزارشگری مالی، شفافیت، کیفیت حسابداری و راهبری شرکتی. باساک، چاباکوری و یاووز^۱ (۲۰۱۹)، مطالعه‌ای با عنوان حمایت از سرمایه‌گذاران و قیمت دارایی‌ها انجام دادند و بیان کردند شواهد تجربی شایان توجهی وجود دارد که حمایت از سرمایه‌گذاران، بازده سهام، نوسان‌ها و نرخ بهره را تحت تأثیر قرار می‌دهد. آن‌ها مدلی برای قیمت‌گذاری دارایی‌ها تدوین کردند که نشان می‌دهد سهامداران کنترلی می‌توانند بخشی از بازده شرکت را (به نفع خود) منحرف کنند. زمانی که حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران کامل نباشد، سهام بیشتری در دست سهامداران کنترلی است، بازده سهام کمتر، نوسان‌های بازده سهام بیشتر و نرخ بهره کمتر است. همچنین ابراهیمی سروعلیا، امیری ارضاء و سعیدی (۱۴۰۱) نشان دادند رفتار توده‌وار سرمایه‌گذاران نهادی، منجر به افزایش بازده غیرنرمال و نوسانات کوتاه مدت (بعنوان بی‌قاعدگی‌های بازار) می‌شود. غوش، مویتا و نویان^۲ (۲۰۱۸)، استدلال می‌کنند که حمایت از سرمایه‌گذاران، بر اهمیت نسبی بهره‌وری به‌عنوان محرک انتقال کنترل شرکت تأثیرگذار است. آن‌ها با استفاده از نمونه بزرگی از شرکت‌های اروپایی دریافتند چنانچه سرمایه‌گذاران به‌طور قوی حمایت شوند، انتقال کنترل با افزایش سودآوری و افزایش اندازه شرکت همراه است. همچنین نتایج پژوهش با این دیدگاه که حمایت قوی از سرمایه‌گذاران به استفاده کارآمدتر از دارایی‌های شرکت منجر می‌شود، سازگار بود. سیککینن^۳ (۲۰۱۶)، به بررسی این موضوع پرداخت که آیا مربوط بودن ارزش‌های منصفانه، در

1. Basak, S, Chabakauri, G, Yavuz, D

2. Ghosh, A.; Morita, H.; and Nguyen, X

3. Siekkinen . J

محیط‌های متفاوت حمایت از سرمایه‌گذاران متفاوت است؟ این مطالعه با تجزیه و تحلیل شرکت‌های مالی ۳۴ کشور نشان داد که ارزش منصفانه در کشورهایی با حمایت متوسط یا قوی از حقوق سرمایه‌گذاران مربوط با ارزش است. خاوری، میرجلیلی، عبدالرحیمیان و عزیزیان (۱۴۰۰)، با بررسی داده‌های مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره ۹۷-۱۳۹۳ نشان دادند مالکیت سهام هیأت مدیره بعنوان یکی از مولفه‌های ساختار مالکیت شرکت، بر تصمیمات سرمایه‌گذاری و عملکرد مبتنی بر ارزش دفتری، بصورت معناداری تاثیرگذار است هم‌چنین از میان مولفه‌های ساختار هیأت مدیره، استقلال آن بطور معناداری با کیفیت گزارشگری مالی و تصمیمات سرمایه‌گذاری در ارتباط است.

بسیاری از فعالان و پژوهشگران بازار معتقدند برگزاری مجمع در محیط مجازی می‌تواند به برقراری ارتباط کارا، آسان و ارزان بین شرکت و سهامداران کمک کند. سازمان همکاری‌های اقتصادی و توسعه، در مبحث اصول راهبری شرکت‌ها از اعضا خود خواسته است شکل کلاسیک اعمال حق گروهی سهامداران خرد را تغییر داده و در پی آن هزینه ارتباطات، رأی‌گیری و فعالیت‌های دسته‌جمعی سهامداران خرد را از طریق فناوری جدید تا حد ممکن کاهش دهند. از راهکارهای عملی در این زمینه سیستم مجمع مجازی و رأی‌دهی الکترونیکی است (برارنیا ادبی، بشیری و حسینی مقدم، ۱۳۹۴: ۸۳).

پژوهش‌های پیشین هیچ کدام برای حل مساله مدلی ارائه ندادند. هدف این پژوهش ارائه سازوکار عملیاتی است.

روش‌شناسی پژوهش

پژوهش حاضر از نظر هدف، از نوع کاربردی است. این پژوهش از منظر ماهیت و روش گردآوری داده‌ها از نوع پژوهش‌های اکتشافی به حساب می‌آید. جامعه آماری پژوهش حاضر را خبرگان و سهامداران خرد تشکیل داده‌اند. در پژوهش حاضر متخصصان باتجربه از بین گروه‌های زیر انتخاب شده‌اند: اعضای هیأت مدیره و مدیران عامل، مدیران ارشد، کارشناسان ارشد نهادهای مالی؛ اعضای هیأت مدیره و مدیران عامل، مدیران ارشد، کارشناسان ارشد ارکان نظارتی؛ اعضای هیأت مدیره و مدیران عامل، مدیران ارشد، کارشناسان ارشد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس و فرابورس؛ اعضای هیأت علمی دانشگاه‌های دولتی در رشته‌های مدیریت و حسابداری و سایر رشته‌های مرتبط؛ هم‌چنین در قالب پرسشنامه از سهامداران خرد نیز

نظرخواهی شد. در این پژوهش به دلیل اهمیت داشتن کیفیت نمونه‌ها از روش نمونه‌گیری مبتنی بر هدف استفاده شد. ابزار گردآوری داده‌ها نیز در این پژوهش به سه دسته کلی تقسیم می‌شوند: روش گردآوری اطلاعات در بخش اول، بررسی اسناد و مطالعات کتابخانه‌ای بود که شامل کلیه اسناد و مدارک معتبر، کتاب‌های علمی، مقالات، مجلات معتبر، تحقیقات پیشین و نیز مقالات علمی لاتین که منتشر شده است، می‌شود. اطلاعات لازم برای جمع‌آوری داده‌های مورد نیاز اطلاعات شرکت‌ها از گزارش‌های مربوط به خلاصه تصمیمات مجمع عمومی عادی که توسط سازمان بورس منتشر می‌شود، با استفاده از بانک‌های اطلاعاتی از جمله سایت کدال به دست آمد؛ در بخش بررسی میدانی نیز ابزار اصلی گردآوری اطلاعات توزیع پرسشنامه بین سهامداران خرد و خبرگان است. برای تعیین روایی پرسش‌های از نظر ۱۰ نفر از متخصصان استفاده شد. همچنین ضریب پایایی پرسش‌های با استفاده از آزمون آلفای کرونباخ ۰/۸۵ به دست آمد. به منظور تحلیل نتایج از روش دلفی فازی استفاده شد، در گام اول به منظور بررسی تعداد کرسی هیئت‌مدیره قابل اخذ توسط نماینده سهامداران خرد، بررسی میزان سهام شناور شرکت و تعداد کرسی هیئت‌مدیره شرکت‌ها، از روش‌های موجود در آمار توصیفی استفاده شد. در گام بعدی در خصوص ابعاد حقوقی، اجرایی و مالی مدل عملیاتی پیشنهادی به منظور آگاهی از میزان موافقت و مخالفت خبرگان و تشخیص وجود یا عدم وجود اجماع در بین خبرگان از آمار استنباطی (تشکیل اعداد فازی مثلثی، میانگین فازی و ...) استفاده شد.

برای تعیین میزان اهمیت شاخص‌ها و غربال مهم‌ترین شاخص‌های شناسایی شده از تکنیک دلفی با رویکرد فازی استفاده شد. در الگوریتم اجرای تکنیک دلفی فازی برای غربالگری پس از تدوین پرسش‌های قابل درج در پرسشنامه، نخست می‌بایست طیف مناسب پاسخگویی خبرگان را تدوین کرد که به این منظور از طیف لیکرت ۵ درجه‌ای استفاده شده است، پس از انتخاب طیف مناسب به منظور استفاده از منطق فازی، از طیف فازی مناسبی برای فازی سازی عبارات کلامی پاسخ‌دهندگان استفاده شده است. برای توسعه طیف فازی از منطق اعداد فازی مثلثی (TFN) استفاده شد.

یافته‌های پژوهش

تجمع دیدگاه خبرگان^۱ پس از وارد کردن نظرات خبرگان در قالب اعداد فازی، می‌بایست نظر کلیه خبرگان در خصوص هر پرسش به تفکیک کران بالا (U/B) به عنوان بیشینه مقادیری

1. Aggregation

است که عدد فازی F می‌تواند اختیار کند، کران پایین (L/B) به عنوان کمینه مقداری است که عدد فازی F می‌تواند اختیار کند و کران وسط (M/P VALUE) محتمل ترین مقدار یک عدد فازی تجمیع شود، راه‌های متعددی برای تجمیع فازی دیدگاه خبرگان وجود دارد. با فرض آنکه دیدگاه هر کارشناس به صورت عدد فازی مثلثی (l, m, u) نمایش داده شود، از روش محاسبه میانگین حسابی به منظور تجمیع دیدگاه خبرگان استفاده شده است. بر همین اساس نتایج تجمیع دیدگاه خبرگان به تفکیک هر پرسش به شرح جدول یک است:

جدول ۱. تجمیع دیدگاه خبرگان

شماره پرسش	عنوان پرسش	میانگین فازی دیدگاه خبرگان		
		کران پایین	مقدار محتمل	کران بالا
۱	توزیع پاداش سالانه بین سهامداران خرد در صورتی که نماینده سهامداران خرد در مجمع به عنوان هیئت مدیره انتخاب شود	۰/۴۲۵۲	۰/۴۵۴۳	۰/۷۹۸۷
۲	تمایل سهامداران به ائتلاف رأی خود جهت انتخاب عضو هیئت مدیره	۰/۵۱۸۳	۰/۷۱۷۲	۰/۸۸۰۱
۳	اخذ کارمزد از خریدار حق رأی توسط نهاد واسطه رأی	۰/۵۰۸۳	۰/۷۸۳۳	۰/۸۱۰۱
۴	اخذ کارمزد از فروشنده حق رأی توسط نهاد واسطه رأی	۰/۵۳۴۴	۰/۷۵۰۲	۰/۷۸۳۳
۵	پرداخت حق عضویت توسط فرد متقاضی ائتلاف به نهاد واسطه رأی جهت عضویت در هیئت مدیره	۰/۴۱۶۷	۰/۴۴۱۷	۰/۶۵۰۰
۶	وثیقه سهام سهامدارانی که حق رأی خود را فروخته‌اند، از زمان فروش حق رأی تا زمان برگزاری مجمع، نزد سپرده گذاری مرکزی وجوه	۰/۵۶۰۳	۰/۸۰۱۷	۰/۹۱۳۸
۷	عضویت نهاد واسطه رأی به عنوان یک شخص حقوقی در هیئت مدیره شرکت‌ها با اعطای نمایندگی به نماینده منتخب سهامداران	۰/۴۵۰۰	۰/۳۵۰۰	۰/۵۲۵۰
۸	انتخاب اشخاص حقیقی به جای اشخاص حقوقی در هیئت مدیره شرکت‌ها	۰/۵۸۲۱	۰/۶۹۷۵	۰/۸۸۵۷
۹	الزام فعالیت نهاد واسطه تحت نظارت سازمان بورس و اوراق بهادار	۰/۵۰۰۰	۰/۷۰۵۴	۰/۷۷۶۸
۱۰	تعیین حداقل شرایط مورد نیاز به منظور احراز صلاحیت کاندیدای تصدی سمت هیئت مدیره توسط نهاد واسطه حق رأی	۰/۵۲۲۵	۰/۷۰۱۷	۰/۹۱۳۸
۱۱	تأثیر گذاری مدل ارائه شده بر حمایت از حقوق سهامداران خرد	۰/۴۵۵۴	۰/۶۵۱۸	۰/۸۵۰۰
۱۲	افزایش آگاهی سهامداران و ارتقاء شفافیت به وسیله حضور نماینده سهامداران خرد به عنوان عضو هیئت مدیره شرکت	۰/۵۷۵۹	۰/۷۳۲۸	۰/۸۳۰۳
۱۳	افزایش انگیزه سهامداران خرد برای حضور در مجامع با ایجاد این سازوکار	۰/۵۶۶۷	۰/۷۰۸۳	۰/۸۴۱۷

فازی زدایی^۱: در روش های مختلف که با رویکرد فازی صورت می گیرد در نهایت مقادیر فازی نهایی را باید به یک عدد قطعی و قابل درک تبدیل کرد، دلیل استفاده از فازی زدایی آن است که در روش دلفی نتایج تجمع شده دیدگاه خبرگان در قالب یک طیف مطرح شده که به منظور تصمیم گیری نهایی راجع به اجماع در خصوص هر یک از پرسش پژوهش رسیدن به یک عدد نهایی در این خصوص ضروری است. به طور معمول می توان تجمع اعداد فازی مثلثی و ذوزنقه ای را توسط یک مقدار قطعی^۲ که بهترین میانگین مربوطه است، خلاصه کرد. این عملیات را فازی زدایی گویند. روش های متعدد و پیچیده ای برای فازی زدایی وجود دارد. یکی از روش های فازی زدایی میانگین اعداد فازی مثلثی است که به صورت زیر است:

$$F_{ave} = (L, M, U)$$

$$x_m^l = \frac{L+M+U}{3}; x_m^r = \frac{L+2M+U}{3}; x_m^c = \frac{L+4M+U}{6}$$

$$\text{Crisp number} = Z^* = \max(x_{max}^l, x_{max}^r, x_{max}^c)$$

منظور از M میانگین حاصل از تجمع مقادیر محتمل m از اعداد فازی مثلثی مختلف است. با این وجود مقدار قطعی بزرگ ترین x_{max}^c محاسبه شده در نظر گرفته می شود. پس از انتخاب روش مناسب و فازی زدایی مقادیر برای غربال آیتم ها باید یک آستانه تحمل^۳ (T) در نظر گرفت. اگر مقدار قطعی حاصل از فازی زدایی دیدگاه تجمع شده خبرگان، بزرگ تر از آستانه تحمل باشد شاخص مورد نظر تأیید می شود. اگر این مقدار کوچک تر از آستانه تحمل باشد شاخص مورد نظر حذف می شود. در این پژوهش بنا به سوابق موجود آستانه تحمل ۶۰٪ در نظر گرفته شده است، که بر این اساس نتیجه غربال آیتم ها به شرح جدول ۲ است.

با توجه به نتایج به دست آمده از غربال آیتم ها بر اساس نظرات خبرگان، پرسش های ۵ و ۷ حدنصاب پذیرش در عملیاتی سازی مدل را به دست نیاورده و موضوعیت ندارند.

غربال نظرات سهامداران با استفاده از تکنیک دلفی فازی: از آنجا که پژوهش حاضر به جمع آوری و غربال نظرات سهامداران و سایر خبرگان به صورت مجزا پرداخته است بنابراین مراحل اجرای روش دلفی به صورت فازی به طور مجزا به منظور تحلیل نظرات سهامداران اجرا شده است که نتایج آن در جداول ۳ و ۴ به تفکیک ارائه شده است.

پرسش های ۵ و ۷ بر اساس نظرات سهامداران مردود شده و موضوعیت ندارند.

1. Defuzzification

2. Crisp

3. Threshold

تجمع دیدگاه سهامداران و سایر خبرگان: از دیدگاه سهامداران خرد پرسش های مربوط به «اخذ کارمزد از خریدار حق رأی توسط نهاد واسطه» و «عضویت نهاد واسطه به عنوان یک شخص حقوقی در هیئت مدیره شرکت ها با اعطای نمایندگی به سهامداران» مورد پذیرش قرار نگرفت و از دیدگاه سایر خبرگان ۲ پرسش مربوط به «پرداخت حق عضویت توسط فرد متقاضی ائتلاف به منظور عضویت در هیئت مدیره» و «عضویت نهاد واسطه به عنوان یک شخص حقوقی در هیئت مدیره شرکت ها با اعطای نمایندگی به سهامداران» مورد پذیرش قرار نگرفت. بنابراین به منظور دستیابی به یک مدل واحد نظرات سهامداران خرد و سایر خبرگان با یکدیگر جمع می شود، که به همین منظور میانگین کل نظرات به شرح جدول ۵ محاسبه شده است.

جدول ۲. فازی زدایی دیدگاه خبرگان

شماره پرسش	عنوان پرسش	مقدار T	مقدار قطعی	نتیجه
۱	توزیع پاداش سالانه بین سهامداران خرد در صورتی که نماینده سهامداران خرد در مجمع به عنوان هیئت مدیره انتخاب شود	۰/۶	۰/۶۴۶۱	پذیرش
۲	تمایل سهامداران به ائتلاف رأی خود جهت انتخاب عضو هیئت مدیره	۰/۶	۰/۷۰۵۲	پذیرش
۳	اخذ کارمزد از خریدار حق رأی توسط نهاد واسطه رأی	۰/۶	۰/۷۰۰۶	پذیرش
۴	اخذ کارمزد از فروشنده حق رأی توسط نهاد واسطه رأی	۰/۶	۰/۶۸۹۰	پذیرش
۵	پرداخت حق عضویت توسط فرد متقاضی ائتلاف به نهاد واسطه رأی جهت عضویت در هیئت مدیره	۰/۶	۰/۵۰۲۸	رد
۶	وثیقه سهام سهامدارانی که حق رأی خود را فروخته اند، از زمان فروش حق رأی تا زمان برگزاری مجمع، نزد سپرده گذاری مرکزی وجوه	۰/۶	۰/۷۵۸۶	پذیرش
۷	عضویت نهاد واسطه رأی به عنوان یک شخص حقوقی در هیئت مدیره شرکت ها با اعطای نمایندگی به نماینده منتخب سهامداران	۰/۶	۰/۴۴۱۷	رد
۸	انتخاب اشخاص حقیقی به جای اشخاص حقوقی در هیئت مدیره شرکت ها	۰/۶	۰/۷۲۱۸	پذیرش
۹	الزام فعالیت نهاد واسطه تحت نظارت سازمان بورس و اوراق بهادار	۰/۶	۰/۶۶۰۷	پذیرش
۱۰	تعیین حداقل شرایط مورد نیاز به منظور احراز صلاحیت کاندیدای تصدی سمت هیئت مدیره توسط نهاد واسطه حق رأی	۰/۶	۰/۷۱۲۷	پذیرش
۱۱	تأثیر گذاری مدل ارائه شده بر حمایت از حقوق سهامداران خرد	۰/۶	۰/۶۵۲۴	پذیرش
۱۲	افزایش آگاهی سهامداران و ارتقاء شفافیت به وسیله حضور نماینده سهامداران خرد به عنوان عضو هیئت مدیره شرکت	۰/۶	۰/۷۱۳۰	پذیرش
۱۳	افزایش انگیزه سهامداران خرد برای حضور در مجامع با ایجاد این سازوکار	۰/۶	۰/۷۰۵۶	پذیرش

جدول ۳. تجمیع دیدگاه سهامداران

شماره پرسش	عنوان پرسش	میانگین فازی دیدگاه سهامداران		
		کران پایین	مقدار محتمل	کران بالا
۱	توزیع پاداش سالانه بین سهامداران خرد در صورتی که نماینده سهامداران خرد در مجمع به عنوان هیئت مدیره انتخاب شود	۰/۵۳۶۸	۰/۶۲۸۹	۰/۷۹۸۷
۲	تمایل سهامداران به ائتلاف رأی خود جهت انتخاب عضو هیئت مدیره	۰/۸۰۰۰	۰/۹۲۶۳	۰/۸۸۰۱
۳	اخذ کارمزد از خریدار حق رأی توسط نهاد واسطه رأی	۰/۳۸۶۸	۰/۴۹۲۱	۰/۸۱۰۱
۴	اخذ کارمزد از فروشنده حق رأی توسط نهاد واسطه رأی	۰/۶۰۰۰	۰/۷۶۰۵	۰/۷۸۳۳
۵	پرداخت حق عضویت توسط فرد متقاضی ائتلاف به نهاد واسطه رأی جهت عضویت در هیئت مدیره	۰/۵۶۵۸	۰/۷۴۴۷	۰/۶۵۰۰
۶	وثیقه سهام سهامدارانی که حق رأی خود را فروخته اند، از زمان فروش حق رأی تا زمان برگزاری مجمع، نزد سپرده گذاری مرکزی وجوه	۰/۵۵۲۶	۰/۷۴۷۴	۰/۹۱۳۸
۷	عضویت نهاد واسطه رأی به عنوان یک شخص حقوقی در هیئت مدیره شرکت ها با اعطای نمایندگی به نماینده منتخب سهامداران	۰/۳۱۰۵	۰/۴۷۳۷	۰/۵۲۵۰
۸	انتخاب اشخاص حقیقی به جای اشخاص حقوقی در هیئت مدیره شرکت ها	۰/۵۷۱۱	۰/۷۳۹۵	۰/۸۸۵۷
۹	الزام فعالیت نهاد واسطه تحت نظارت سازمان بورس و اوراق بهادار	۰/۴۶۳۲	۰/۶۲۳۷	۰/۷۷۶۸
۱۰	تعیین حداقل شرایط مورد نیاز به منظور احراز صلاحیت کاندیدای تصدی سمت هیئت مدیره توسط نهاد واسطه حق رأی	۰/۵۲۲۵	۰/۷۰۱۷	۰/۹۱۳۸
۱۱	تأثیر گذاری مدل ارائه شده بر حمایت از حقوق سهامداران خرد	۰/۴۵۵۴	۰/۶۵۱۸	۰/۸۵۰۰
۱۲	افزایش آگاهی سهامداران و ارتقاء شفافیت به وسیله حضور نماینده سهامداران خرد به عنوان عضو هیئت مدیره شرکت	۰/۵۷۵۹	۰/۷۳۲۸	۰/۸۳۰۳
۱۳	افزایش انگیزه سهامداران خرد برای حضور در مجامع با ایجاد این سازوکار	۰/۵۶۶۷	۰/۷۰۸۳	۰/۸۴۱۷

بر اساس میانگین نظرات سهامداران و خبرگان، تنها پرسش ۷ با عنوان «عضویت نهاد واسطه به عنوان یک شخص حقوقی در هیئت مدیره شرکت ها با اعطای نمایندگی به سهامداران» مورد توافق واقع نشد.

جدول ۴. فازی زدایی دیدگاه سهامداران

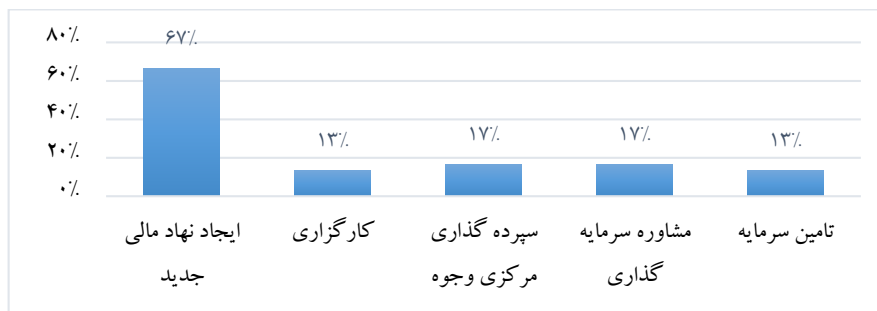
شماره پرسش	عنوان پرسش	مقدار T	مقدار قطعی	نتیجه
۱	توزیع پاداش سالانه بین سهامداران خرد در صورتی که نماینده سهامداران خرد در مجمع به عنوان هیئت مدیره انتخاب شود	۰/۶	۰/۶۱۳۲	پذیرش
۲	تمایل سهامداران به ائتلاف رأی خود جهت انتخاب عضو هیئت مدیره	۰/۶	۰/۸۹۶۵	پذیرش
۳	اخذ کارمزد از خریدار حق رأی توسط نهاد واسطه رأی	۰/۶	۰/۵۰۴۱	رد
۴	اخذ کارمزد از فروشنده حق رأی توسط نهاد واسطه رأی	۰/۶	۰/۷۴۶۵	پذیرش
۵	پرداخت حق عضویت توسط فرد متقاضی ائتلاف به نهاد واسطه رأی جهت عضویت در هیئت مدیره	۰/۶	۰/۷۲۲۸	پذیرش
۶	وثیقه سهام سهامدارانی که حق رأی خود را فروخته اند، از زمان فروش حق رأی تا زمان برگزاری مجمع، نزد سپرده گذاری مرکزی وجوه	۰/۶	۰/۷۲۶۳	پذیرش
۷	عضویت نهاد واسطه رأی به عنوان یک شخص حقوقی در هیئت مدیره شرکت ها با اعطای نمایندگی به نماینده منتخب سهامداران	۰/۶	۰/۴۷۱۱	رد
۸	انتخاب اشخاص حقیقی به جای اشخاص حقوقی در هیئت مدیره شرکت ها	۰/۶	۰/۷۱۹۳	پذیرش
۹	الزام فعالیت نهاد واسطه تحت نظارت سازمان بورس و اوراق بهادار	۰/۶	۰/۶۱۴۰	پذیرش
۱۰	تعیین حداقل شرایط مورد نیاز به منظور احراز صلاحیت کاندیدای تصدی سمت هیئت مدیره توسط نهاد واسطه حق رأی	۰/۶	۰/۷۱۲۸	پذیرش
۱۱	تأثیر گذاری مدل ارائه شده بر حمایت از حقوق سهامداران خرد	۰/۶	۰/۶۵۲۴	پذیرش
۱۲	افزایش آگاهی سهامداران و ارتقاء شفافیت به وسیله حضور نماینده سهامداران خرد به عنوان عضو هیئت مدیره شرکت	۰/۶	۰/۷۱۳۰	پذیرش

جدول ۵. میانگین نظرات خبرگان و سهامداران

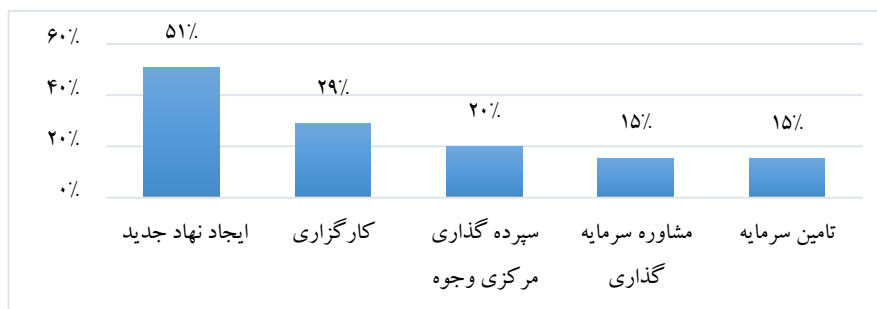
شماره پرسش	عنوان پرسش	مقدار از دیدگاه سهامداران	مقدار قطعی از دیدگاه خبرگان	میانگین قطعی نظرات	مقدار T	نتیجه کل
۱	توزیع پاداش سالانه بین سهامداران خرد در صورتی که نماینده سهامداران خرد در مجمع به عنوان هیئت مدیره انتخاب شود	۰/۶۱۳۲	۰/۶۴۶۱	۰/۶۲۹۶	۰/۶	پذیرش
۲	تمایل سهامداران به ائتلاف رأی خود جهت انتخاب عضو هیئت مدیره	۰/۸۹۶۵	۰/۷۰۵۲	۰/۸۰۰۸	۰/۶	پذیرش

شماره پرسش	عنوان پرسش	مقدار قطعی از دیدگاه سهامداران	مقدار قطعی از دیدگاه خبرگان	میانگین قطعی نظرات	مقدار T	نتیجه کل
۳	اخذ کارمزد از خریدار حق رأی توسط نهاد واسطه رأی	۰/۵۰۴۱	۰/۷۰۰۶	۰/۶۰۲۴	۰/۶	پذیرش
۴	اخذ کارمزد از فروشنده حق رأی توسط نهاد واسطه رأی	۰/۷۴۶۵	۰/۶۸۹۰	۰/۷۱۷۷	۰/۶	پذیرش
۵	پرداخت حق عضویت توسط فرد متقاضی ائتلاف به نهاد واسطه رأی جهت عضویت در هیئت مدیره	۰/۷۲۲۸	۰/۵۰۲۸	۰/۶۱۲۸	۰/۶	پذیرش
۶	وثیقه سهام سهامدارانی که حق رأی خود را فروخته‌اند، از زمان فروش حق رأی تا زمان برگزاری مجمع، نزد سپرده‌گذاری مرکزی وجوه	۰/۷۲۶۳	۰/۷۵۸۶	۰/۷۴۲۵	۰/۶	پذیرش
۷	عضویت نهاد واسطه رأی به عنوان یک شخص حقوقی در هیئت مدیره شرکت‌ها با اعطای نمایندگی به نماینده منتخب سهامداران	۰/۴۷۱۱	۰/۴۴۱۷	۰/۴۵۶۴	۰/۶	رد
۸	انتخاب اشخاص حقیقی به جای اشخاص حقوقی در هیئت مدیره شرکت‌ها	۰/۷۱۹۳	۰/۷۲۱۸	۰/۷۲۰۵	۰/۶	پذیرش
۹	الزام فعالیت نهاد واسطه تحت نظارت سازمان بورس و اوراق بهادار	۰/۶۱۴۰	۰/۶۶۰۷	۰/۶۳۷۴	۰/۶	پذیرش
۱۰	تعیین حداقل شرایط مورد نیاز به منظور احراز صلاحیت کاندیدای تصدی سمت هیئت مدیره توسط نهاد واسطه حق رأی	۰/۷۱۲۷	۰/۷۱۲۷	۰/۷۱۲۷	۰/۶	پذیرش
۱۱	تأثیرگذاری مدل ارائه شده بر حمایت از حقوق سهامداران خرد	۰/۶۵۲۴	۰/۶۵۲۴	۰/۶۵۲۴	۰/۶	پذیرش
۱۲	افزایش آگاهی سهامداران و ارتقاء شفافیت به وسیله حضور نماینده سهامداران خرد به عنوان عضو هیئت مدیره شرکت	۰/۷۱۳۰	۰/۷۱۳۰	۰/۷۱۳۰	۰/۶	پذیرش
۱۳	افزایش انگیزه سهامداران خرد برای حضور در مجامع با ایجاد این سازوکار	۰/۷۰۵۶	۰/۷۰۵۶	۰/۷۰۵۶	۰/۶	پذیرش

بر طبق نظرات سهامداران و خبرگان، نهاد مالی پیشنهادی برای اجرای عملیات سازوکار پیشنهادی، به تفکیک به شرح نمودارهای ارائه شده است:



نمودار ۱. نهاد مالی پیشنهادی خبرگان برای اجرای مدل

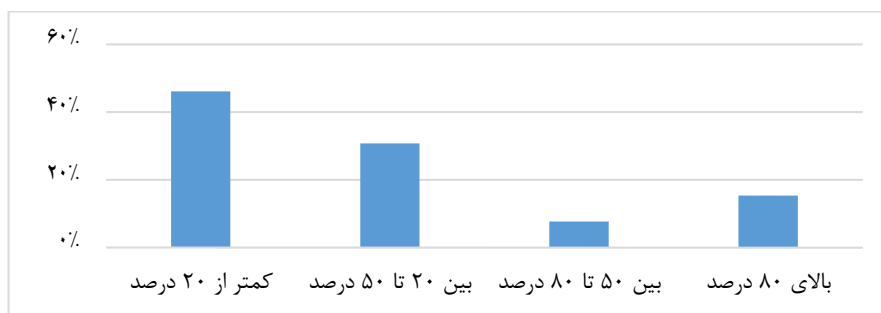


نمودار ۲. نهاد مالی پیشنهادی سهامداران برای اجرای مدل

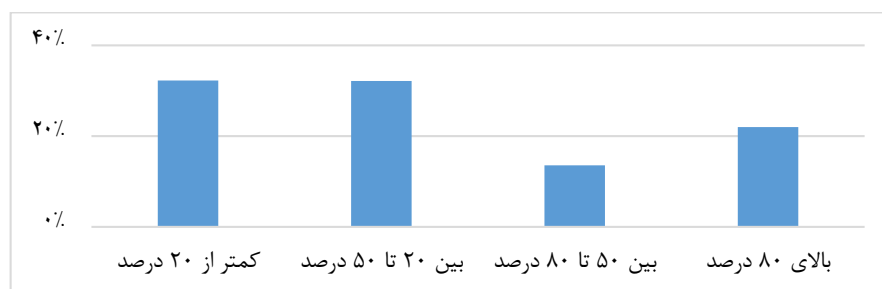
بر اساس نظرات سهامداران خرد و خبرگان ایجاد یک نهاد مالی جدید به منظور عملیاتی سازی فرایند یادشده مناسب تر است. همچنین بر اساس پرسشنامه درصد توزیع پاداش بین سهامداران و نماینده آن ها به عنوان عضو هیئت مدیره شرکت ها بر اساس نظرات خبرگان و سهامداران به شرح نمودارهای ارائه شده است:



نمودار ۳. میزان توزیع پاداش هیئت مدیره بین سهامداران و نماینده آن ها (از نظر سهامداران)

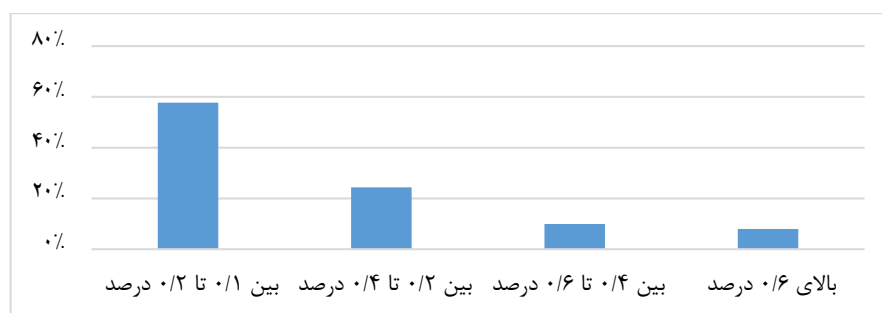


نمودار ۴. میزان توزیع پاداش هیئت مدیره بین سهامداران و نماینده آن‌ها (از نظر خبرگان)



نمودار ۵. میزان توزیع پاداش هیئت مدیره بین سهامداران و نماینده آن‌ها (میانگین نظرات خبرگان و سهامداران)

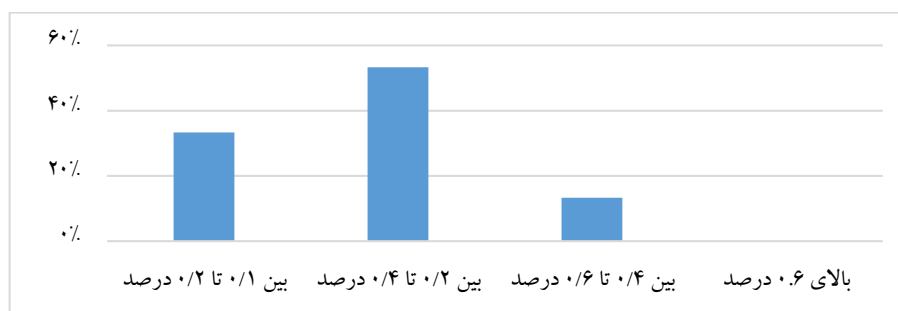
طبق میانگین نظرات سهامداران و خبرگان، میزان توزیع پاداش بین سهامداران و نماینده آن‌ها کمتر از ۵۰ درصد است. در نظرخواهی از خبرگان و سهامداران میزان کارمزد خرید و فروش حق رأی نیز مورد پرسش قرار گرفت.



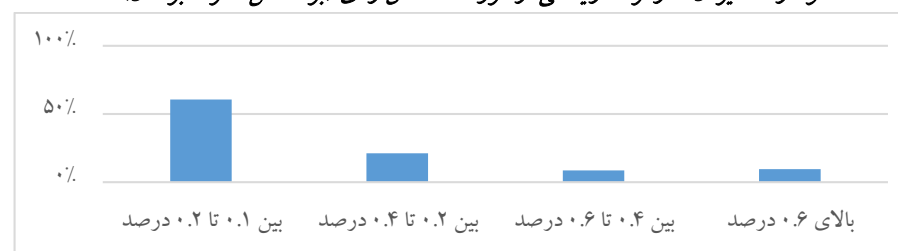
نمودار ۶. میزان کارمزد دریافتی از خریدار حق رأی (بر اساس نظر سهامداران)



نمودار ۷. میزان کارمزد دریافتی از خریدار حق رأی (بر اساس نظر خبرگان)



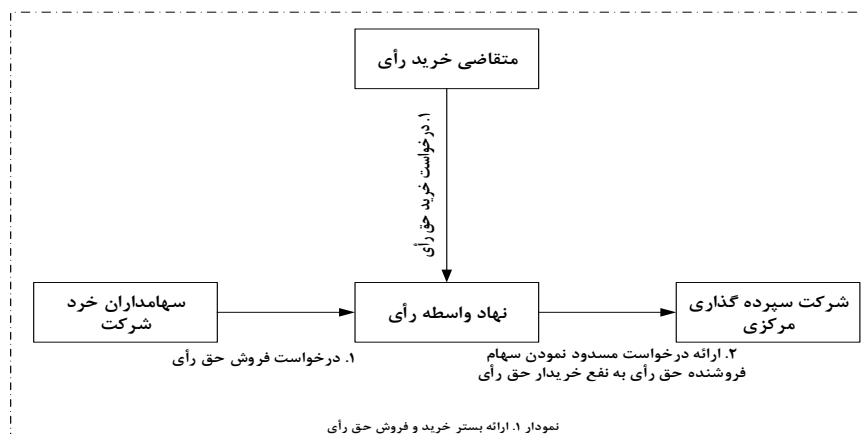
نمودار ۸. میزان کارمزد دریافتی از فروشنده حق رأی (بر اساس نظر خبرگان)



نمودار ۹. میزان کارمزد دریافتی از فروشنده حق رأی (بر اساس نظر سهامداران)

برآیند نظرات خبرگان و سهامداران مبنی بر اخذ کارمزد از خریدار و فروشنده حق رأی به ترتیب به میزان ۰/۱ تا ۰/۲ درصد ارزش معاملات حق رأی است. از نظر سهامداران و خبرگان ایجاد یک نهاد مالی جدید به منظور عملیاتی سازی مدل پیشنهادی حمایت از سهامداران خرد بسیار مناسب خواهد بود. این مدل عملیاتی با ایجاد امکان خرید و فروش حق رأی سهامداران و همچنین ائتلاف به منظور گرفتن کرسی هیئت مدیره توسط آنها می تواند به افزایش مشارکت سهامداران خرد در تصمیم گیری مجامع کمک شایانی کند و همچنین باعث ایجاد نوآوری

ابزارسازی در سطح بازار سرمایه شود. بنابراین به این منظور در این مدل، نهاد واسطه رأی به منظور عملیاتی سازی فرایند پیشنهاد می شود. فعالیت (۱): یکی از فعالیت های نهاد واسطه رأی، خرید و فروش حق رأی سهامداران در زمان نزدیک به برگزاری مجامع شرکت ها می باشد که در شکل یک به تفصیل ارائه شده است:



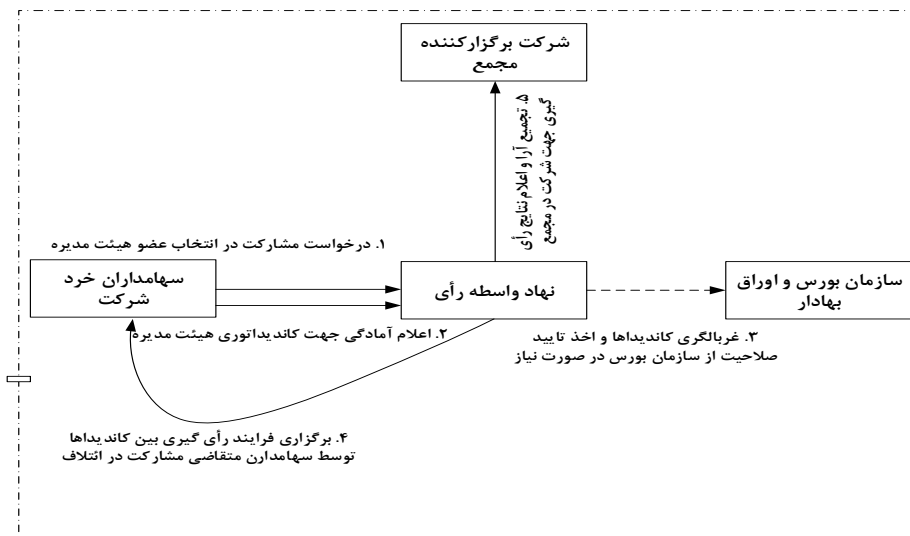
شکل ۱. ارائه بستر خرید و فروش حق رأی

۱ و ۲. در این فرایند سهامدارانی که از حق رأی خود استفاده نمی کنند می توانند حق رأی خود را به متقاضیان خرید حق رأی بفروشند. در طی فرایند خرید و فروش حق رأی سهامداران از فروشنده و خریدار حق رأی کارمزد معاملاتی دریافت می شود.

۳. پس از انجام معامله خرید و فروش حق رأی، نهاد واسطه رأی درخواست مسدود کردن سهام فروشنده حق رأی را به شرکت سپرده گذاری ارائه می کند. بدین ترتیب سهام تا زمان برگزاری مجمع مسدود شده و پس از برگزاری مجمع آزاد خواهد شد. طی این فرایند سهامدارانی که تمایل دارند از قدرت اعمال رأی بیشتری در مجامع برخوردار باشند، حق رأی دیگر سهامداران خرد را خریداری می کنند.

فعالیت (۲): از دیگر خدمات نهاد واسطه رأی، امکان ایجاد فرایند ائتلاف رأی سهامداران خرد برای گرفتن صندلی هیئت مدیره و در شکل دو ارائه شده است:

در این فرایند سهامدارانی که تمایل به انجام ائتلاف رأی خود به منظور انتخاب هیئت مدیره را دارند، درخواست مشارکت خود را به نهاد واسطه رأی ارائه می کنند. از بین سهامداران، اشخاصی که تمایل به گرفتن صندلی هیئت مدیره را دارند و از طریق تجمع رأی سهامداران می خواهند به هدف خود دست یابند، آمادگی خود را برای کاندیداتوری عضویت در هیأت مدیره اعلام می کنند. اشخاص کاندیداتوری سهامداران خرد به منظور شرکت در فرایند رأی گیری می بایست به نهاد واسطه رأی حق عضویت پردازند.



شکل ۲. انجام فرایند ائتلاف به منظور انتخاب عضو هیئت مدیره از میان سهامداران خرد

۱. نهاد واسطه رأی موظف است اشخاص حقیقی داوطلب واجد صلاحیت تصدی سمت نمایندگی سهامداران خرد را غربال کرده و به آنها معرفی کند. در این خصوص حداقل شرایط تصدی گری سمت نماینده سهامداران خرد توسط نهاد واسطه رأی تعیین می شود. همچنین در صورت لزوم به منظور گرفتن تایید صلاحیت می تواند اشخاص را پس از غربالگری به سازمان بورس و اوراق بهادار معرفی کند.

۲. پس از غربالگری اشخاص واجد صلاحیت، نهاد واسطه رأی اقدام به انجام

رأی‌گیری بین کاندیداهای نماینده سهامداران خرد می‌کند. بدین ترتیب سهامداران

خرد در تاریخ مشخصی اقدام به انتخاب کاندیدای موردنظر خود می‌کنند.

۳. پس از رأی‌گیری و اعلام نتایج، کاندیدایی که بیشترین رأی را در بین دیگران به

خود اختصاص دهد با تخصیص آرای تجمیع شده، به‌عنوان نماینده سهامداران خرد

برای شرکت در مجمع انتخاب هیئت‌مدیره معرفی می‌شود.

نتیجه‌گیری بخش فقهی: عطف به مصوبه جلسه ۱۴۲ کمیته فقهی سازمان بورس و اوراق

بهادار مورخ ۱۳۹۵/۱۱/۲۷ در خصوص تصویب صندوق سرمایه‌گذاری تک سهم و گواهی

سپرده سهام، موضوع فروش سهام با استثناء کردن برخی از حقوق رأی با قید شروطی از نظر

فقهی بلامانع است. یکی از شروط مطرح شده به شرح زیر است:

- از آنجا که یک شخص نمی‌تواند تمام حقوق خود در زمینه مشخصی را به‌صورت

مادام‌العمر به دیگری واگذار کند، بنابراین لازم است عمر واحدهای سرمایه‌گذاری

صندوق یا گواهی‌های سپرده‌سهام محدود باشد و در انتهای این مدت، سهام مورد نظر

شرکت با تمام حقوق آن به دارندگان واحدهای سرمایه‌گذاری یا گواهی‌های

سپرده‌سهام منتقل شود.

بنابراین می‌توان نتیجه گرفت که جدا کردن حق رأی از سهام برای بازه زمانی محدود بدون

اشکال است.

نتیجه‌گیری بخش حقوقی: از دیگر راه‌هایی که سهامداران خرد می‌توانند در مجامع

نقش‌های مؤثرتری داشته باشند تدوین دستورالعمل‌هایی با توجه به برخی ظرفیت‌های قانونی

فعلی است. به عنوان مثال بند ۵ ماده ۱۲ قانون اصل ۴۴ مقرر می‌کند که «مجامع عمومی در

تعاونی سهامی عام که تعداد سهامداران آن از ۵۰۰ نفر بیشتر باشد با بلوک بندی برگزار شود و

هر یک از سهامداران مخیرند از طریق بلوک، نماینده انتخاب کنند و یا مستقیم‌مدار مجمع عمومی

حضور یابند». می‌توان برای حضور سهامداران در مجامع سایر شرکت‌ها نیز چنین تدبیرهایی

اندیشید.

فصل ۱۳ قانون مدنی (مواد ۶۵۶ تا ۶۸۳)، به موضوع وکالت و مباحث مربوط به آن

می‌پردازد. طبق ماده ۶۵۶، وکالت عقدی است که به موجب آن یکی از طرفین، طرف دیگر را

برای انجام امری نایب خود می‌کند. مواد بعدی به لزوم قبول وکالت از طرف وکیل (ماده ۶۵۷)

و مباحث و شرایط مربوط به مورد وکالت، تعهدات طرفین قرارداد (وکیل و موکل) و انقضا و وکالت اشاره می‌کند.

در حال حاضر عقد وکالت جهت اعطای وکالت به شخصی دیگر برای انجام امور مختلف، در دفترخانه‌های اسناد رسمی انجام می‌شود. در خصوص شرکت در مجمع نیز، سهامدار می‌تواند با اعطای وکالت، این حق را به دیگری منتقل کند. با انجام یک تفاهم مشترک بین سازمان ثبت اسناد رسمی و شرکت سپرده‌گذاری مرکزی و تسویه وجوه، این امکان می‌تواند ایجاد شود که بدون حضور در دفتر اسناد رسمی، این وکالت از سهامداری که حق رای خود را فروخته به شخصی که حق رای را خریداری کرده، اعطا شود.

بحث و نتیجه‌گیری

هدف از این پژوهش طراحی سازوکار مشارکت سهامداران خرد در مدیریت شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران بود. مدل عملیاتی طراحی شده به منظور مشارکت سهامداران خرد در مدیریت شرکت‌ها طی ۱۷ پرسش پرسشنامه برای اعتبارسنجی مورد نظرخواهی خبرگان و سهامداران قرار گرفت که طبق نظر اکثریت مشارکت‌کنندگان، مدل عملیاتی طراحی شده مناسب تشخیص داده شد و اثرات مثبت آن بر حمایت از حقوق سهامداران خرد مورد تایید قرار گرفت. با توجه به اطلاعات جمع‌آوری شده از خبرگان و سهامداران می‌توان نتیجه گرفت وجود نماینده سهامداران خرد سبب افزایش آگاهی و شفافیت اطلاعاتی و همچنین افزایش انگیزه سهامداران خرد برای حضور در مجامع شرکت‌ها می‌شود. شفافیت و افشای اطلاعات شرکت‌ها را می‌توان به‌عنوان سازوکاری برای حمایت از سرمایه‌گذاران در نظر گرفت که این مهم سبب می‌شود تا عدم تقارن اطلاعاتی کمتری به وجود آید و هزینه نمایندگی کم شود. هدف اصلی سهامدار از مشارکت بیشتر به کار گماشتن دیگر سهامداران و اعضای هیئت‌مدیره به‌منظور ایجاد تغییرات لازم برای بهبود عملکرد و حفظ کردن یا افزایش ارزش سهام است. همچنین باعث می‌شود که مشکل اساسی ناشی از «اختلاف میان مالکیت و نظارت (کنترل)» حل شود. همچنین بر اساس گزارش سهام‌شناور شرکت‌های بورسی و فرابورسی و همچنین تعداد اعضای هیئت‌مدیره هریک از شرکت‌های عنوان‌شده در گزارش یادشده، مطابق محاسبات درصد سهامداران در پایان آبان ۱۴۰۱ تعداد

کرسی هیئت مدیره که توسط سهامداران خرد قابل گرفتن است، به تفکیک بورس و فرابورس به شرح جدول ۶ است.

جدول ۶. تعداد عضو هیئت مدیر قابل اخذ توسط سهامداران خرد

تعداد کرسی های قطعی قابل تصاحب توسط سهامداران خرد به عنوان اعضای هیئت مدیره	بازار
۴۰۹	بورس
۱۰۲	فرابورس

بدین ترتیب با پیاده سازی چنین سازوکاری به طور کلی امکان گرفتن ۵۱۱ کرسی هیئت مدیره توسط سهامداران خرد امکان پذیر خواهد شد. انتخاب اعضای هیئت مدیره از بین سهامداران موافقان و مخالفانی هم دارد.

گروهی از صاحب نظران معتقدند که الزامی دانستن انتخاب هیئت مدیره از بین سهامداران که از مهم ترین ارکان شرکت و مغز متفکر و موتور محرکه آن به شمار می روند منطقی نیست چون امروزه مدیریت به صورت امری تخصصی درآمده است و محروم کردن شرکت ها در استفاده از مدیریت افراد متخصص نوعی علم گریزی و عین ضرر است. برخی بر این عقیده اند که وجود هیئت مدیره از بین سهامداران ضروری است چون هیئت مدیره به صورت مستمر در امور شرکت دخالت دارد و راهکارهای کلی را ترسیم می کند، وقتی هیئت مدیره از بین سهامداران انتخاب شود دلسوزتر و پرتلاش تر خواهد بود. وجود عضوی مستقل در بین اعضای هیئت مدیره شرکت، موجب بهبود حاکمیت شرکتی و در نتیجه شفافیت اطلاعاتی می شود. با توجه به اینکه مدل عملیاتی پیشنهادی در این پژوهش به تایید جمع کثیری از خبرگان مالی و همچنین سهامداران خرد رسیده است، عملیاتی شدن این فرایند می تواند به بهبود فضای حمایت از حقوق سهامداران خرد کمک کند. پیاده سازی چنین سازوکاری مستلزم اجرایی شدن برگزاری مجامع به صورت الکترونیکی و همچنین راه اندازی سامانه خرید و فروش حق رأی سهام است. براین اساس پیشنهاد می شود نهادهای ناظر نظیر سازمان بورس و اوراق بهادار بسترهای لازم جهت پیاده سازی چنین سازوکاری را فراهم کنند.

موارد زیر برای انجام پژوهش های آتی در این زمینه، پیشنهاد می شود:

۱. به منظور راه اندازی سامانه خرید و فروش حق رأی سهامداران، حق رأی سهامداران می بایست ارزشیابی شود. بنابراین پیشنهاد می شود روش های ارزشیابی حق رأی سهامداران بررسی شود.
۲. پس از بکارگیری سازوکار مشارکت سهامداران در مجامع شرکت ها و همچنین گرفتن کرسی هیئت مدیره توسط آنها، پیشنهاد می شود که تأثیر پیاده سازی این سازوکار بر ارزش شرکت ها بررسی شود.

References

- Bararnia Adabi. Gh, Bashiri. N, Hosseini Moghadam. R. (2015). The Virtual Annual General Meeting of Shareholders Serves the Principles of Corporate Governance, Providing a Model for Companies Admitted to the Tehran Stock Exchange, *Journal of Iranian Association of Certified Public Accountants*, 12(29):77-83. (In Persian)
- Basak. S, Chabakauri. G, Yavuz. D. (2019). Investor Protection and Asset Prices. *The Review of Financial Studies*, 32 (12): 4905-4946, doi: 10.1093/rfs/hhz038.
- Dehghan Khavari, Mirjalili, Abdorrahimian, Azizian (2021), Analysis of the effect of corporate governance dimensions on the components of corporate financial management decisions (The case of Tehran Stock Exchanges, *Journal of Securities Exchange*, 14(55): 233-257, doi:10.22034/jse.2021.11512.1649. (In Persian).
- Ebrahimi Sarveolia. M, Amiri. M, Erzae. A, Saeedi. H (2022). The Effects of Institutional Investors Herding on the Performance of Iran Capital Market Anomalies, *Journal of Securities Exchange*, 15(58): 121-140. (In Persian).
- Ghosh, A.; Morita, H.; and Nguyen, X. 2018. Technology spillovers, intellectual property rights, and export-platform FDI. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 151: 171-190, doi: 10.1016/j.jebo.2018.03.016.
- Nadri. K, Hosseini. M. (2015). The effect of protecting the property rights of retail shareholders on the market value of selected currencies using the panel data method, recommendations for the laws and regulations of Iran's capital market, *Islamic Financial Research Journal*, 4(2): 159-186. (In Persian).
- Organization for Economic Cooperation and Development, (2014). OECD principles of corporate governance, c1999, Rahbari Kharazi. M. Bourse publications, Third edition. (In Persian).
- Hosseini. A, Shafizadeh. B (2019). Developing a Model for Protecting Investors' Rights with Emphasis on Accounting Constructs, *Accounting and Auditing Review*, 26(2): 193-216, doi: 10.22059/acctgrev.2019.277289.1008139. (In Persian).
- Siekkinen . J. (2016). Value relevance of fair values in different investor protection environments, *Accounting Forum*, 40(1): 1-15, doi: 10.1016/j.accfor.2015.11.001.
- Sotoodeh. H. (2009). *Droit commercial*, Dadgostar Publication, page 77. (In Persian).

The Effect of Financial Background and Demographic Characteristics on the Investors' Financial Worry and Rumination in the Stock Exchange (Considering the Moderating Role of Current Financial Factors)¹

Saeed Dehghan Khavari², Mohammadhossein Abdorrahimian³, Seyed Hossein Mirjalili⁴, Mehdi Danesh⁵

Received: 2023/07/16

Accepted: 2023/12/19

Research Paper

Abstract

In behavioral finance and economics' discussions, financial worry and rumination are mentioned as two types of financial distress for investors. Although both worry and rumination are related to anxiety and other negative emotional status, but rumination focuses on bad feelings and past experiences, while worry focuses on the potential for bad events to happen in the future. Given the relationship between financial rumination and financial worry with people's financial status in the past, present, and future, in this research, was examined the relationship between financial background and demographic characteristics with these two variables. The statistical population is the investors of the Yazd Regional Stock Exchange, and due to the homogeneity of the population, a simple random sampling method was chosen using a questionnaire for 123 people as the sample size. The data collection and the confirmation of the relationship between variables and factors conducted through confirmatory factor analysis and PLS modeling technique. The conducted tests indicated the validity and reliability of the questionnaire. The results suggested that current and future financial status, and current financial and demographic factors have a significant effect on the perceptions and emotions of financial concern. Also, person's background and demographic characteristics have a significant effect on the perceptions and emotions of financial rumination.

Key Words: Financial Worry, Financial Rumination, Financial Factors, Demographic Characteristics, Stock Market, Confirmatory Factor Analysis, PLS Modeling.

JEL Classification: G10, G11, G41.

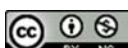
1. doi: 10.22034/JSE.2023.12222.2140

2. Assistant Professor, Department of Economics, Meybod University, Meybod, Iran. (Corresponding Author). (saeed.khavari@meybod.ac.ir).

3. Instructor, Department of Management, Meybod University, Meybod, Iran. (abdorrahimian@meybod.ac.ir).

4. Professor, Department of Economics, Faculty of Economics, Institute for Humanities and Cultural Studies, Tehran, Iran. (h.jalili@ihcs.ac.ir).

5. M.Sc. Department of Financial Engineering, Science and Arts University, Yazd, Iran. (mehdi.danesh2000@gmail.com).



Copyright © 2024 The Authors. Published by Securities and Exchange Organization. This work is licensed under a Creative Commons Attribution-NonCommercial 4.0 International license (<https://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/>). Non-commercial uses of the work are permitted, provided the original work is properly cited.



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

فصلنامه بورس اوراق بهادار، سال شانزدهم، شماره ۶۴، زمستان ۱۴۰۲، صص ۲۲۲-۱۹۱

تأثیر پیشینه مالی و ویژگی های دموگرافیک بر نگرانی و نشخوار ذهنی مالی سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار با در نظر گرفتن نقش تعدیل کنندگی عوامل مالی کنونی^۱

سعید دهقان خاوری^۲، محمدحسین عبدالرحیمیان^۳، سید حسین میرجلیلی^۴، مهدی دانش^۵

تاریخ دریافت: ۱۴۰۲/۰۴/۲۵

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۲/۰۹/۲۸

مقاله پژوهشی

چکیده

در مباحث اقتصاد و مالی رفتاری از نگرانی مالی و نشخوار ذهنی مالی به عنوان دو نوع از پریشانی های سرمایه گذاران بازار مالی بیان می شود. با وجود آنکه هم نشخوار ذهنی و هم نگرانی مرتبط با اضطراب و سایر وضعیت های منفی هیجانی هستند. نشخوار ذهنی بر احساسات بد و تجارب گذشته تمرکز دارد در حالی که نگرانی بر امکان بالقوه وقوع حوادث بد در آینده تمرکز می کند. با توجه به ارتباط نشخوار ذهنی مالی و نگرانی مالی با وضعیت مالی افراد در گذشته و حال و آینده از نظر مفهومی، در این پژوهش ارتباط پیشینه مالی و ویژگی های دموگرافیک با این دو متغیر مورد بررسی قرار گرفت. جامعه آماری، سرمایه گذاران بورس منطقه ای یزد است که با توجه به یکپارچگی جامعه، روش نمونه گیری ساده تصادفی انتخاب شد. پژوهش از نظر هدف کاربردی است و با به کارگیری پرسشنامه و حجم نمونه ۱۲۳ نفر، داده های مورد نیاز جمع آوری و تایید روابط میان متغیرها و عوامل از طریق تحلیل عاملی تاییدی و تکنیک مدل سازی PLS انجام گرفته است. آزمون های انجام شده نشان دهنده روایی و پایایی پرسشنامه است. نتایج پژوهش نشان داد متغیرهای شرایط کنونی مالی، شرایط آینده مالی، عوامل مالی کنونی و جمعیت شناختی بر روی نگرانی مالی تأثیر معنی داری دارند. همچنین متغیرهای شرایط گذشته و جمعیت شناختی بر روی نشخوار ذهنی مالی تأثیر معنی داری دارند.

واژه های کلیدی: نگرانی مالی، نشخوار ذهنی مالی، عوامل مالی، ویژگی های جمعیت شناختی، بورس اوراق بهادار.

طبقه بندی موضوعی: G10, G11, G41.

doi: 10.22034/JSE.2023.12222.2140

۲. استادیار و عضو هیات علمی، گروه اقتصاد، دانشکده علوم انسانی، دانشگاه مبد، مبد، ایران. (نویسنده مسئول). (saeed.khavari@meybod.ac.ir).

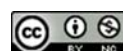
۳. عضو هیات علمی، گروه مدیریت دانشگاه مبد، مبد، ایران. (abdorahimian@meybod.ac.ir).

۴. استاد، دانشکده اقتصاد، پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی، تهران، ایران. (h.jalili@ihcs.ac.ir).

۵. کارشناسی ارشد، گروه مهندسی مالی، دانشگاه علم و هنر، یزد، ایران. (mehdi.danesh2000@gmail.com).

حق انتشار این مستند، متعلق به نویسندگان آن است. © ۱۴۰۲. ناشر این مقاله، سازمان بورس و اوراق بهادار است.

این مقاله تحت گواهی زیر منتشر شده و هر نوع استفاده غیرتجاری از آن مشروط بر استناد صحیح به مقاله و با



رعایت شرایط مندرج در آدرس زیر مجاز است.

Creative Commons Attribution-NonCommercial 4.0 International license

(https://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/)

مقدمه

بخش بزرگی از جمعیت جهان، نگران مسائل مالی هستند (بریجن و انتونیدس^۱، ۲۰۲۰). براساس شاخص‌های جهانی ۳۰ تا ۴۰ درصد شهروندان ایالات متحده نگران امور مالی خود هستند (گالوپ^۲، ۲۰۱۸). در این خصوص عوامل متعددی بر نگرانی مالی اثرگذار هستند که درآمد از جمله علل نگرانی‌ها و نشخوار ذهنی مالی است (گالوپ، ۲۰۱۷).

در مبحث نگرانی و رفتار سرمایه‌گذاران دو نوع نگرانی را عنوان کرده‌اند، نگرانی مالی^۳ و نشخوار ذهنی مالی^۴. نگرانی مالی را می‌توان تفکر مکرر و منفی در مورد نامشخص بودن وضعیت مالی (آینده) خود در نظر گرفت، در حالی که نشخوار ذهنی مالی به تفکر تکراری، منفعل و بدبینانه در مورد علل و پیامدهای احتمالی نگرانی‌های مالی اشاره می‌کند که بر احساسات و رویدادهای گذشته تمرکز دارد (فیکسن بام و همکاران^۵، ۲۰۱۷).

این نگرانی‌های مالی می‌تواند بر تصمیمات سرمایه‌گذاران بازار سرمایه اثر معنی‌دار داشته باشد و از این رو بررسی عوامل اثرگذار بر آنها می‌تواند از جنبه‌ی اقتصاد و مالی رفتاری حائز اهمیت باشد. از طرفی اگرچه مطالعات قبلی پیامدهای روانشناختی نگرانی مالی و نشخوار ذهنی را بررسی کرده‌اند اما در اقتصاد ایران مورد عوامل و سازوکارهایی که بر نگرانی مالی و نشخوار ذهنی مالی اثرگذار هستند، بررسی صورت نگرفته است. بنابراین انجام مطالعاتی در مورد مکانیسم‌های مالی اثرگذار بر نگرانی مالی و نشخوار ذهنی مالی دارای اهمیت است. از آنجا که یکی از مهمترین عوامل اثرگذار بر این دو نوع پریشانی افراد در زمینه مالی، شرایط و وضعیت مالی آنها در برهه‌های مختلف زمانی است. از این رو بررسی شرایط گذشته، کنونی و آینده مالی افراد می‌تواند به عنوان عوامل بسیار مهم در اثرگذاری آنها مورد توجه قرار بگیرد.

تمایل به تغییر رفتار مالی یک مقیاس جدید برای ارزیابی انگیزه افراد جامعه و سرمایه‌گذاران برای تغییر رفتار آنها شناخته می‌شود. بنابراین با توجه به اهمیت نگرانی و نشخوار ذهنی مالی و اینکه این مشکل سبب مغشوش شدن موقعیت افراد در آینده می‌شود، این پژوهش با در

1. Bruijn & Antonides

2. Gallup

3. Financial worry

4. Financial rumination

5. Fiksenbaum et al.

نظر گرفتن سرمایه گذاران بورس منطقه ای یزد، به دنبال پاسخی برای این پرسش است که تاثیر وضعیت مالی فرد (گذشته، حال و آینده) و عوامل دموگرافیک موثر بر نگرانی و نشخوار ذهنی مالی به چه صورت است؟

اهداف اصلی این پژوهش بررسی این موضوع چه بعدی است. اولین هدف و هدف اصلی این پژوهش شناسایی اثر شرایط گذشته مالی، کنونی مالی و شرایط آینده مالی فرد بر نگرانی مالی و همچنین نشخوار ذهنی مالی است. برای تحقق این هدف با توجه به تعریف صورت گرفته در خصوص نگرانی مالی و نشخوار مالی، اثر شرایط گذشته مالی بر نشخوار مالی و اثر شرایط آینده مالی فرد بر نگرانی مالی مورد بررسی قرار می گیرد. همچنین اثر شرایط کنونی مالی فرد بر هر دو متغیر نگرانی مالی و نشخوار ذهنی مالی مورد بررسی قرار می گیرد. همچنین ویژگی های جمعیت شناختی سرمایه گذار (سن و سطح تحصیلات) نیز بر نگرانی مالی و همچنین نشخوار مالی مورد بررسی قرار می گیرد.

دومین هدف بررسی اثر شرایط مالی کنونی فرد بر نگرانی مالی و نشخوار ذهنی مالی با در نظر گرفتن نقش میانجی عوامل مالی کنونی است. بنابراین هم اثر مستقیم شرایط مالی کنونی فرد بر نگرانی مالی و نشخوار مالی بررسی و هم اثر غیر مستقیم آن با در نظر گرفتن نقش میانجی واسطه های مالی کنونی فرد مورد بررسی قرار می گیرد. در این زمینه برای اندازه گیری متغیرهای مدل از پرسشنامه استفاده شده است. بر این اساس فرضیه اصلی پژوهش این است که شرایط گذشته، کنونی و آینده فرد، با نگرانی مالی و نشخوار مالی، ارتباط منفی دارند. همچنین عوامل مالی کنونی در ارتباط منفی بین شرایط کنونی و نگرانی مالی و نشخوار مالی نقش میانجی موثری دارد.

ادبیات نظری

دانش مالی رفتاری یک حوزه، تاحدودی جدید و به سرعت در حال گسترش است که به دنبال توضیح تصمیمات اقتصادی افراد با ترکیب نظریه های روانشناسی شناختی و رفتاری با نظریه های اقتصادی و مالی سنتی است (حساس یگانه و همکاران، ۱۳۹۸).

تحلیل رفتار سرمایه گذار یک حوزه علمی جدید در فضای رفتار مالی است که ابزار خوبی برای کسب این دانش به حساب می آید. که عوامل متعددی می تواند بر آن اثرگذار باشد. عوامل روانی بازار،

عوامل اقتصاد کلان، عوامل فرهنگی و اجتماعی از جمله آنها است (ابراهیمی سروعلیا و همکاران، ۱۳۹۵). در الگوی اقتصاد مالی سنتی فرض می‌شود که تصمیم گیرندگان به طور کامل عقلایی عمل کرده و همیشه به دنبال بیشینه کردن مطلوبیت مورد انتظار هستند (برآسود و زمردیان، ۱۳۹۸).

در حالی که در مالی رفتاری عنوان می‌شود که برخی پدیده‌های مالی را می‌توان با به کارگیری مدل‌هایی که در آنها برخی عوامل موجود در اقتصاد کاملاً عقلایی نیستند، درک کرد. مطالعات رفتاری به بررسی این مساله به شیوه‌ای واقعی‌تر می‌پردازد. شرایط مبهم آتی و اشتباهات شناختی که در روانشناسی انسان ریشه دارد، باعث می‌شود سرمایه گذاران در شکل‌گیری انتظارات، تصمیم‌گیری و قضاوت، اشتباهات سیستماتیک داشته و با سوگیری‌های شناختی روبرو شوند (گرچی زاده و خان محمدی، ۱۳۹۶).

در این خصوص دو مفهوم نشخوار ذهنی مالی و نگرانی مالی دارای اهمیت هستند و در تصمیم‌گیری سرمایه گذاران می‌توانند اثر گذار باشند. نشخوار در روانشناسی به عنوان تمرکز اجبار گونه توجه یک فرد بر علائم و علل یک پریشانی و توجه به دلایل آن و نتایج آن به جای تمرکز بر راه‌های حل آن تعریف شده است. نشخوار ذهنی را می‌توانیم مثل «نگرانی» در نظر بگیریم البته با این تفاوت که نشخوار ذهنی بر احساسات بد و تجارب گذشته تمرکز دارد در حالی که نگرانی بر امکان بالقوه وقوع حوادث بد در آینده تمرکز می‌کند. هم نشخوار ذهنی و هم نگرانی مرتبط با اضطراب و سایر وضعیت‌های منفی هیجانی هستند. نشخوار فکری به طور گسترده‌ای به عنوان یک عامل آسیب‌پذیر شناختی و به عنوان زمینه‌ای برای افسردگی مورد پژوهش قرار گرفته است. با این حال، معنی نشخوار ذهنی در نظر تئوری‌های مختلف به معانی متفاوتی تعریف شده و معیارهای در نظر گرفته شده برای آن یکسان‌سازی شده نیست. عادت به نشخوار ذهنی می‌تواند برای سلامت ذهنی خطرناک باشد چون می‌تواند توانایی تمرکز و تفکر را ضعیف کند و احتمال ابتلا به افسردگی را بیشتر کند هم چنین ممکن است باعث منزوی‌تر شدن و کاهش ارتباط با دیگر افراد شود (علیخانی و امیری مجد، ۱۳۹۸). یکی از راه‌هایی که احساسات می‌توانند رفتار و پردازش اطلاعات را هدایت کنند، گرایش‌های عملی و فکری است. هیجان‌های ترس و نگرانی، باعث فرار و کناره‌گیری می‌شوند. بنابراین هیجان نگرانی می‌تواند نشخوار فکری و مالی مربوط به واقعه و چگونگی کنترل آن را ایجاد کند. احساسات و سیستم

پردازش اطلاعات با هم در ارتباطند و هیجانات می‌توانند بر توجه، یادگیری و حافظه تأثیر بگذارند. افرادی که سبک پاسخ نشخوار فکری دارند، بدون اینکه به حل مشکل پردازند، خود را از دیگران جدا می‌کنند و در مورد ریشه ناراحتی خود فکر می‌کنند. این افراد در مورد نشخوار فکری و مالی و حالات ذهنی خود هم نگران هستند. آنها به استفاده از نشخوار فکری و مالی در پاسخ به خلق منفی و رفتارهای متفاوت مالی تمایل دارند، خود نشخوار نیز اثرات منفی را برجسته می‌کند و در نتیجه تمرکز و عملکرد فرد مختل می‌شود (زمستانی و همکاران، ۱۳۹۵).

همچنین در سال‌های اخیر، بحران‌های مالی به‌طور متداول در کشورهای مختلف با بازارهای نوظهور (و اقتصادهای در حال گذار) اتفاق افتاده است که این بحران‌ها همراه با آثار مخربی برای اقتصادهای یادشده بوده است (فیکسن بام و همکاران، ۲۰۱۷). همچنین می‌تواند این اثرات بر چگونگی مدیریت شرکت‌ها و نگاه‌های اقتصادی نیز اثر منفی بگذارد، یعنی از یک طرف اثرات فردی و از طرف دیگر اثرات مدیریتی بر شرکتها داشته باشد (دهقان خاوری و همکاران، ۱۴۰۰). اما از جنبه فردی با توجه به اثرات زیان‌بار بحران‌ها و تهدیدهای مالی در سال‌های اخیر، ارزیابی تأثیر این عوامل بر رفتار سرمایه‌گذاران ضروری هست. عمده شواهد حاکی از رفتاری هیجانی از سوی سرمایه‌گذاران بورس در معاملات سهام، چه در هنگام انتشار اخبار خروج بحران مالی جهانی و چه سخت‌تر از آن، هنگام انتشار اخبار بروز بحران مالی جهانی در بورس اوراق بهادار ایران بود (دوستار و همکاران، ۱۳۹۸).

در این میان باید نقش پیشینه مالی و همچنین دانش مالی را بر نگرانی مالی و نشخوار مالی در نظر گرفت. پژوهش‌های قبلی دریافته‌اند که حالات هیجانی می‌توانند اهداف، نگرش‌ها و بینش افراد را تغییر دهند. این مسئله مورد قبول اکثریت است که تصمیم‌گیری می‌تواند تحت تأثیر حالات هیجانی باشد که موجب تفاوت در شیوه ارزیابی افراد از رویدادها می‌شود (کمالی اردکانی و رجبی قیری، ۱۳۹۴).

از این نظر وقتی فرد مضطرب می‌شود، درک ریسک در یک موقعیت به خاطر دل‌مشغولی بیش‌ازحد به پیامدهای زیان افزایش می‌یابد. این مسئله در ارزیابی هیجانات دارای اهمیت است که مشخص شود فرد در زمان‌ها و شرایط مختلف به چه میزان حالات هیجانی را تجربه می‌کند

و در واکنش نسبت به این هیجانات خاص چه تفاوت‌های فردی دارد، این موارد همان ویژگی‌های شخصیتی او هستند (اوپیران^۱، ۲۰۱۴).

پژوهش‌های صورت گرفته در زمینه مالی رفتاری نشان می‌دهد که زمینه، تجربیات و خصوصیات روان‌شناختی (سلامتی، رضایت و ...) سرمایه‌گذار از جمله عواملی است که قضاوت، ارزیابی و تصمیمات سرمایه‌گذاران را تحت تأثیر قرار داده و نقش مهمی را در تصمیمات اتخاذ شده در فرآیند تخصیص دارایی ایفا می‌کند. از این رو ابعاد روانشناسی سرمایه‌گذار، عقاید، ترجیحات و نیز خصوصیات خاص هر سرمایه‌گذار مواردی است که مشاورین سرمایه‌گذاری و همچنین خود سرمایه‌گذاران باید از آن مطلع باشند (فیکسن بام و همکاران، ۲۰۱۷).

با توجه به موارد بیان شده، افراد همواره عقلایی عمل نمی‌کنند و بیشتر رفتاری غیرمنتظره از خود نشان می‌دهند. همچنین احساسات در شرایط بحرانی نقشی مهم در تصمیم‌گیری‌ها ایفا می‌کنند. همچنین از آنجایی که طبق تعریف، نگرانی و نشخوار فکری از نظر جهت‌گیری زمانی متفاوت هستند، بنابراین بعد زمانی از مهمترین عوامل موثر بر آنها می‌تواند، باشد. به عنوان نمونه شوک‌های منفی مالی گذشته می‌تواند موجب افزایش اختلالات روانی فرد شود که خود موجب گسترش نشخوار ذهنی مالی می‌شود. به طور مشابه این ارتباط میان بعد زمانی آینده با نگرانی‌های مالی می‌تواند وجود داشته باشد. از این رو سه بعد زمانی در تحلیل پیشینه مالی متمایز می‌شود. بعد گذشته که اشاره به تغییرات رخ داده در وضعیت مالی فرد در گذشته دارد. بعد آینده، اشاره به تغییرات آتی در وضعیت مالی فرد دارد. و بعد حال، اشاره به وضعیت مالی فعلی فرد دارد که برپایه مدل مفهومی ارائه شده می‌توان با سطح درآمد فرد و تغییرات آن مورد ارزیابی قرار داد. به طور خلاصه وضعیت مالی فرد از سه بعد زمانی مورد توجه قرار می‌گیرد. برای اندازه‌گیری تغییرات گذشته و آینده در وضعیت مالی فرد می‌توان از شاخص احساسات مصرف‌کننده (ICS^۲) میشیگان استفاده کرد که اندازه‌گیری تغییرات گذشته و مورد انتظار در وضعیت مالی خانوار را مورد استفاده قرار می‌دهد. این شاخص برای تغییرات گذشته از عبارت

1. Oprean

2. Index of Consumer Sentiment

وضعیت مالی خانوار در ۱۲ ماه گذشته (۱=بدتر شده و ۵=بهبود یافته) و به طور مشابه برای آتی استفاده می‌کند. این آیتم ها که توسط کلاستدت، لین و هانا^۱ (۲۰۱۵) به صورت روان سنجی ارزیابی شده اند، به طور گسترده به عنوان معیارهای تغییرات گذشته و مورد انتظار در وضعیت مالی مصرف کننده استفاده می‌شوند (تاوونی و همکاران^۲، ۲۰۱۹).

در خصوص متغیر میانجی مدل می‌توان گفت عوامل مالی شخص در وضع کنونی را می‌توان در چهار بحث دنبال کرد. به بیان دیگر عوامل مالی شخص در وضع کنونی در قالب چهار مفهوم، تبیین می‌شود. درآمد، تعادل دخل و خرج، ذخیره یا سپر مالی، بدهی‌های شناسایی شده که منعکس کننده سه بعد ثروت، درآمد و مخارج نسبت به درآمد هستند که نشانگر وضعیت مالی فعلی فرد است. علت وضعیت نامطلوب این شاخص‌های مالی می‌تواند یک وضعیت نامطلوب در گذشته باشد، که ممکن است افکار و احساسات مربوط به نشخوار ذهنی مالی را برانگیزد بنابراین بر این متغیر ذهنی اثرگذار هست. همچنین وضعیت فعلی آنها ممکن است پیامدهای منفی برای آینده داشته باشد و به طور بالقوه افکار و احساسات مرتبط با نگرانی مالی را برانگیزد. به دین صورت عوامل مالی کنونی می‌تواند بر هر دو اثرگذار باشد. اکنون توضیحی از متغیرهای یادشده بیان می‌شود:

تعادل دخل و خرج به تعادل بین درآمدها و مخارج زندگی مرتبط است و نشان دهنده توانایی تامین مخارج زندگی است. به عبارت دیگر به اندازه کافی پول برای خرید چیزهای مورد نیاز خود داشته باشید. همچنین ذخیره یا سپر مالی، دیوار مالی است که میان فرد و ناامنی اقتصادی آن فرد ایجاد می‌شود و نقش ضربه گیر در مقابل شوک یا مخارج پیش بینی نشده دارد. ذخیره مالی بیشتر به صورت نقدی سرمایه گذاری نمی‌شود. در عوض، سرمایه گذاری در سهام یا سایر دارایی‌هایی است که بازده مناسبی را با گذشت زمان فراهم می‌کند. در نهایت بدهی‌های شناسایی شده، به مجموعه بدهی‌های مالی فرد در زندگی روزمره به افراد، بانک‌ها و سایر موسسات که در تصمیم گیری در مورد خرج درآمد تاثیر گذار است، گویند (بریجن و انتونیدس، ۲۰۲۰).

1. Kellstedt, Linn, and Hannah

2. Tauni et al.

پیشینه پژوهش

عسگری و سلیمی (۱۳۹۹) در مطالعه خود به مطالعه تاثیر رفتارهای فرصت طلبانه بر عملکرد مالی و غیراقتصادی پرداخته و نقش میانجی اعتماد میان فردی و میان سازمانی، تعهد و سرمایه گذاری در روابط خاص را بررسی شده است. جامعه آماری کسب و کارهای استفاده کننده از نرم افزار شرکت ورائگر و حجم نمونه ۳۸۴ نفر از کارکنان شاغل این کسب و کارها است. یافته های این مطالعه نقش میانجی عوامل نگرشی و رفتاری مورد مطالعه را بر عملکرد غیرمالی این کسب و کارها تایید کردند.

میرجلیلی و همکاران (۱۳۹۹) در پژوهش خود به موضوع مالی رفتاری و تاثیر آن بر تصمیم گیری سرمایه گذاران اوراق بهادار در ایران پرداخته اند. هدف این مقاله مرور ابعاد و رویکردها در حوزه دانش مالی رفتاری و شناسایی عوامل انسانی موثر بر شناخت و پیش بینی بازارهای مالی و تاثیر آن بر دیدگاه افراد در سرمایه گذاری مطمئن تر است. نتایج نشان دهنده آن است که نظریه مالی رفتاری نقشی تعیین کننده و بااهمیت در تبیین رفتار و تصمیم گیری سرمایه گذاران در بازار و همچنین آثار آن بر رفتار بازارهای مالی دارد.

دوستار و همکاران (۱۳۹۸)، در مطالعه خود به بررسی تاثیر رفتار توده وار در ریسک پذیری مدیران شرکت های سرمایه گذاری در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته اند. هدف از انجام پژوهش، بررسی تاثیر رفتار توده وار مدیران شرکت های سرمایه گذاری در ریسک پذیری آنها است. برای تحلیل فرضیه های ارائه شده در قالب الگوی مفهومی پژوهش، از روش الگوسازی معادلات ساختاری با رویکرد حداقل مربعات جزئی استفاده شد. نتایج نشان دهنده این است که بین ریسک پذیری و رفتار توده وار مدیران شرکت های سرمایه گذاری، رابطه ای معکوس وجود دارد.

صادقی و باغبان (۱۳۹۷) در پژوهشی به بررسی تاثیر تورش های رفتاری سرمایه گذاران بر تصمیم گیری مالی (مورد مطالعه: سرمایه گذاران بانک گردشگری تهران) انجام دادند. جامعه آماری این پژوهش متقاضیان سهام و سهامداران بانک گردشگری در فراپورس هستند. نتایج پژوهش نشان داد سه تورش پس نگر، پشیمان گریزی و ابهام گریزی اساس تحلیل و بررسی های اکثریت به اتفاق فعالان بازار سرمایه است، تورش هایی است که باید به آنها پرداخته شود.

قالمق و همکاران (۱۳۹۶)، در پژوهشی به بررسی رابطه بین میزان سواد مالی سرمایه گذاران بورس اوراق بهادار تهران و تورش های رفتاری آن ها پرداخته اند. هدف اصلی این پژوهش، معرفی معیارهایی برای سنجش میزان سواد مالی سرمایه گذاران و سپس بررسی رابطه آن با تورش های رفتاری است. این پژوهش برای یک دوره ۲ ساله از سال ۱۳۹۴ تا ۱۳۹۵ و در قلمرو مکانی بورس اوراق بهادار تهران و کارگزاران و شرکت های سرمایه گذاری فعال در این بازار انجام شده است. نتایج نشان دهنده ی آن است که میان میزان سواد مالی سرمایه گذاران و تورش های رفتاری آن ها رابطه معنی دار وجود دارد.

خان و همکاران^۱ (۲۰۲۰)، در پژوهش خود به بررسی تأثیر بازده های پورتفوی گذشته بر مبنای مکانیسم های روانشناسی زیربنایی بر رفتار مالی معامله گران سهام در بورس اوراق بهادار مالزی پرداختند. نتایج این مطالعه با استفاده از مدل سازی معادلات ساختاری مبتنی بر کوواریانس و آزمونهای میانجی گری چندگانه با مجموعه ای از سرمایه گذاران خرد مالزی، نشان داد که خطا در دستکاری اطلاعات سبب بروز مولفه های خوش بینی، اعتماد به نفس و نگرش ریسک پذیری می شود.

آیدمیر و همکاران^۲ (۲۰۱۸) در پژوهشی به این پرسش پاسخ داده اند که آیا ویژگی های فردی با نقش واسطه دانش رفتاری بر ریسک مالی تأثیر گذار است؟ این پژوهش با در نظر گرفتن ۴۹۶ سرمایه گذار و با استفاده از روش معادلات ساختاری، به بررسی تأثیر متغیرهای پژوهش پرداخته شده است. نتایج پژوهش بیانگر این است که هوش هیجانی و منبع کنترل تأثیر مثبتی بر ریسک پذیری مالی داشته و ریسک گریزی تأثیر منفی بر سرمایه گذاری مالی دارد.

فیکسن بام و همکاران (۲۰۱۷)، در تحقیقی به تهدیدات مالی و تغییر مالی رفتاری پرداختند. هدف این پژوهش بررسی تأثیر شرایط استرس و ریسک و خشم بر موقعیت مالی اکنون و آینده فرد سرمایه گذار بوده است. این پژوهش عوامل پیش بینی کننده و نتایج تهدیدات مالی بر رفتار مالی سرمایه گذار را در یک مدل معادلات ساختاری در نرم افزار PLS مورد بررسی قرار داده

1. Khan et al.

2. Aydemir et al.

است. نتایج نشان می‌دهد بدهی، استرس و دشواری‌های موجود از پیش‌بینی کننده‌های تهدیدات مالی هستند و روابط آن‌ها بر تمایل به تغییر رفتار مالی (افزایش درآمد، هزینه و کاهش بدهی)، اقدامات شغلی و روانشناسی اضطراب اثرگذار است.

گامبیتی و گیوسبرتی^۱ (۲۰۱۲)، در پژوهش خود به تأثیر ویژگی‌های خشم و اضطراب بر تصمیمات سرمایه‌گذاری پرداختند. نتایج نشان داد که ویژگی خشم، تصمیمات پرریسک را پیش‌بینی می‌کند. از این رو خشم با تمایل به سرمایه‌گذاری در انواع مختلف سهام، ترجیح دادن سرمایه‌گذاری‌های میان‌مدت و بلندمدت و برآورد بالای قابلیت پیش‌بینی روند تغییرات قیمت سهام ارتباط مثبتی دارد.

شو^۲ (۲۰۱۰)، در پژوهش خود به ارتباط وضعیت روحی سرمایه‌گذار و بازار سرمایه پرداخته است. نتایج به‌دست‌آمده نشان می‌دهند که میزان قیمت اوراق بهادار و قیمت سرمایه هر دو با وضعیت روحی سرمایه‌گذار رابطه مستقیم دارند، در این رابطه قیمت بالاتر دارایی به وضعیت روحی بهتر سرمایه‌گذار مربوط است. بالعکس میزان مورد انتظار برای بازگشت سهام با وضعیت روحی سرمایه‌گذار رابطه عکس دارد.

روش شناسی پژوهش

به منظور اعتبار سنجی ارزش محتوایی هر یک از شاخص‌ها در اندازه‌گیری مفاهیم طرح شده، به روش مدل معادلات ساختاری، اعتبار مدل طراحی شده مورد آنالیز قرار می‌گیرد. یک مدل کامل معادلات ساختاری آمیزه‌ای از نمودار مسیر و تحلیل عاملی تاییدی است. در پژوهش‌هایی که هدف، آزمون مدلی خاص از رابطه بین متغیرها است، از این روش استفاده می‌شود (مانیان و همکاران، ۱۳۸۶).

یکی از قوی‌ترین و مناسب‌ترین روش‌های تجزیه و تحلیل در پژوهش‌های علوم رفتاری و اجتماعی، تجزیه و تحلیل چند متغیره است، زیرا ماهیت این گونه موضوعات چند متغیره بوده و

1. Gambeti and Giusberti

2. Shu

نمی‌توان آن‌ها را با شیوه دو متغیری حل کرد. تجزیه و تحلیل ساختارهای کواریانس یا مدل‌سازی علی یا مدل معادلات ساختاری، یکی از اصلی‌ترین روش‌های تجزیه و تحلیل ساختارهای داده‌ای پیچیده است و به معنی تجزیه و تحلیل متغیرهای مختلفی است که در یک ساختار مبتنی بر تئوری، تاثیرات همزمان متغیرها را بر هم نشان می‌دهد.

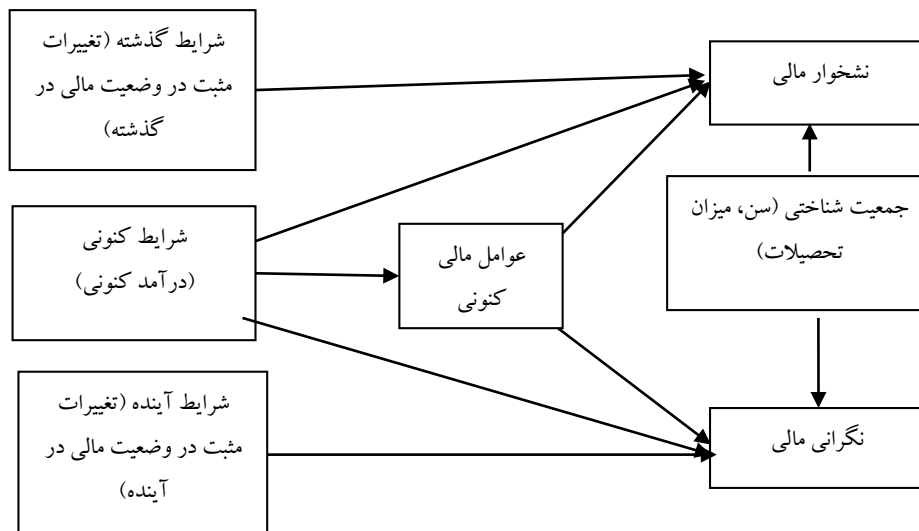
روش حداقل مربعات جزئی پیش فرض در مورد نوع توزیع متغیرهای اندازه‌گیری نیاز ندارد. از این رو برای داده‌هایی با توزیع غیر نرمال یا با توزیع نامعلوم مناسب و کاربردی است. در مواردی که متغیرهای اندازه‌گیری متغیرهای ادراکی هستند که در مقیاس لیکرت تعریف شده‌اند. آن‌ها توزیع نامعلومی دارند و به دلیل عدم نرمال بودن آن‌ها، روش حداقل مربعات جزئی نسبت به روش‌های کواریانس محور برتری دارد (شین، ۱۹۹۸).

تجزیه و تحلیل داده‌ها

در این پژوهش توصیف داده‌های دموگرافیک پژوهش با استفاده از آمار توصیفی، جداول فراوانی و نمودارهای دایره‌ای و میله‌ای انجام شده و داده‌ها با استفاده از نرم‌افزار SPSS22 تجزیه و تحلیل شد، تایید روابط بین متغیرها و عوامل از طریق تحلیل عاملی تاییدی و تکنیک مدل‌سازی PLS با استفاده از نرم‌افزار SMART PLS2 که یک فن مدل‌سازی مسیر واریانس محور است و امکان بررسی نظریه و سنج‌ها را به طور همزمان فراهم می‌سازد، از این روش در مواردی که مدل پیچیده یا حجم نمونه کوچک بوده و یا توزیع متغیرها نرمال نباشد، استفاده می‌شود و به منظور آزمون فرضیه‌ها با هدف سنجش روابط همزمان، مستقیم یا غیر مستقیم میان متغیرها استفاده خواهد شد. در مدل‌های PLS دو مدل آزمون می‌شود. مدل بیرونی هم‌ارز مدل اندازه‌گیری و مدل درونی مشابه مدل ساختاری در مدل‌های معادلات ساختاری است. مدل بیرونی نشانگر بارهای عاملی متغیرهای مشاهده شده است.

با توجه به موارد گفته شده در بخش ادبیات نظری مدل مفهومی پژوهش حاضر به صورت

زیر است:



شکل ۱. مدل پژوهش (بریجن و انتونیدس، ۲۰۲۰، جوهار و همکاران^۱، ۲۰۱۵، مریانوویچ و همکاران^۲، ۲۰۱۳)

مریانوویچ و همکاران، ۲۰۱۵، گاسیوروسکا^۳، ۲۰۱۴ و کلسنت و همکاران، ۲۰۱۵، تاوونی و همکاران، ۲۰۱۹).

پژوهش حاضر از نظر هدف در زمره پژوهش‌های کاربردی تعریف می‌شود، زیرا به بررسی ساخت‌های نظری در بافت‌ها و موقعیت‌های عملی و واقعی می‌پردازد و در پی راهکاری برای بهبود شناخت نگرانی و نشخوار مالی سرمایه‌گذاران حقیقی در بورس اوراق بهادار است. همچنین از نظر چگونگی به دست آوردن داده‌های علمی، در زمره پژوهش‌های پیمایشی قرار می‌گیرد، چرا که برای بررسی هر کدام از سنجه‌ها و متغیرها، از ابزار پرسشنامه استفاده شده است. همچنین پژوهش از نظر ماهیت کمی است و یک پژوهش میدانی نامیده می‌شود. ابزار جمع‌آوری اطلاعات پرسشنامه استاندارد خواهد بود و پرسشنامه پژوهش حاضر شامل اطلاعات دموگرافیک و ۳۴ پرسش از متغیرهای پژوهش بوده است. در پرسشنامه پژوهش حاضر، به منظور پاسخگویی به پرسش‌های برای کلیه متغیرها از طیف پنج گزینه‌ای لیکرت استفاده شده است. پرسشنامه تدوین و توزیع شده شامل ۷ متغیر بوده که جدول ۱ خلاصه ساختار پرسشنامه و پرسش‌های مرتبط با هر یک از متغیرها نشان داده شده است.

1. Johar et al.
2. Marjanovic et al.
3. Gasiorowska

جدول ۱. متغیرها و پرسش های مدل

شرایط	شرایط مالی خانواده در گذشته دارای رشد صعودی بوده است.
گذشته	درآمد خالص خانواده در گذشته دارای رشد صعودی بوده است.
شرایط کنونی	شرایط مالی خانواده در حال حاضر دارای رشد صعودی است.
	درآمد خالص خانواده در حال حاضر دارای رشد صعودی است.
شرایط آینده	شرایط مالی خانواده در آینده دارای رشد صعودی خواهد بود.
	درآمد خالص خانواده در آینده دارای رشد صعودی خواهد بود.
جواب های مالی خانوار دقیقی مالی نگرانی	اگر منبع اصلی درآمد خانوار خود را از دست بدهید، خانواده شما تا ۶ ماه می تواند ادامه دهد.
	اگر منبع اصلی درآمد خانوار خود را از دست بدهید، خانواده شما تا ۶ ماه می تواند بدون قرض گرفتن، ادامه دهد.
	۹. تأمین هزینه های زندگی و پرداخت تمام قبوض برای یک ماه برای شما به آسان صورت می گیرد.
	دغدغه برای پرداخت هزینه های جاری در شرایط فعلی در زندگی خود ندارید.
	وضعیت بدهی های جاری مطلوب است.
	در پرداخت وام های دریافتی مشکلی ندارید
	به ندرت از نظر مالی از خودتان ناراحت می شوید
	وقتی به مسائل مالی خود فکر می کنید، احساس ناراحتی می کنید.
	وقتی به مسائل مالی خود فکر می کنید، عصبانی می شوید.
	یادآوری مربوط به امور مالی، باعث ناخوشایندی و محدود شدن لذت از زندگی می شود.
جواب های مالی خانوار دقیقی مالی نگرانی	نمی توان به مسائل مالی خود فکر نکرد
	به سختی می توان، در مورد مسائل مالی خود فکر نکرد
	مسائل مالی هرگز از ذهن شما خارج نمی شود
	به ندرت در مورد مسائل مالی خود به فکر فرو می روید
	نگرانی خود را بارها و بارها در خصوص مسائل مختلف مالی خود در ذهن، مرور می کنید
	سعی می کنید دلایل وضعیت مالی خود را بیابید
	حواسم اغلب از افکار در مورد مسائل مالی، پرت می شوم.
	تمرکزتان را به ندرت به دلیل مسائل مالی از دست می دهید
	وقتی به وضعیت مالی خود فکر می کنید، بی خیال می شوید
	وقتی به آینده مالی خود فکر می کنید، احساس ناامنی می کنید
جواب های مالی خانوار دقیقی مالی نگرانی	وقتی به مسائل مالی خود فکر می کنید، احساس آرامش می کنید
	وقتی به مسائل مالی خود فکر می کنید، احساس اضطراب می کنید.
	هرگز احساس نگرانی ندارید که آیا می توانم قبض هایم را پرداخت کنم.
	مدام به مشکلات و مسائل آینده مالی خود فکر می کنید.
جواب های مالی خانوار دقیقی مالی نگرانی	اغلب متعجب هستید که پول کافی برای تأمین هزینه های زندگی دارید
	در مورد چگونگی حل مشکلات مالی بسیار فکر می کنید
منبع: دی بریجن و انتونیدس، ۲۰۲۰، جوهار و همکاران، ۲۰۱۵، مریانوویچ و همکاران، ۲۰۱۳، مریانوویچ و همکاران، ۲۰۱۵،	
گاسیوروسکا، ۲۰۱۴، کلست، ۲۰۱۵	

روایی صوری پرسشنامه مورد استفاده در این پژوهش به تأیید چند تن از خبرگان امر و استادان دانشگاه و همین طور کارشناسان رسیده است تا پرسش‌هایی که در اختیار پاسخ دهندگان قرار می‌گیرد هیچ گونه ابهام یا نارسایی نداشته باشد و در واقع آنچه مورد نظر است، بدست آید. برای پایایی پرسشنامه مقدار آلفای کرونباخ اندازه گیری شد. اگر ضریب آلفا بیشتر از ۰/۷ باشد پرسشنامه از پایایی قابل قبولی برخوردار است. جدولی که در ادامه آمده است آلفای کرونباخ و تعداد پرسش‌های مربوط به کل پرسشنامه و متغیرهای پرسشنامه را ارائه می‌دهد. از آن جایی که مقدار آلفای کرونباخ کل پرسشنامه و متغیرها بزرگتر از ۰/۷ است، بنابراین آزمون از پایایی قابل قبولی برخوردار است.

جدول ۲. محاسبه پایایی پرسش‌های پرسشنامه

متغیر	شماره پرسش‌های پرسشنامه	تعداد پرسش	آلفای کرونباخ
شرایط گذشته (تغییرات مثبت در وضعیت مالی در گذشته)	۱ تا ۲	۲	۰/۹۵۶
شرایط کنونی (درآمد کنونی)	۳ تا ۴	۲	۰/۹۵۴
شرایط آینده (تغییرات مثبت در وضعیت مالی در آینده)	۵ تا ۶	۲	۰/۸۰۴
عوامل مالی کنونی	۷ تا ۱۲	۶	۰/۸۶۱
نشخوار ذهنی مالی	۱۳ تا ۲۴	۱۲	۰/۹۲۷
نگرانی مالی	۲۵ تا ۳۲	۸	۰/۹۱۱
جمعیت شناختی (سن، میزان تحصیلات)	۳۳ تا ۳۴	۲	۰/۹۶۹
کل پرسشنامه	-	۳۴	۰/۹۰۱

منبع: یافته‌های پژوهش

در این بخش از تجزیه و تحلیل آماری به بررسی چگونگی توزیع نمونه‌های آماری پرداخته می‌شود. همچنین جداول و نمودارهای مربوطه در پیوست ارائه شده است.

جدول ۳. مشخصات دموگرافیک

متغیر	گروه	فراوانی	درصد
جنسیت	مرد	۸۳	۶۷/۵
	زن	۴۰	۳۲/۵
وضعیت تاهل	مجرد	۴۹	۳۹/۸
	متاهل	۷۴	۶۰/۲
جمع		۱۲۳	۱۰۰

منبع: یافته‌های پژوهش

مدل بیرونی (مدل اندازه گیری)

در روش شناسی مدل معادلات ساختاری، ابتدا به ساکن لازم است تا روایی سازه مورد مطالعه قرار گرفته تا مشخص شود گویه های انتخاب شده برای اندازه گیری متغیرهای مورد نظر خود از دقت لازم برخوردار هستند. برای این منظور از تحلیل عاملی تاییدی (CFA)، استفاده می شود. به این شکل که بار عاملی هر گویه با متغیر خود دارای مقدار t بالاتر از ۱/۹۶ باشد. در این صورت این گویه از دقت لازم برای اندازه گیری آن سازه یا متغیر مکنون برخوردار است، در جداول زیر مقادیر بار عاملی برای آیتم های هر متغیر مکنون، آورده شده است.

جدول ۴. تحلیل عاملی تاییدی (مقادیر بار عاملی و مقدار t) برای متغیرهای مدل پژوهش

متغیر	گویه	بار عاملی	خطای استاندارد	آماره t
شرایط گذشته (تغییرات مثبت در وضعیت مالی در گذشته) (PP)	Q1	۰/۸۵۷	۰/۰۲۱	۳۹/۶
	Q2	۰/۸۷۶	۰/۰۱۵	۵۷/۱۶
شرایط کنونی (درآمد کنونی) (PI)	Q3	۰/۸۷۰	۰/۰۱۷	۴۹/۰۴
	Q4	۰/۸۹۶	۰/۰۱۳	۶۴/۰۰۸
شرایط آینده (تغییرات مثبت در وضعیت مالی در آینده) (PF)	Q5	۰/۸۴۲	۰/۰۱۷	۴۶/۸
	Q6	۰/۸۹۱	۰/۰۱۴	۶۳/۰۳
عوامل مالی کنونی (CF)	Q7	۰/۹۳۶	۰/۰۱	۹۱/۴
	Q8	۰/۸۴۷	۰/۰۱۹	۴۳/۰۶
	Q9	۰/۸۴۶	۰/۰۲	۴۲/۲
	Q10	۰/۷۰۷	۰/۰۴۴	۱۵/۸
	Q11	۰/۶۸۲	۰/۰۴۸	۱۴/۰۱
	Q12	۰/۷۵۰	۰/۰۴۲	۱۷/۵
نشخوار ذهنی مالی (FR)	Q13	۰/۸۲۵	۰/۰۲۵	۳۲/۳
	Q14	۰/۷۴۳	۰/۰۴۱	۱۷/۷
	Q15	۰/۷۶۹	۰/۰۳۲	۲۳/۸
	Q16	۰/۴۷۹	۰/۰۹	۵/۲۷
	Q17	۰/۸۳۱	۰/۰۲۲	۳۶/۶
	Q18	۰/۹۰۱	۰/۰۱۵	۵۹/۲
	Q19	۰/۹۳۵	۰/۰۰۸	۱۰۸/۲
	Q20	۰/۹۵۹	۰/۰۰۴	۱۰۹/۹

متغیر	گویه	بار عاملی	خطای استاندارد	آماره t
	Q21	۰/۹۱۷	۰/۰۱	۸۶/۸
	Q22	۰/۹۸۷	۰/۰۰۲	۹۸/۸
	Q23	۰/۹۷۵	۰/۰۰۳	۱۰۴/۳
	Q24	۰/۹۴۶	۰/۰۰۶	۱۰۶/۶
نگرانی مالی (FW)	Q25	۰/۹۴۷	۰/۰۰۶	۱۱۵/۶
	Q26	۰/۹۷۵	۰/۰۰۲	۱۰۳/۵
	Q27	۰/۹۲۸	۰/۰۱	۹۱/۸
	Q28	۰/۹۵۲	۰/۰۰۷	۱۰۸/۵
	Q29	۰/۹۶۰	۰/۰۰۵	۱۱۴/۷
	Q30	۰/۹۶۴	۰/۰۰۴	۱۰۵/۹
	Q31	۰/۹۵۰	۰/۰۰۵	۱۰۳/۵
	Q32	۰/۸۸۷	۰/۰۱۵	۵۸/۵
	Q33	۰/۹۷۲	۰/۰۰۴	۱۲۶/۹
جمعیت شناختی (SD)	Q34	۰/۸۶۱	۰/۰۱۹	۴۴/۰۵

منبع: یافته های پژوهش

همگی گویه‌ها دارای آماره t بزرگتر از مقدار ۱/۹۶ بودند پس هیچ کدام از گویه‌ها از مدل حذف نمی‌شوند. از این رو، کار را با همه گویه‌ها (پرسش‌ها) ادامه داده و به بررسی مدل می‌پردازیم. از طرفی بر اساس بارهای عاملی، شاخصی که بیشترین بار عاملی را داشته باشد، در اندازه‌گیری متغیر مربوطه سهم بیشتری دارد و شاخصی که ضرایب کوچک‌تری داشته باشد، سهم کمتری در اندازه‌گیری سازه وابسته، ایفا می‌کند.

ارزیابی برازش مدل بیرونی

پایایی و روایی همگرا

در مدل معادلات ساختاری افزون بر روایی سازه که برای بررسی اهمیت گویه‌های انتخاب شده برای اندازه‌گیری متغیرها به کار می‌رود، روایی تشخیصی نیز مورد نظر است، به این معنا که گویه‌های هر متغیر در نهایت تفکیک مناسبی را به لحاظ اندازه‌گیری نسبت به متغیرهای دیگر مدل فراهم آورند. به عبارت ساده‌تر هر گویه تنها متغیر خود را اندازه‌گیری کند و ترکیب

آنها به گونه ای باشد که تمام متغیرها به خوبی از یکدیگر تفکیک شوند. این فرایند با کمک شاخص میانگین واریانس استخراج شده (AVE) مشخص می شود. ضرایب AVE نشان می دهند که چه درصدی از واریانس ساختار یا متغیر مدل، به وسیله یک گویه مجزا تشریح شده است. ساختارها یا متغیرهای مدل، دارای میانگین واریانس استخراج شده (AVE) بالاتر از شاخص معیار ۰,۵ که توسط باگزی و یی^۱ معرفی شده، بزرگتر هستند. بنابراین نتیجه گرفته می شود که گویه ها می توانند به اندازه کافی واریانس متغیرهای مدل پژوهش را تشریح کنند. در مدل اندازه گیری، هماهنگی درونی مدل یا میزان پایایی، با محاسبه پایایی مرکب سنجیده می شود. ضرایب پایایی در جدول زیر نشان داده شده است. در مدل همه ساختارهای مدل دارای پایایی مرکب بالایی هستند و از شاخص معیار ۰,۶ که توسط باگزی و یی معرفی شده، بزرگتر هستند. پایایی مرکب نشان دهنده پایایی درونی بالای داده های پژوهش است. همچنین مقداری آلفای کرونباخ بالاتر از ۰,۷ نشانگر پایایی قابل قبول است.

جدول ۵. مقادیر AVE و میزان شاخص های پایایی

متغیر	AVE	پایایی مرکب	آلفای کرونباخ	ضریب تعیین
نگرانی مالی (FW)	۰/۷۹۰	۰/۹۳۷	۰/۹۱۱	۰/۲۰۰۷
نشخوار مالی (FR)	۰/۸۲۲	۰/۹۴۸	۰/۹۲۷	۰/۳۵۶
عوامل مالی کنونی (CF)	۰/۶۴۷	۰/۹۰۵	۰/۸۶۱	۰/۴۸۰
شرایط گذشته (تغییرات مثبت در وضعیت مالی در گذشته) (PP)	۰/۷۲۱	۰/۹۶۲	۰/۹۵۷	-
شرایط کنونی (درآمد کنونی) (PI)	۰/۶۱۸	۰/۹۵۸	۰/۹۵۴	-
شرایط آینده (تغییرات مثبت در وضعیت مالی در آینده) (PF)	۰/۶۱۴	۰/۸۶۱	۰/۸۰۴	-
جمعیت شناختی (SD)	۰/۷۱۲	۰/۹۷۸	۰/۹۶۹	-

منبع: یافته های پژوهش

روایی واگرا

روایی واگرا از دو طریق سنجیده می شود. یکی روش بارهای عاملی متقابل است که میزان همبستگی بین شاخص های یک سازه را با همبستگی آنها با سازه های دیگر مقایسه می کند و

روش دیگر معیار پیشنهادی فورنل و لارکر است که در این پژوهش مورد استفاده قرار گرفته است.

جدول ۶. روایی واگرا فورنل و لارکر

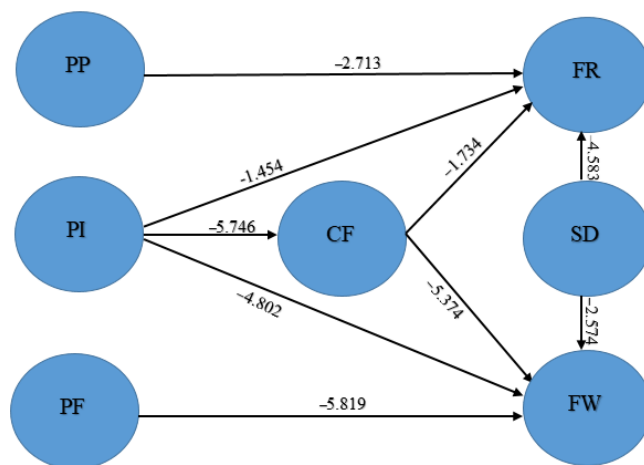
SD	PF	PI	PP	CF	FR	FW	
						۰/۸۸۹	نگرانی مالی (FW)
					۰/۹۰۷	۰/۴۰۵	نشخوار مالی (FR)
				۰/۸۰۴	۰/۵۵۹	۰/۱۹۵	عوامل مالی کنونی (CF)
			۰/۸۴۹	۰/۴۳۶	۰/۳۴۴	۰/۲۶۵	شرایط گذشته (تغییرات مثبت در وضعیت مالی در گذشته) (PP)
		۰/۷۸۶	۰/۲۸۴	۰/۵۵۳	۰/۴۵۸	۰/۱۶۱	شرایط کنونی (درآمد کنونی) (PI)
	۰/۷۸۴	۰/۴۰۱	۰/۲۲۹	۰/۵۲۹	۰/۳۵۰	۰/۲۱۲	شرایط آینده (تغییرات مثبت در وضعیت مالی در آینده) (PF)
۰/۷۸۲	۰/۷۱۲	۰/۶۵۷	۰/۶۳۷	۰/۵۱۴	۰/۴۱۳	۰/۳۱۴	جمعیت شناختی (SD)

منبع: یافته های پژوهش

مقدار جذر AVE متغیرهای مکنون در پژوهش حاضر که در خانه های موجود در قطر اصلی ماتریس قرار گرفته اند، از مقدار همبستگی میان آنها که در خانه های زیرین و چپ قطر اصلی ترتیب داده شده اند، بیشتر است، بنابراین می توان این معیار را قابل قبول دانست و روایی واگرایی مناسب مدل را تأیید کرد.

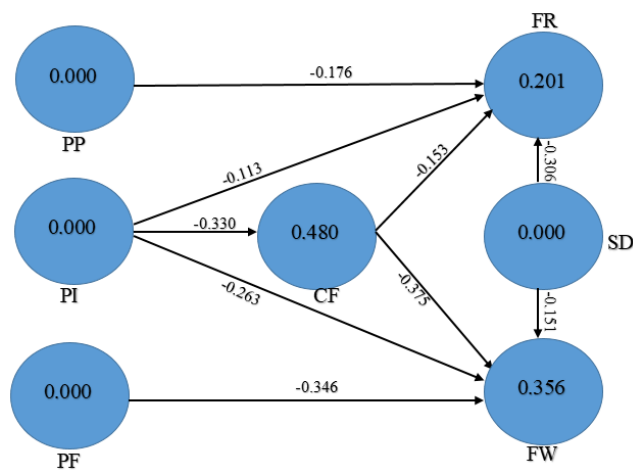
خروجی های مدل اصلی (ضرایب مسیر و آماره t)

با استفاده از مدل درونی می توان به بررسی فرضیه ها پرداخت. با مقایسه مقدار t محاسبه شده برای ضریب هر مسیر می توان به تایید یا رد فرضیه پژوهش پرداخت. بدین سان اگر مقدار قدر مطلق آماره t بزرگ تر از ۱/۹۶ شود، در سطح اطمینان ۹۵٪ و در صورتی که مقدار آماره t بیشتر از ۲/۵۸ شود، ضریب مسیر در سطح اطمینان ۹۹٪ معنی دار است. نتایج آزمون مدل مفهومی پژوهش در حالت معنی داری ضرایب در شکل زیر نشان داده شده است.



شکل ۲. مدل اصلی در حالت اعداد معنی داری (t-value)

اعداد موجود بر روی مسیرها نشانگر مقدار t-value برای هر مسیر می باشد. برای بررسی معنی دار بودن ضرایب مسیر لازم است تا قدر مطلق مقدار t هر مسیر بالاتر از ۱/۹۶ شود. در این تحلیل مقدار آماره t برای کلیه مسیرها به جز مسیر شرایط کنونی (درآمد کنونی) به نشخوار مالی و مسیر عوامل مالی کنونی به نشخوار مالی، بالاتر از ۱/۹۶ بوده و در نتیجه در سطح اطمینان ۹۵٪ معنی دار است.



شکل ۳. مدل اصلی در حالت ضرایب مسیر

اعداد نوشته شده بر روی خطوط در واقع ضرایب بتا حاصل از معادله رگرسیون میان متغیرها است که همان ضریب مسیر است. اعداد داخل هر دایره نشان دهنده‌ی مقدار R^2 مدل است که متغیرهای پیش بین آن از طریق پیکان به آن دایره وارد شده‌اند. ضریب تعیین برای متغیر عوامل مالی کنونی مقدار $0/48$ برآورد شده و نشان می‌دهد که متغیر شرایط کنونی (درآمد کنونی) توانسته اند 48% از تغییرات عوامل مالی کنونی را توضیح دهند.

به همین ترتیب، متغیرهای شرایط کنونی (درآمد کنونی)، شرایط آینده (تغییرات مثبت در وضعیت مالی در آینده)، جمعیت شناختی و عوامل مالی کنونی در مجموع 36% از تغییرات نشخوار مالی را تبیین می‌کنند. با توجه به مقدار ضریب استاندارد و آماره t می‌توان گفت متغیرهای شرایط آینده (تغییرات مثبت در وضعیت مالی در آینده) و عوامل مالی کنونی نسبت به متغیر شرایط کنونی (درآمد کنونی) تاثیر بیشتری را روی متغیر نگرانی مالی داشته است.

از طرفی، متغیرهای شرایط گذشته (تغییرات مثبت در وضعیت مالی در گذشته)، شرایط کنونی (درآمد کنونی)، جمعیت شناختی و عوامل مالی کنونی در مجموع 20% از تغییرات نشخوار مالی را توضیح می‌دهند.

مدل درونی (مدل ساختاری)

در قالب مدل درونی فرضیه‌های مورد بررسی قرار گرفتند و مسیر مدل ساختاری ارزیابی شد. هر مسیر متناظر با یکی از فرضیه‌های مدل است. آزمون هر فرضیه از طریق بررسی علامت، اندازه و معنی‌داری آماری ضریب مسیر (بتا) بین هر متغیر مکنون با متغیر وابسته است. هر اندازه‌این ضریب مسیر بالاتر باشد تاثیر پیش بینی کننده متغیر مکنون نسبت به متغیر وابسته بیشتر خواهد بود. با در نظر گرفتن نتایج بررسی روابط میان متغیرهای مستقل و وابسته با استفاده از ضریب مربوط می‌توان به بررسی معنی‌داری اثرات بین متغیرهای پژوهش پرداخت. به منظور بررسی معنی‌داری ضریب مسیر یا همان بتا باید معنی‌داری مقدار t -value برای هر ضریب مسیر مورد توجه قرار گیرد، از همین رو از روش بوت استرپینگ استفاده شد که برای این منظور باز نمونه‌گیری، در دو حالت ۵۰۰ و ۸۰۰ نمونه شبیه سازی شد که نتایج نشان می‌دهد در هر دو حالت، در معنی‌دار بودن یا بی‌معنی بودن پارامتر تغییری ایجاد نشده و نتایج از اعتبار محکمی برخوردار هستند.

جدول ۷. اثر خطی مستقیم نقش متغیرهای پژوهش در مدل اصلی

مسیر	بتا	خطای استاندارد	آماره t باز نمونه گیری		
			۲۰۰	۵۰۰	۸۰۰
شرایط کنونی ← عوامل مالی کنونی	-۰/۳۲۹	۰/۰۵۷	-۵/۷۴	-۵/۹۷	-۵/۶۶
شرایط کنونی ← نگرانی مالی	-۰/۲۶۲	۰/۰۵۴	-۴/۸۰	-۴/۸۳	-۵/۰۵
شرایط آینده ← نگرانی مالی	-۰/۳۴۵	۰/۰۵۹	-۵/۸۱	-۶/۲۲	-۶/۰۰
عوامل مالی کنونی ← نگرانی مالی	-۰/۳۷۵	۰/۰۶۹	-۵/۳۷	-۵/۳۳	-۵/۳۰۱
شرایط کنونی ← نشخوار مالی	-۰/۱۱۳	۰/۰۷۷	-۱/۴۵	-۱/۵۰	-۱/۴۷
شرایط گذشته ← نشخوار مالی	-۰/۱۷۵	۰/۰۶۴	-۲/۷۱	-۲/۷۷	-۲/۶۴
عوامل مالی کنونی ← نشخوار مالی	-۰/۱۵۳	۰/۰۸۸	-۱/۷۳	-۱/۸۳	-۱/۸۲
جمعیت شناختی ← نشخوار مالی	-۰/۳۰۶	۰/۰۶۶	-۴/۵۸	-۴/۳۰	-۴/۵۹
جمعیت شناختی ← نگرانی مالی	-۰/۱۵۱	۰/۰۵۹	-۲/۵۴	-۲/۵۲	-۲/۵۹

منبع: یافته های پژوهش

با توجه به مقدار قدر مطلق آماره t برای کلیه مسیرها بجز مسیر شرایط کنونی (درآمد کنونی) به نشخوار مالی و مسیر عوامل مالی کنونی به نشخوار مالی، بالاتر از ۱/۹۶ بوده و در نتیجه در سطح اطمینان ۹۵٪ معنی دار هستند.

ارزیابی برازش مدل درونی

مطابق جدول ۸ اندازه تأثیر مسیرهای شرایط کنونی (درآمد کنونی) با عوامل مالی کنونی و جمعیت شناختی با نشخوار مالی قوی، مسیرهای شرایط کنونی (درآمد کنونی) با نگرانی مالی و شرایط آینده (تغییرات مثبت در وضعیت مالی در آینده) با نگرانی مالی و جمعیت شناختی با نگرانی مالی متوسط و بقیه مسیرها ضعیف است.

جدول ۸. معیار اندازه تأثیر (f2)

مسیر	R2y (X inBLuded)	R2y (X exBLuded)	f2
شرایط کنونی ← عوامل مالی کنونی	۰/۴۸۰	۰/۳۱۶	۰/۳۱۵
شرایط کنونی ← نگرانی مالی	۰/۳۵۶	۰/۴۱۸	۰/۱۱۹
شرایط آینده ← نگرانی مالی	۰/۳۵۶	۰/۳۹۱	۰/۱۷۱
جمعیت شناختی ← نگرانی مالی	۰/۳۵۶	۰/۲۵۵	۰/۱۵۶
عوامل مالی کنونی ← نگرانی مالی	۰/۳۵۶	۰/۹۴۶	۰/۰۵۹
شرایط کنونی ← نشخوار مالی	۰/۲۰۱	۰/۳۴۶	۰/۰۱۵
شرایط گذشته ← نشخوار مالی	۰/۲۰۱	۰/۱۷۶	۰/۰۳۱
عوامل مالی کنونی ← نشخوار مالی	۰/۲۰۱	۰/۱۹۱	۰/۰۱۲
جمعیت شناختی ← نشخوار مالی	۰/۲۰۱	۰/۹۳۸	۰/۲۱۶

منبع: یافته های پژوهش

همانگونه که از جدول زیر مشخص است قدرت پیش بینی دو متغیر مکنون درونزای عوامل مالی کنونی و نگرانی مالی در سطح قوی و متغیر نشخوار مالی دارای قدرت پیش بینی در سطح متوسط است که بیانگر برازش مناسب برای مدل ساختاری است.

جدول ۹. معیار Q2 (ارتباط پیش بین یا کیفیت پیش بینی کنندگی)

سازه	Q2
نشخوار مالی	۰/۱۴۷
نگرانی مالی	۰/۲۸۳
عوامل مالی کنونی	۰/۳۰۷

منبع: یافته های پژوهش

ارزیابی برازش کلی مدل اصلی (شاخص های کیفیت)

مدلسازی مسیری PLS فاقد یک معیار بهینه سازی کلی است. یعنی تابع کلی برای ارزیابی برازش مدل وجود ندارد، به همین دلیل در مدلسازی مسیری PLS سه شاخص متفاوت برای تناسب مدل ارائه شده است: شاخص اشتراک، شاخص افزونگی و شاخص نیکویی برازش (GOF).

جدول ۱۰. شاخص اشتراک

متغیرها	شاخص اشتراک
نشخوار مالی	۰/۷۹۰
نگرانی مالی	۰/۸۲۲
عوامل مالی کنونی	۰/۶۴۷
شرایط گذشته (تغییرات مثبت در وضعیت مالی در گذشته)	۰/۷۲۱
شرایط کنونی (درآمد کنونی)	۰/۶۱۸
شرایط آینده (تغییرات مثبت در وضعیت مالی در آینده)	۰/۶۱۴
جمعیت شناختی	۰/۶۴۵

منبع: یافته های پژوهش

این معیار نشان می دهد که چه مقدار از تغییر پذیری شاخص ها (پرسش ها) توسط سازه مرتبط با خود تبیین می شود و از میانگین شاخص اشتراک، برای تعیین روایی همگرا به کار می رود.

جدول ۱۱. شاخص افزونگی

متغیرها	شاخص افزونگی
نشخوار مالی	۰/۱۲۷
نگرانی مالی	۰/۲۲۹
عوامل مالی کنونی	۰/۱۰۲

منبع: یافته های پژوهش

یک معیار مناسب برای سنجش برازش بخش ساختاری مدل های معادلات ساختاری، مقدار میانگین مربوط به سازه های درون زا در یک مدل است. این مقدار که با Red نشان داده می شود، شاخص مناسبی برای برازش مدل ساختاری است و در محاسبه برازش کلی مدل نیز مورد استفاده قرار می گیرد. مقدار Red برای مدل پژوهش برابر ۰,۱۵ است که مقدار مناسبی را نشان می دهد. با استفاده از میانگین هندسی R^2 و متوسط شاخص اشتراک مقدار GOF (نیکویی برازش) برای کل مدل مقدار ۰/۴۹۳ محاسبه شد که نشان می دهد برازش کلی مدل در حد قوی است.

آزمون فرضیه ها

نتایج به دست آمده در قسمت های قبلی در خصوص تایید و یا رد فرضیه های پژوهش در جدول زیر مشاهده می شود.

جدول ۱۲. خلاصه ضرایب مسیر، ضرایب تعیین، آماره t و نتیجه فرضیه مدل اصلی

فرضیه های مدل اصلی	ضریب مسیر	آماره t	ضریب تعیین	نتیجه
شرایط کنونی (درآمد کنونی) $\leftarrow$ عوامل مالی کنونی	-۰/۳۲۹	-۵/۷۴	۰/۴۸۰	تایید
شرایط کنونی (درآمد کنونی) $\leftarrow$ نگرانی مالی	-۰/۲۶۲	-۴/۸۰	۰/۳۵۶	تایید
شرایط آینده (تغییرات مثبت در وضعیت مالی در آینده) $\leftarrow$ نگرانی مالی	-۰/۳۴۵	-۵/۸۱		تایید
عوامل مالی کنونی $\leftarrow$ نگرانی مالی	-۰/۳۷۵	-۵/۳۷		تایید
جمعیت شناختی $\leftarrow$ نگرانی مالی	-۰/۱۵۱	-۲/۵۷		تایید
شرایط کنونی (درآمد کنونی) $\leftarrow$ نشخوار مالی	-۰/۱۱۳	-۱/۴۵	۰/۲۰۱	رد
شرایط گذشته (تغییرات مثبت در وضعیت مالی در گذشته) $\leftarrow$ نشخوار مالی	-۰/۱۷۵	-۲/۷۱		تایید
عوامل مالی کنونی $\leftarrow$ نشخوار مالی	-۰/۱۵۳	-۱/۸۳		رد
جمعیت شناختی $\leftarrow$ نشخوار مالی	-۰/۳۰۶	-۵/۵۸		تایید

منبع: یافته های پژوهش

در خصوص فرضیه‌های میانجی که نقش عوامل مالی کنونی به عنوان متغیر میانجی در نظر گرفته شده است در جدول‌های زیر نشان داده شده است.

جدول ۱۳. آزمون فرضیه میانجی (نگرانی مالی)

مسیر	برآورد ضریب	آماره t	S.E
شرایط کنونی (درآمد کنونی) ← عوامل مالی کنونی	-۰/۳۲۹	-۵/۷۴	۰/۰۵۵
عوامل مالی کنونی ← نگرانی مالی	-۰/۳۷۵	-۵/۳۷	۰/۰۷۰

منبع: یافته‌های پژوهش

با توجه به جدول بالا برای مسیر ۱ مقدار قدرمطلق آماره t برابر ۵/۷۴ و بزرگتر از مقدار ۱/۹۶ است و از طرفی برای مسیر ۲ مقدار قدرمطلق آماره t برابر ۵/۳۷ و بزرگتر از مقدار ۱/۹۶ است که نشان می‌دهد هر دو مسیر معنی‌دار است. بنابراین مرحله دوم که آزمون سبل است اجرا می‌شود.

جدول ۱۴. آزمون سوبل

Z آماره آزمون	S.E	p سطح معناداری	اثر غیر مستقیم
۳/۵۶۷	۰/۰۲۸	۰/۰۰۰	۰/۰۹۹

منبع: یافته‌های پژوهش

از طرفی با توجه به آماره آزمون سبل (۳/۵۶۷) و سطح معنی‌داری (۰/۰۰۰) که کوچکتر از ۰/۰۵ است و فرض صفر رد می‌شود، بنابراین با توجه به معنی‌دار بودن رابطه مستقیم بین شرایط کنونی (درآمد کنونی) و نگرانی مالی در مدل، متغیر عوامل مالی کنونی نقش میانجی را به صورت جزئی ایفا می‌کند و اثر غیر مستقیم آن برابر ۰/۱ است.

جدول ۱۵. آزمون فرضیه میانجی (نگرانی مالی)

مسیر	برآورد ضریب	آماره t	S.E
شرایط کنونی (درآمد کنونی) ← عوامل مالی کنونی	-۰/۳۲۹	-۵/۷۴	۰/۰۵۵
عوامل مالی کنونی ← نشخوار مالی	-۰/۱۵۳	-۱/۷۳	۰/۱۲۳

با توجه به جدول ۱۵ برای مسیر ۱ مقدار قدرمطلق آماره t برابر ۵/۷۴ و بزرگتر از مقدار ۱/۹۶ است ولی برای مسیر ۲ مقدار قدرمطلق آماره t برابر ۱/۷۳ و کوچکتر از مقدار ۱/۹۶ است، که نشان می دهد مسیر دوم رابطه معنی داری ندارند.

جدول ۱۶. آزمون سوبل

Z آماره آزمون	S.E	p سطح معنی داری	اثر غیر مستقیم
۰/۵۷۴	۰/۰۵۱	۰/۵۶۶	۰/۰۲۹

از طرفی با توجه به آماره آزمون سبل (۰/۵۷۴) و سطح معنی داری (۰/۰۵۱) که بزرگتر از ۰/۰۵ است و فرض صفر رد نمی شود بنابراین در سطح اطمینان ۹۵٪ عوامل مالی کنونی نقش میانجی را در این رابطه ایفا نمی کند.

بر اساس تجزیه و تحلیل های صورت گرفته، از بین ۱۱ فرضیه در نظر گرفته شده در مدل، ۸ فرضیه مورد تایید قرار گرفته شد و ۳ فرضیه در جامعه آماری در نظر گرفته شده، رد شد.

فرضیه (۱) رابطه شرایط گذشته با نشخوار مالی ارتباط را مورد بررسی قرار داده بود که این فرضیه تایید شد. یعنی در سطح اطمینان ۹۵٪ شرایط گذشته (تغییرات مثبت در وضعیت مالی در گذشته) بر نشخوار مالی تأثیر معنی داری دارد و مقدار تأثیر برابر ۰/۱۸ و منفی (معکوس) است. فرضیه دوم رابطه شرایط آینده با نگرانی مالی را مورد سنجش قرار داد که رابطه معنی داری از نتایج بدست آمد و فرضیه مورد تایید قرار گرفت. در سطح اطمینان ۹۵٪ شرایط آینده (تغییرات مثبت در وضعیت مالی در آینده) بر نگرانی مالی تأثیر معنی داری دارد و مقدار تأثیر برابر ۰/۳۵ و منفی (معکوس) است.

در فرضیه سوم، رابطه شرایط کنونی با نشخوار مالی مورد آزمون قرار گرفت که این رابطه مورد تایید قرار نگرفت و فرضیه رد شد. یعنی در سطح اطمینان ۹۵٪ شرایط کنونی (درآمد کنونی) بر نشخوار مالی تأثیر معنی داری ندارد. فرضیه چهارم، رابطه شرایط کنونی با نگرانی مالی را مورد سنجش قرار داد و نتایج وجود رابطه را دلالت کرد. در سطح اطمینان ۹۵٪ شرایط کنونی (درآمد کنونی) بر نگرانی مالی تأثیر معنی داری دارد و مقدار تأثیر برابر ۰/۲۶ و منفی (معکوس) است.

در فرضیه پنجم، وجود رابطه میان شرایط کنونی با عوامل مالی کنونی را بررسی کرد که در جامعه آماری انتخابی، دارای رابطه معنی داری بوده و فرضیه تایید می شود. در سطح اطمینان ۹۵٪ شرایط کنونی (درآمد کنونی) بر عوامل مالی کنونی تأثیر معنی داری دارد و مقدار تأثیر برابر ۰/۳۳ و منفی (معکوس) است. در فرضیه ششم، رابطه عوامل مالی کنونی با نشخوار مالی مورد آزمون قرار گرفت که این رابطه مورد تایید قرار نگرفت. یعنی در سطح اطمینان ۹۵٪ شرایط عوامل مالی کنونی بر نشخوار مالی تأثیر معنی داری ندارد.

در فرضیه هفتم، وجود رابطه میان عوامل مالی کنونی با نگرانی مالی را بررسی شد که در جامعه آماری انتخابی، دارای رابطه معنی داری بوده و فرضیه تایید می شود. در سطح اطمینان ۹۵٪ عوامل مالی کنونی بر نگرانی مالی تأثیر معنی داری دارد و مقدار تأثیر برابر ۰/۳۸ و منفی (معکوس) است. در فرضیه هشتم، وجود رابطه میان ویژگی های جمعیت شناختی با نگرانی مالی را بررسی شد که در جامعه آماری انتخابی، دارای رابطه معنی داری بوده و فرضیه تایید می شود. در سطح اطمینان ۹۵٪ ویژگی های جمعیت شناختی بر نگرانی مالی تأثیر معنی داری دارد و مقدار تأثیر برابر ۰/۱۵ و منفی (معکوس) است.

در فرضیه نهم، وجود رابطه میان ویژگی های جمعیت شناختی با نشخوار مالی را بررسی شد که در جامعه آماری انتخابی، دارای رابطه معنی داری بوده و فرضیه تایید می شود. در سطح اطمینان ۹۵٪ ویژگی های جمعیت شناختی بر نشخوار مالی تأثیر معنی داری دارد و مقدار تأثیر برابر ۰/۳۱ و منفی (معکوس) است. در پژوهش صورت گرفته افزون بر بررسی مستقیم روابط میان متغیرها، از متغیر میانجی نیز کمک گرفته شده است و روابط با حضور این متغیرها نیز مورد بررسی قرار می گیرد.

فرضیه دهم، رابطه شرایط کنونی (درآمد کنونی) از طریق عوامل مالی کنونی بر نگرانی مالی را مورد آزمون قرار می دهد که با توجه به اینکه هر دو مسیر میان متغیرها معنی دار است، فرضیه مورد تایید قرار می گیرد. با توجه به معنی دار بودن رابطه مستقیم میان شرایط کنونی (درآمد کنونی) و نگرانی مالی در مدل، متغیر عوامل مالی کنونی نقش میانجی را به صورت جزئی ایفا می کند و اثر غیر مستقیم آن برابر ۰/۱ است. فرضیه یازدهم، رابطه شرایط کنونی (درآمد کنونی) از طریق عوامل مالی کنونی بر نشخوار مالی را مورد آزمون قرار می دهد که با توجه به اینکه مسیر میان متغیرهای عوامل مالی کنونی و نشخوار مالی دارای رابطه معنی دار نبودند، فرضیه مورد تایید قرار نمی گیرد.

بحث و نتیجه گیری

آگاهی از نگرش ها تا حد زیادی فرد را قادر به پیش بینی رفتارها می سازد. البته روشن است که رفتارها از عوامل متعددی ناشی شده و شرایط و موقعیت های گوناگونی در شکل گیری و تعدد آن ها مؤثر است، اما همه این عوامل و شرایط، رفتار را در بسترهایی همساز با نگرش ها جهت می دهند. در پژوهش حاضر چندین عامل مهم تاثیرگذار بر نگرانی مالی و نشخوار مالی در در نظر گرفته شد و نقش و اثر آنها بر نگرانی مالی و نشخوار مالی در بین سرمایه گذاران بورس مورد سنجش قرار گرفت. در این پژوهش سعی شده است ارتباط پیشینه مالی و ویژگی های دموگرافیک با نگرانی و نشخوار مالی با در نظر گرفتن نقش تعدیل کنندگی عوامل مالی مورد بررسی قرار داده شود. بدین منظور مدلی با ۷ متغیر شکل گرفته شده است.

نتایج بررسی آن است که افراد ممکن است از تغییرات نامطلوب گذشته در امور مالی غافل شوند، مگر اینکه بر وضعیت مالی فعلی فرد تأثیر بگذارد. تغییرات گذشته و آینده در امور مالی شخص، به شدت با یکدیگر ارتباط دارد. به نظر می رسد این توضیح منطقی تر از این توضیح است که تغییرات گذشته در وضعیت مالی یک فرد به طور علیت بر تغییرات آینده در امور مالی فرد تأثیر می گذارد. درآمد پایین تر با نگرانی و نشخوار مالی بیشتری همراه است و افراد با درآمد کمتر نگران و نشخوارکننده بیشتر درباره امور مالی خود هستند. همچنین مشخص شد نه تنها افراد کم درآمد، نگران بخش مالی خود هستند، بلکه افرادی که برای تأمین مخارج زندگی خود با مشکل مواجه می شوند، دارای ذخیره ضربه گیر یا حائل مالی کم یا بدهی مشخص شده، بیش از حد هستند که این خود موجب نگرانی و نشخوار مالی بیشتر در این افراد می شود. از سوی دیگر در نتایج مشخص شد با توجه به پیشینه اجتماعی - جمعیتی، ارتباط منفی میان تحصیلات و سن با نگرانی و نشخوار مالی وجود دارد. این بدان معناست که افراد هنگام پیر شدن، نگرانی و نشخوار کمتری نسبت به وضع مالی خود هستند. افراد مسن از نظر اقتصادی دانش بیشتری دارند، تجربه بیشتری در مدیریت مالی دارند و در مقایسه با افراد جوان، زندگی مالی با ثبات تری دارند. از سوی دیگر مشخص شد که آموزش از افراد، در برابر نگرانی و نشخوار در مورد امور مالی محافظت می کند. هرچه سطح تحصیلات افراد افزایش یابد، سواد و درک مالی این افراد افزایش پیدا می کند. با در نظر گرفتن تمام مباحث عنوان شده می توان آموزش دیدن سرمایه گذاران بورس را برای کاهش نگرانی مالی و نشخوار مالی را به عنوان بهترین اقدام پیشنهاد داد. همچنین افزایش سواد مالی و مدیریت مالی می تواند کمک شایانی در

کنترل این وضعیت داشته باشد. در این زمینه پیشنهاد می شود پژوهشگران برای پژوهش های آتی به طور همزمان دو جامعه آماری متفاوت، یکی در حوزه سرمایه گذاری در بورس و دیگری در حوزه دیگری مانند مسکن را مورد آزمون قرار دهند و نتایج حاصله از نگرانی مالی و نشخوار مالی و مولفه های آن را در دو جامعه یادشده به صورت مقایسه ای بیان شود. همچنین پژوهشی در رابطه با تاثیر سایر متغیرهای یادشده بر نگرانی مالی و نشخوار مالی صورت پذیرد.

References

- Alikhani, Zahra and Amiri Majd, Mojtabi. (2018). The relationship between the components of over-anxiety, rumination and mental flexibility with the symptoms of obsessive-compulsive disorder. *Thought and Behavior in Clinical Psychology*, 14(52), 47-56. (In Persian).
- Asgari, N; & Salimi, S. (2021). Modeling Attitudinal and Behavioral Mediators in The Impact of Opportunistic Behaviors on Financial and Non-Financial Performance (Case Study: Varanger Digital Business). *Digital Transformation*, 1(1), 85-102. doi: 10.22034/dtj.2021.252827.1005 (In Persian).
- Aydemir S. Aren S. (2018). Do the effects of individual factors on financial risk-taking behavior diversify with financial literacy? *Emerlad Publishing Limited*, 281: 368-492.
- Bagozzi, R. P; and Yi, Y. (1988). On the evaluation of structural equation models. *Journal of Academy of Marketing Science*, 16(1), 74-94.
- Barasoud, M; & Zomorodian, G. (2019). Comparative study of the behavior of investors in equity portfolio (Classic financial approach or behavioral finance approach). *Journal of Investment Knowledge*, 8(29), 101-114. (In Persian)
- Bruijin, E. Antonides, G. (2020). Determinants of financial worry and rumination. *Journal of Economic Psychology*, 76: 102-123.
- Chin, W. W; (1998). Issues and Opinion on Structural Equation Modeling. *MIS Quarterly*, Vol.22, No.1, pp. vii-xvi.
- Dehghan Khavari, S; Mirjalili, S; Abdorrahimian, M; Azizian, M. (2021). Analysis of the effect of corporate governance dimensions on the components of corporate financial management decisions (The case of Tehran Stock Exchanges). *Journal of Securities Exchange*, 14(55), 233-257. doi: 10.22034/jse.2021.11512.1649. (In Persian).
- Dostar, M; Mohammadnejad, A; & Javadian Langeroodi, M. (2017). Investigation the impact of herding behavior of fund managers on their risk taking in Tehran Stock Exchange. *Journal of Asset Management and Financing*, 5(2), 129-148. doi: 10.22108/amf.2017.21577. (In Persian).
- Ebrahimi sarv olya, M; babajani, J; ebadpoor, B. (2017). The Real Investors Decision Making Model in the Stock Exchange. *Journal of Securities Exchange*, 9(36), 97-115. doi: 10.22034/jse.2017.11096. (In Persian).

- Fiksenbaum, L. Marijovanic, Z. Greenglass, E. (2017). Financial Threat and Individuals' Willingness to Change Financial Behavior, *Review of Behavioral Finance*. 9: 290-331 .
- Gallup. (2017). Americans' financial anxieties ease in 2017. Retrieved August 21, 2018.
- Gallup. (2018). Gallup daily: Worried about money. Retrieved August 21, 2018.
- Gambeti, E. Giusberti, F. (2012). The effect of anger and anxiety traits on investment decisions. *Journal of Economic Psychology*. 33: 1059-1069 .
- Gasiorowska, A. (2014). The relationship between objective and subjective wealth is moderated by financial control and mediated by money anxiety. *Journal of Economic Psychology*, 43, 64-74.
- Gorjizadeh, D; & Khanmohammadi, M. H. (2017). Influence of Behavioral finance factors on the decisions of individual investors. *Journal of Investment Knowledge*, 6(24), 275-292. (In Persian)
- Hasas Yeganeh, Y; Blue, G; & Rezaei, S. (2019). A Model for Impact of the Selected Dimensions of Corporate Social Responsibility on Avoidance and Tax Evasion. *Financial Accounting Research*, 11(4), 111-130. doi: 10.22108/far.2020.115572.1417 (In Persian)
- Johar, G; Meng, R; & Wilcox, K. (2015). Thinking about financial deprivation: Rumination and decision making among the poor. Retrieved from *Advances in Consumer Research*, 43, 208-211.
- Kamali Ardekani, Mohsen and Rajabi Gheyri, Ali. (2015). The Impact of Psychological Factors and Factors affecting investors' risk perception. *qjefp*, 3 (10) :125-142 (In Persian)
- Kellstedt, P. M; Linn, S; & Hannah, A. L. (2015). The usefulness of consumer sentiment: Assessing construct and measurement. *Public Opinion Quarterly*, 79(1), 181-203.
- Khan, Mohammad Tariqul Islam, Tan, S; Chong, L. (2020). How past perceived portfolio returns affect financial behaviors—The underlying psychological mechanism. *Research in International Business and Finance*, Volume 42, Pages 1478-1488.
- Manian, Amir, Moussa Khani, Mohammad, and Sokhi, Mohammad Kazem. (1386). The use of the structural equation model in providing a model for the success of information technology strategic planning. Tehran University

- Management Knowledge Quarterly, year 20, number 76, pp. 117-138. (In Persian).
- Marjanovic, Z; Greenglass, E. R; Fiksenbaum, L; & Bell, C. M. (2013). Psychometric evaluation of the Financial Threat Scale (FTS) in the context of the great recession. *Journal of Economic Psychology*, 36, 1-10. <https://doi.org/10.1016/j.joep.2013.02.005>.
- Marjanovic, Z; Greenglass, E. R; Fiksenbaum, L; De Witte, H; Garcia-Santos, F; Buchwald, P; Mañas, M. A. (2015). Evaluation of the Financial Threat Scale (FTS) in four European, non-student samples. *Journal of Behavioral and Experimental Economics*, 55, 72-80.
- Mirjalili, Massoud, Asadi Moghadam, Mahdi and Seddigian, Mohammad Javad (2019). Behavioral finance and its impact on the decision making of securities investors in Iran. *The 4th conference on industry-oriented economic management and accounting studies*, Tehran. (In Persian).
- Nguyen, L. (2015). The influence of financial risk tolerance and risk perception on individual investment decision making in a financial advice context. Master Thesis. Australian Research Council.
- Qalmoq Karim, Yaqub Nejad Ahmed and Falah Shams Mirfiez. (2016). The effect of financial literacy on the behavioral tendencies of Tehran Stock Exchange investors. *Financial Management Perspectives*, 16: 75-94. (In Persian)
- Sadeghi, Ebrahim and Baghban, Mehdi. (2017). investigating the impact of investors' behavioral trends on financial decision-making (case study: Tehran Tourism Bank investors). National conference of new models in management and business with the approach of supporting national entrepreneurs, Tehran. (In Persian).
- Shu H. (2010). Investor mood and financial markets. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 76: 267-282.
- Tauni, M. Rao, Z. Fang, H. Gao, M. (2019). Does investor personality moderate the relationship between information sources and trading behavior? Evidence from Chinese stock market. *Managerial Finance*, 43: 1-38.
- Zemestani M, Mehrabian T, Mosalman M. (2016). Prediction of the Amount of Worrying Based on Meta-Cognitive Beliefs and Rumination in Students. *IJPN*; 4 (3): 51-57 (In Persian).

Table Content

Providing a Model to Explain the Effectiveness of Disclosing Non-Financial Information in Accounting Reports with an Integrated Reporting Approach	1
Yaser Radi, Saeid Jabbarzadeh Kangarluei, Jamal Bahri Sales, Ali Ashtab	
The Role of CEO Narcissism in Choosing Female Auditors	45
Nashmin Lotfiju, Bahman Banimahd, Hashem Nikoomaram, Hamidreza Vakilifard	
Exploratory Development of the Green Human Resource Reporting Contextual Dimensions: Evaluation of the Sustainability Accounting Reference Matrixj	67
Narges Najmadini, Mehdi Dasinh, David Khodadady, Hamid Rostami Jaz	
Investigating the Usefulness of Management Commentary: The View of Users, Preparers, and Regulators	107
Mohammad Namazi, Sasan Khademi	
Pricing Inefficiencies and Feedback Trading in Iranian Gold ETF	147
Mahdi Shaerattar, Akbar Mirzapour Babajan, Beitollah Akbari Moghadam	
Mechanism for Retail Shareholders to Participate in the Management of Companies Listed on the Tehran Stock Exchange and Iran Fara Bourse.....	169
Amir Hossein Erza, Fariba Ahmadi Zamani	
The Effect of Financial Background and Demographic Characteristics on the Investors' Financial Worry and Rumination in the Stock Exchange (Considering the Moderating Role of Current Financial Factors).....	191
Saeed Dehghan Khavari, Mohammadhossein Abdorrahimian, Seyed Hossein Mirjalili, Mehdi Danesh	

1. c) Avoid references that by implication identify the author (e.g., delete “This work is part of a larger grant project (Garfield, 2018, 2019)”).
2. d) Avoid excessive self-citation—typically, articles citing “Wilson (2015, 2016, 2017, 2018, 2019) ...” are by Wilson!
3. e) More generally, use common sense. Consider whether your writing has the potential to identify you to a reader who is an expert in the field; if it does, think about sensible ways to reduce that possibility.

13) Illustrations: Tables and Figures

Illustrations (tables and figures) should be embedded within the text. All illustrations should be cited in the text as Table 1, Table 2, etc. or Figure 1, Figure 2, etc.

Tables

They must be numbered consecutively with Arabic numerals in the order in which they are cited in the text. They should have a brief descriptive title placed at the top and with essential footnotes below. Prepare tables in a consistent form, and each appropriately titled. Provide them at approximately the correct size they are to be published.

Figures

The figures must be numbered consecutively with Arabic numerals and have a brief descriptive title. They should have a brief descriptive title placed at the top and with essential footnotes below. Lettering on drawings should be professional quality or generated by high-resolution computer graphics and must be large enough. Diagrams should be converted to .jpg or .gif files.

14) Footnotes

Footnotes can be used and are usually listed at the bottom of each page in your manuscript. Times New Roman 9 is the default font for the footnotes. WORD, however, puts the footnotes in 10pt. WORD also sometimes changes the font. Any endnotes should be converted to footnotes.

15) Symbols and Variables

All variables or applied symbols should be defined and explained at the point of first use in the text.

16) Copyright and permissions

The copyright of manuscripts accepted for publication in the journal rests with the author(s) under the **Creative Commons** (CC BY NC). All opinions stated are exclusively that of the author(s).

Figures that reproduce copyrighted or trademarked visual images or that show objects whose design is copyrighted or trademarked can be published only with the permission of the owner of the copyright or trademark. It is the responsibility of the author of the article in which the figure appears to obtain this permission or to determine that the image or design is in the public domain.

17) Plagiarism

We accept all terms and conditions of **COPE** about plagiarism and in case, any attempt of plagiarism is brought to our attention accompanied with convincing evidence, we act based on flowcharts and workflows determined in COPE.

9) Conclusion

The *Conclusion* is the final section of a scientific paper and it should wrap everything up. The *Conclusion* section should summarize the findings of the research and explain the implications of the experiment (What does this new information mean? How can this information be used in the future?)

The *Conclusion* section restates the primary goal of the study, the hypothesis and whether the data and results collected confirm or refute that hypothesis (Why? How? If refuted, was there some sort of error or bias that affected the outcome?). This is the primary principle for a scientific paper to convince readers of the experiment's validity. The author should never claim that a hypothesis is *correct*, *true* or *proven*; it is only confirmed or refuted.

The author should restate the objective(s) of the study and point out how s/he has achieved these goals. The author should make a general statement about the success of the experiment as a whole, generalizing the conclusions. The final paragraph should return to the initial subject matter of the paper. The author should make suggestions for improvement in the future or propose further studies in the *Conclusion* section. Science progresses through attempts to extend explanations to new areas.

10) Conflict of interest

The corresponding author must inform the editor of any potential conflicts of interest that could influence the authors' interpretation of the data.

11) Acknowledgements (optional)

The acknowledgments should be as brief as possible. The *Acknowledgements* section should be a few sentences at the end, but it is important to recognize those people (organizations and individuals) who made a considerable impact on the research, provided *significant* help to the author to formulate and complete the experiment, and improved the research at any stage (from providing access to equipment or field sites to editing the manuscript). However, this is an optional section.

12) References

The Journal uses the style of the **APA** to conform to international styles. The references section should be located following the acknowledgments at the end of the text. Complete information should be given for each reference. The accuracy and completeness of the references is the responsibility of the author(s). References to personal letters (e-mail communications), papers presented at meetings, and other unpublished works (papers in preparation) may be cited. If such work may be of help in the evaluation of the manuscript, copies should be made available to the editor(s). Author(s) must submit a letter of permission from the cited persons to cite e-mail communications. The corresponding authors and references should be set out as the style of the **APA**, and only the first word of a cited title should be written in initial capital letters. Journal names should not be abbreviated and should be given in italics. When referring to your own work within the manuscript, consider the likelihood of someone being able to identify you from the citation. Reduce that possibility by:

1. a) Avoiding the first-person in association with any citation (e.g., replace "As we have shown (Jackson, 2019) ..." with "As Jackson (2019) has shown...").
2. b) Remove references to your own unpublished / in press work except where essential; where such work is cited, delete the author's name (i.e., cite as "Author, in press") and remove from the reference list.

The materials and methods should present essential details, experimental design and statistical analysis. A clear description or original reference is required for all biological, analytical, and statistical procedures used in the study. All modifications of procedures must be explained. Treatments and measurements should be described clearly. Statistical models and methods to analysis should be described clearly and fully.

7) Results

The results should present the findings of the study. The results of the study should be presented in table and data means (numbers) should not be repeated broadly in the text. The results should be separate from the discussion and written in the past tense.

The *Results* section is often referred to as the "core" of the scientific paper. The purpose of this section is to present the data and observations clearly. It describes the results obtained, but generally should not interpret the results, discuss their significance, or present conclusions. The *Results* section should be in paragraph format concisely report the exact results of the experiment. The data must be described in words and may be accompanied by representative data in tables and figures. "A picture is worth a thousand words." However, the *Results* section is not merely a collection of tables and figures without explanatory text. If tables and figures are used, the author should provide the reader with an interpretation of what a table or figure illustrates.

All tables and figures must be referred to in the text of the results in this way (Table 1) or (Figure 1). All tables and figures must: (a) have a brief description, preferably one or two sentences; (b) be numbered consecutively and in the same sequence as they will be used in the text; (c) be appropriately labeled; (d) be formatted properly to stand alone; and (e) be headed by a caption or a title describing its contents. Tables and figures should include titles, legends (if necessary), axis and column labels, units and numbered figureheadings. Figures and tables are numbered separately.

Clarity in the Results section is paramount. Statistical methods used to analyze and treat data should be pertinent and meaningful, and problems with data collection can be presented. The *Results* section should only deal with results, but briefly describe experimental approaches when necessary to understand the experiment.

8) Discussion

The *Discussion* section is the most important component of a scientific paper. The *Discussion* section serves to interpret the results and place them in a broader context by citing and discussing related studies. The purpose of the *Discussion* section is to make conclusions and evaluate the results within the general context of the research, rather than to summarize the results, although it can start with this.

The *Discussion* section is a return to the original objectives and hypotheses. It is the section of the paper in which the author should interpret his/her data and draw conclusions regarding his/her hypotheses. The author should describe in detail what s/he observed and explain why, demonstrating how the results support, or refute, his/her original hypotheses and how the results lead to the conclusions.

The author can refer to the data, citing tables and figures, if necessary, as evidence for his/her argument. The author should not repeat the *Results* section, but rather place his/her data in a broader context (i.e. why should anyone care about what s/he found?). While the other sections of the paper are mostly technical, in the *Discussion* the author gets a chance to express his/her scientific point of view and the significance of his/her work. In some respects, the *Discussion* section is the most difficult section of the paper to write and define.

3) Keywords

At the end of the abstract, up to six keywords that best describe the content of the research should be listed. The term "Keywords" should appear in bold followed by a colon. The first letter of each keyword is capitalized and keywords are separated by a comma. It is suggested to use the **UNESCO Thesaurus** and other religious thesauri.

4) Document types:

- **Article:** Original research or opinion.
- **Editorial:** Summary of several articles or provides editorial opinions or news.
- **Erratum:** Report of an error, correction or retraction of a previously published paper.
- **Letter:** Letter to or correspondence with the editor.
- **Note:** Note, discussion or commentary.
- **Review:** Significant review of original research, also includes conference papers.
- **Short survey:** Short or mini-review of original research.

The document type should follow the below structure:

Document type: Article

Document type: Review

5) Introduction

The *Introduction*, the beginning of the paper, provides a context or sufficient background information for the study (i.e., the significance and nature of the problem) and previous experimental results, to enable a reader who is not an expert in the topic to understand the question that is being addressed in the paper, and why it is significant. The *Introduction* should attract the reader to the rest of the paper. When presented properly, this section ensures that the reader will be able to understand the details of the experiment as well as its relevance to the scientific community. The *Introduction* should (a) present the nature and the scope of the problem investigated; (b) provide enough background to orient the reader and justify the study, reviewing the pertinent literature to the problem; (c) state the reason for the study, and how it differs or is related to previous studies; and (d) state the goal/objectives and method of the investigation.

The introduction should put forth the related background to the study, explain why the study was done, and specify the hypotheses to be tested. Extensive discussion of relevant literature should be included in the discussion of results, not in the introduction.

6) Materials and Methods

In the *Materials and Methods* section, all materials used and methods followed throughout the experiment should be reported. This section should be sufficiently clear and include a detailed procedure of how the experiment was performed, both methodologically and statistically, so that another competent researcher can follow and duplicate the experiment. In the Materials and Methods section, the reader must understand the author's experimental design and how data will be analyzed. The *Materials and Methods* section allows the reader to put the work into its environmental context. Scientific reports must be reproducible; consequently, the *Materials and Methods* section is extremely important to the credibility of the work.

1) Title page

The title page should include the following items (please do not include any text other than the ones described below):

- The title of the manuscript. The title of the manuscript should be typed in bold-faced print using both upper and lower-case letters and set in the center of the page. Abbreviations are not permitted in the title. Capitalize all “major” words (nouns, verbs, adjectives, adverbs, and pronouns) in the title and subtitle. The title should reflect exactly, efficiently and succinctly what the study is about. The title of a scientific paper is the most important part of the paper, because it is the first introduction the reader has to the content of the paper. Many readers skim titles and abstracts looking for suitable articles to read. So the title should give a terse description of the main content and should help readers decide whether to read the abstract or the paper itself. Therefore, it should be attractive and meaningful.
- Author or authors list. Full names of all authors should be provided with the family name.
- Each author's institution, and institutional e-mail address. The address of the institution was conducted should include the name of the institution, city, zip code, and country
- The FIRST NAMES, Initials (if any) and LAST NAMES, as well as the e-mail addresses and the ORCID code of all authors must be provided.
- The corresponding author should be marked with "Corresponding author" at the beginning of his/her affiliation address.

The title page should include the title and the authorship in the following structure:

Title of the manuscript

Author Name

Corresponding author, Associate Professor, Department of Accounting, Faculty of Management, Tehran University, Tehran, Iran. E-mail: abcdef@ut.ac.ir

Author Name

Associate Professor, Department of Accounting, Faculty of Management, Tehran University, Tehran, Iran. E-mail: abcdef@pnu.ac.ir

Notes:

- **Professional titles:** Professional titles (e.g., Doctor or Engineer) should not be included.
- **Affiliation:** The affiliation(s) and address(es) of the author(s) should follow the below structure: Academic ranking, department, faculty, university, city, country. E-mail: abcd@abcdf.edu For example Associate Professor, Faculty of Religion, Tehran University, Tehran, Iran.

2) Abstract

An abstract is required for all article types. The abstract should be one paragraph without sections and should not exceed 250 words, following the title page. The abstract should be free of references and abbreviations. The abstract should summarize pertinent results in a brief but understandable form.

Submission Guidelines

SUBMISSION:

1) Online Submissions

Our selection of articles depends on the quality, breadth, and originality of the theme(s) covered and their bearing on the focus of the journal. We do not accept manuscripts published elsewhere.

Only two files should be submitted. Submit the manuscript without the authors' names, affiliation, and biographies. Along with it, submit a cover page that includes the manuscript title, authors' names and affiliation, and the corresponding author's name and contact information (full postal and e-mail institutional addresses, phone and fax numbers). The maximum number of pages should not exceed 20 including footnotes. Only one submission by an author will be considered at a time.

Learn about the publication process and how to submit your manuscript. If you have not registered yet, please **Register**. After successfully registering, you should have a username and password. If you already have a username and password, please **Login**.

2) Font

All spellings must be rendered in American English. To change British or Commonwealth spellings to their American equivalents, please see the *Merriam-Webster Unabridged Dictionary*. To distinguish the different part of the manuscript, use the following fonts for each part:

- **Title:** The title of the manuscript should be typed in 16-point **Times New Roman**, Bold-face, heading 1, centered.
- **Author Name:** Author names should be typed in 12-point Times New Roman.
- **Corresponding author:** It should be typed in 12-point Times New Roman.
- **Abstract:** Times New Roman is the "default" font. The abstract should be justified. The font is Times New Roman 12. The indentation of BEFORE TEXT and AFTER TEXT are 0. The special indentation should be in NONE. The spacing of BEFORE paragraph is 0 and the space AFTER a paragraph is 10 pt. LINE spacing is multiple 1.2.
- **Introduction:** The entire manuscript should be typed in 12-point Times New Roman and single-spaced. The paragraph should be justified. The indentation of BEFORE TEXT and AFTER TEXT are 0. The special indentation should be in NONE. The spacing of BEFORE paragraph is 0 and the space AFTER a paragraph is 10 pt. LINE spacing is multiple 1.2. The body of the paper should be written in a single-column format.
- **Table:** Times New Roman 10 is the default font of tables, numbered from 1.

SECTIONING AND STRUCTURE:

The manuscript should be organized in the following sequence: title page, abstract, keywords, introduction, materials and methods, results, discussion, conflict of interest, acknowledgments (optional), references, tables and figures.

Editorial Board

Editorial Board	University	Scientific Degree	Course
Reza Raei	Tehran University	Professor	Financial Management
Iraj Noravesh	Tehran University	Professor	Accounting
Mohammad Namazi	Shiraz University	Professor	Accounting
Shapoor Mohammadi	Tehran University	Professor	Economic Associate
Seyed Mostafa Razavi	Tehran University	Associate Professor	Industrial Management
Reza Tehrani	Tehran University	Professor	Financial Engineering
Ali Saeedi	Islamic Azad University	Associate Professor	Financial Management
Mohammad Hossein Ghaemi	Imam Khomeini International University	Professor	Accounting
Seyed Hossein Mir Jalili	Economics	Professor	Economic Associate

International Editorial Board

Editorial Board	University	Scientific Degree	Course
Mohammad S. Bazaz	Oakland University	Professor	Accounting
Abolhasan Jalilvand	Loyola University	Professor	Financial Research
Zabihollah Rezaee	Memphis Univerisyt	Professor	Accounting
Hassan Yazdifar	Derby University	Professor	Accounting
Saeed Homayoun	Gävle University	Associate Professor	Accounting

Journal of Securities Exchange

Publisher: Securities and Exchange Organization

Vol. 16, No.64, Winter 2023

Chief Editor: Ali Saeedi

Managing Director: Mehrdad Asi

Persian Editor and Layout: Marziyeh Hasanzade Aliabadi

Publish Period: Quarterly

ISSN: 2228-5431

Email: Journal@seo.ir

Web: journal.seo.ir

Tel: 021-88679555

In The Name of God

Journal of Securities Exchange

**Securities & Exchange Organization, Research,
Development & Islamic Studies (RDIS)**

Vol. 16, No.64

Winter 2023