

بررسی رابطه بین حاکمیت شرکتی و اعتماد سرمایه گذاری با نقش واسطه تداوم فعالیت و گزارشگری در شرکت های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران

منیژه حبیبی*^۱ | محمد کیامهر^۲ | پیام فرهادی^۳

چکیده

این تحقیق به بررسی رابطه میان حاکمیت شرکتی و اعتماد سرمایه گذاران با تأکید بر نقش واسطه ای تداوم فعالیت و گزارشگری مالی می پردازد. در دنیای امروز، سرمایه گذاری در بازارهای مالی نیازمند تصمیم گیری های منطقی و آگاهانه است که تحت تأثیر عوامل مختلفی قرار دارد. بحران مالی ۲۰۰۸ و رسوایی های مالی پس از آن، کاهش اعتماد سرمایه گذاران به شرکت ها را به همراه داشته و اهمیت گزارش دهی مالی دقیق و معتبر را دوچندان کرده است. حاکمیت شرکتی به عنوان یک مکانیسم اساسی می تواند با افزایش شفافیت اطلاعات مالی و کاهش احتمال سوءاستفاده های مدیریتی، اعتماد سرمایه گذاران را تقویت کند. این تحقیق با هدف بررسی این روابط و تأثیرات متقابل آنها، به تحلیل داده های مربوط به شرکت ها و سرمایه گذاران پرداخته و نتایج آن می تواند به بهبود فرآیندهای تصمیم گیری سرمایه گذاری و تقویت اعتماد در بازار سرمایه کمک کند. حفظ اعتماد سرمایه گذاران برای شرکت ها بسیار حیاتی است، ورود منابع و سرمایه توسط سرمایه گذاران خارجی به عنوان یک عنصر کلیدی برای رشد و بقا محسوب می شود. بنابراین، بررسی رابطه بین حاکمیت شرکتی و اعتماد سرمایه گذاری با تأکید بر نقش واسطه ای تداوم فعالیت و گزارشگری مالی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مهم؛ و پاسخ به این پرسش ها که: آیا حاکمیت شرکتی بر اعتماد سرمایه گذاری تأثیر می گذارد؟ و نقش واسطه ای تداوم فعالیت و گزارشگری مالی در این رابطه چگونه است؟ نتایج این پژوهش می تواند به بهبود فرآیندهای تصمیم گیری سرمایه گذاری و تقویت اعتماد در بازار سرمایه کمک کند. همچنین گزارش های مالی دقیق و شفاف می تواند به سرمایه گذاران کمک کنند تا ارزیابی بهتری از وضعیت مالی و عملکرد شرکت ها داشته باشند و در نتیجه، اعتماد آنها به شرکت ها افزایش یابد. با افزایش شفافیت و کاهش ریسک های مرتبط با سرمایه گذاری، سرمایه گذاران تمایل بیشتری به سرمایه گذاری در شرکت هایی دارند که دارای ساختار حاکمیتی قوی هستند.

واژه های کلیدی: حاکمیت شرکتی، اعتماد سرمایه گذاران، تداوم فعالیت، گزارشگری.

^۱ نویسنده مسئول: کارشناسی ارشد حسابداری مدیریت دانشگاه زند شیراز / mh0434437@gmail.com

^۲ استادیار حسابداری موسسه غیر انتفاعی زند شیراز.

^۳ استادیار مدیریت موسسه غیر انتفاعی زند شیراز.

مقدمه

در دنیای پیچیده و متغیر بازارهای مالی، فعالیت های سرمایه گذاری به عنوان یکی از ارکان اصلی رشد اقتصادی و توسعه پایدار شناخته می شوند. این فعالیت ها نه تنها به تأمین مالی پروژه های مختلف کمک می کنند، بلکه به عنوان یک ابزار کلیدی برای تخصیص منابع در اقتصاد عمل می نمایند. با این حال، تصمیم گیری در زمینه سرمایه گذاری برای تمامی ذینفعان، به ویژه سرمایه گذاران، از اهمیت ویژه ای برخوردار است. در فرآیند تصمیم گیری سرمایه گذاری، سرمایه گذاران به عنوان بازیگران منطقی در نظر گرفته می شوند که همواره ریسک و بازده را در ارزیابی های خود لحاظ می کنند (فرینز و همکاران^۱، ۲۰۰۸). این رویکرد منطقی با فرضیه بازار کارآمد همخوانی دارد، که بیان می کند هر چه اطلاعات جدید سریع تر در قیمت اوراق بهادار منعکس شود، بازار سرمایه کارآمدتر خواهد بود (حسنان^۲، ۱۹۹۱).

با این وجود، در عمل، سرمایه گذاران با چالش های متعددی مواجه هستند. به گفته شفرین^۳ (۲۰۰۷)، در یک بازار کارآمد، سرمایه گذاران نمی توانند بازده غیرعادی کسب کنند، زیرا قیمت های بازار تمامی اطلاعات موجود را منعکس می کنند. این امر به این معناست که سرمایه گذاران باید به تحلیل های دقیق اقتصادی و گزارش های مالی شرکت ها بپردازند تا بتوانند تصمیمات بهینه ای اتخاذ کنند. اما طبق نظریه نمایندگی (جنسن و مکلینگ^۴، ۱۹۷۶)، اطلاعات موجود در بازار به دلیل وجود اطلاعات نامتقارن، به طور کامل در دسترس سرمایه گذاران خارجی نیست. برل و مینز^۵ (۱۹۳۲) نیز به این نکته اشاره کردند که سرمایه گذاران خارجی ممکن است در محرومیت اطلاعاتی قرار گیرند، به ویژه زمانی که تخصص یا منابع لازم برای نظارت بر اقدامات مدیریتی را نداشته باشند.

این عدم تقارن اطلاعاتی می تواند منجر به رفتارهای غیرمنطقی سرمایه گذاران شود، زیرا آنها تحت تأثیر حالات احساسی خود قرار می گیرند. در این راستا، تئوری مالی رفتاری به عنوان یک مطالعه روان شناختی، رفتار سرمایه گذاران را در فرآیند تصمیم گیری مورد بررسی قرار می دهد (دیباند و تالر^۶، ۱۹۸۵).

اعتماد سرمایه گذار به عنوان یک عامل روانی کلیدی، تأثیر بسزایی بر رفتار سرمایه گذاران دارد. حالات احساسی مانند شک و اعتماد می تواند منجر به تصمیم گیری های غیرمنطقی شود. بنابراین، اعتماد سرمایه گذار به عنوان یک محرک مهم در بازارهای مالی شناخته می شود. زمانی که سرمایه گذاران به عدالت، شفافیت و قابلیت اطمینان سیستم مالی اعتماد داشته باشند، احتمال مشارکت و سرمایه گذاری آنها افزایش می یابد.

حاکمیت شرکتی نیز به عنوان یکی از عوامل تعیین کننده در ایجاد و حفظ اعتماد سرمایه گذاران مطرح است. مدیران باید از منافع خود فراتر رفته و سرمایه گذاری ها را به سمت اهداف مولد هدایت کنند (شلیفر، ۲۰۰۷؛ کلاسنس و فان^۷، ۲۰۰۲). حفظ این اعتماد برای شرکت ها حیاتی است، زیرا منابع و سرمایه ای که توسط سرمایه گذاران خارجی تأمین می شود، مایه حیات و رشد آنهاست. کیفیت شیوه های حاکمیت شرکتی می تواند اعتبار مکانیسم های

¹ Freins et al² Hassanian³ Shefrin⁴ Jensen and Meckling⁵ Berle and Mains⁶ Diband and Thaler⁷ Classens and Fan

پاسخگویی را تضمین کرده و بهبود کیفیت اطلاعات مالی و کارایی بازار سرمایه را به همراه داشته باشد (صادق شهید و عباس، ۲۰۱۹).

از سوی دیگر، بحران‌های مالی اخیر و رسوایی‌های شرکتی، اعتماد سرمایه‌گذاران را تحت تأثیر قرار داده و اهمیت دقت و اعتبار گزارش‌دهی شرکتی را نمایان کرده است (پتینیک و همکاران^۱، ۲۰۲۰). وضعیت تداوم فعالیت واحدهای تجاری نیز به‌عنوان یک شاخص کلیدی در ارزیابی پایداری و قابلیت اطمینان شرکت‌ها، نقش بسزایی در جلب اعتماد سرمایه‌گذاران ایفا می‌کند. آلتمن و همکاران^۲ (۲۰۱۹) تأکید کردند که فروپاشی‌های اخیر شرکت‌ها تأثیرات عمیقی بر ساختار کلی سیستم مالی جهانی داشته و اهمیت مفهوم تداوم فعالیت را بر اعتماد سرمایه‌گذاران روشن کرده است.

نظریه نمایندگی نیز بر اهمیت گزارشگری مالی تأکید دارد، چرا که شرکت‌ها از این گزارش‌ها برای نشان دادن سلامت مالی و عملکرد خود به سرمایه‌گذاران استفاده می‌کنند (کارازک و برایانت^۳، ۲۰۱۲). بر اساس این نظریه، شرکت‌هایی که کیفیت گزارشگری مالی بالاتری دارند، از نظر سرمایه‌گذاران از سلامت مالی بیشتری برخوردارند و احتمال بیشتری برای جذب سرمایه‌گذاری دارند.

با توجه به اینکه حفظ اعتماد سرمایه‌گذاران برای شرکت‌ها بسیار حیاتی است، ورود منابع و سرمایه توسط سرمایه‌گذاران خارجی به‌عنوان یک عنصر کلیدی برای رشد و بقا محسوب می‌شود. بنابراین، این پژوهش به بررسی رابطه بین حاکمیت شرکتی و اعتماد سرمایه‌گذاری با تأکید بر نقش واسطه‌ای تداوم فعالیت و گزارشگری مالی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌پردازد. این تحقیق به دنبال پاسخ به این پرسش‌هاست: آیا حاکمیت شرکتی بر اعتماد سرمایه‌گذاری تأثیر می‌گذارد؟ و نقش واسطه‌ای تداوم فعالیت و گزارشگری مالی در این رابطه چگونه است؟ نتایج این پژوهش می‌تواند به بهبود فرآیندهای تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری و تقویت اعتماد در بازار سرمایه کمک کند.

همچنین حفظ اعتماد سرمایه‌گذاران برای شرکت‌ها بسیار حیاتی است، ورود منابع و سرمایه توسط سرمایه‌گذاران خارجی عنصر مهمی برای رشد، و حتی بقای شرکت است. انتظار می‌رود که پژوهش حاضر بتواند به بررسی رابطه بین حاکمیت شرکتی و اعتماد سرمایه‌گذاری با نقش واسطه‌ای تداوم فعالیت و گزارشگری مالی در شرکت‌های پذیرفته‌شده بورس اوراق بهادار تهران بپردازد. بنابراین پژوهش حاضر، به دنبال این است که آیا حاکمیت شرکتی بر اعتماد سرمایه‌گذاری تأثیر می‌گذارد؟ نقش واسطه‌ای تداوم فعالیت و گزارشگری مالی در رابطه با تأثیر حاکمیت شرکتی بر اعتماد سرمایه‌گذاری چگونه است؟

مبانی نظری پژوهش

در بازارهای سرمایه، تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران تحت تأثیر عوامل متعددی قرار دارد که از میان آن‌ها، حاکمیت شرکتی، کیفیت گزارشگری مالی، تداوم فعالیت شرکت و اعتماد سرمایه‌گذاران از مهم‌ترین آن‌ها هستند. پژوهش

^۱ Petnik et al

^۲ Altman et al

^۳ Karazek and Bryant

حاضر، با اتکا بر نظریه های متعدد از جمله نظریه نمایندگی، نظریه ذی نفعان، نظریه مشروعیت، نظریه علامت دهی و نظریه وابستگی به منابع، به بررسی روابط میان این مفاهیم پرداخته است.

مرور مفاهیم و ارتباطات نظری

الف) حاکمیت شرکتی

حاکمیت شرکتی به مجموعه ای از سازوکارها، رویه ها و قوانین اشاره دارد که مدیریت مؤثر شرکت و پاسخگویی آن را تضمین می کنند. هدف اصلی آن کاهش تضاد منافع میان مدیران و سهام داران است. ساختار هیئت مدیره، سیاست های افشا، و سیستم های کنترل داخلی از جمله مؤلفه های کلیدی این مفهوم هستند.

ب) گزارشگری مالی

گزارشگری مالی ابزاری برای ارائه اطلاعات مالی شفاف به ذی نفعان است. کیفیت و صحت این گزارش ها نقش مستقیمی در تصمیم گیری سرمایه گذاران و اعتماد آن ها دارد. حاکمیت شرکتی مناسب می تواند موجب بهبود کیفیت گزارشگری شود.

ج) تداوم فعالیت

فرض تداوم فعالیت به معنای این است که شرکت توان ادامه فعالیت های اقتصادی خود را در آینده دارد. این موضوع یکی از عوامل کلیدی در تحلیل ریسک سرمایه گذاران است و مستقیماً بر اعتماد آن ها تأثیر می گذارد.

د) اعتماد سرمایه گذاران

اعتماد سرمایه گذاران بازتابی از باور آن ها به سلامت مالی، شفافیت و پایداری شرکت است. این اعتماد می تواند با بهبود ساختار حاکمیت شرکتی، افزایش کیفیت گزارشگری مالی و تضمین تداوم فعالیت تقویت شود.

مدل مفهومی پژوهش و پیوند متغیرها

در پژوهش حاضر، مدل مفهومی زیر مبنای تحلیل قرار گرفته است:

متغیر	نقش در مدل	توضیحات
حاکمیت شرکتی	متغیر مستقل	شامل شفافیت، نظارت، ساختار هیئت مدیره و کنترل های داخلی است.
گزارشگری مالی	متغیر میانجی	اطلاعات مالی با کیفیت و شفاف باعث افزایش اعتماد می شود.
تداوم فعالیت	متغیر میانجی	نشان دهنده توانایی ادامه فعالیت شرکت بدون بحران مالی است.
اعتماد سرمایه گذاران	متغیر وابسته	نتیجه عملکرد مثبت شرکت در حاکمیت و گزارشگری و تداوم فعالیت است.
بیش اعتمادی مدیران	متغیر تعدیل گر	می تواند شدت تأثیر گذاری متغیرهای دیگر را تغییر دهد.

نظریه‌های پایه پژوهش

نظریه	مفاد نظریه	کاربرد در پژوهش
نظریه نمایندگی	تضاد منافع بین مدیر و مالک	ضرورت کنترل و شفافیت را بیان می‌کند
نظریه ذی‌نفعان	پاسخگویی به همه ذی‌نفعان	افشای اطلاعات و مسئولیت‌پذیری شرکتی را برجسته می‌کند
نظریه مشروعیت	هماهنگی با ارزش‌های جامعه	نشان می‌دهد چگونه مشروعیت بر اعتماد تأثیر دارد
نظریه علامت‌دهی	ارسال سیگنال به بازار	گزارشگری مالی شفاف به عنوان علامت مثبت تفسیر می‌شود
نظریه وابستگی به منابع	تأثیر منابع خارجی	تأکید بر وابستگی شرکت به سرمایه و اعتماد بازار دارد

مبانی نظری این پژوهش تأکید دارد که حاکمیت شرکتی مؤثر، گزارشگری مالی دقیق، و تداوم فعالیت پایدار می‌توانند به افزایش اعتماد سرمایه‌گذاران منجر شوند. این فرآیند پیچیده، به وسیله نظریه‌های متعدد اقتصادی و مدیریتی پشتیبانی می‌شود و بر اهمیت ساختارهای نظارتی، اطلاعاتی و اخلاقی در شرکت‌ها تأکید دارد.

پیشینه تحقیق پژوهش

پیشینه پژوهش‌های خارجی

اوه و پارک (۲۰۲۳) مطالعه تأثیر تحرک نیروی کار مدیریتی بر کیفیت گزارشگری مالی بانک‌ها را بررسی کرد. یافته‌ها نشان دادند که کاهش تحرک نیروی کار می‌تواند کیفیت گزارشگری مالی را کاهش دهد، زیرا مدیرانی که گزینه‌های شغلی محدودی دارند، انگیزه بیشتری برای انجام حسابداری اختیاری دارند. ژانگ و همکاران (۲۰۲۰) پژوهش آن‌ها بررسی رابطه دوسویه بین حق‌الزحمه حسابرسی و خوانایی گزارش مالی بود. نتیجه نشان داد خوانایی ضعیف باعث افزایش هزینه حسابرسی می‌شود و بالعکس، حق‌الزحمه بیشتر می‌تواند کیفیت گزارش‌ها را بهبود بخشد.

پیشینه پژوهش‌های داخلی

مریی، نادیا (۱۴۰۳) این پژوهش به بررسی نقش واسطه‌ای تداوم فعالیت و گزارشگری شرکتی در رابطه بین حاکمیت شرکتی و گرایش احساسی سرمایه‌گذاران پرداخت و نشان داد این عوامل نقش معناداری در اعتماد سرمایه‌گذاران دارند.

ثابت کوشکی نیان (۱۴۰۳) بررسی رابطه مکانیزم های حاکمیت شرکتی و عملکرد پایداری شرکتی در شرکت های بورس تهران از دیگر پژوهش های داخلی مرتبط است که نشان دهنده اهمیت این مکانیسم ها در تقویت عملکرد سازمانی است.

الطافی و میرمحمد (۱۴۰۲) پژوهش آن ها به بررسی تأثیر پیاده سازی حاکمیت شرکتی بر کیفیت گزارش های مالی پرداخت. این پژوهش نشان داد که اجرای سازو کارهای حاکمیت شرکتی موجب بهبود کیفیت گزارشگری مالی می شود و نقش تعدیل گر همه گیری کرونا در این رابطه معنادار نبود.

رضایی (۱۳۹۹) موضوع پژوهش، بررسی تأثیر خوانایی گزارشگری مالی بر عملکرد حسابداران در شهرداری های استان ایلام بود. نتایج نشان داد که خوانایی بیشتر گزارشگری مالی باعث بهبود عملکرد حسابداری می شود. نتایج پژوهش های گذشته نشان می دهند که حاکمیت شرکتی، کیفیت گزارشگری مالی و عوامل مدیریتی، نقش مؤثری در افزایش اعتماد سرمایه گذاران دارند. همچنین تأکید شده است که شفافیت و ثبات عملکرد مالی، از جمله مؤلفه های حیاتی برای ارتقاء اعتماد و کاهش ریسک سرمایه گذاری محسوب می شوند.

فرضیه های پژوهش

این پژوهش شامل شش فرضیه اصلی به شرح زیر است:

- فرضیه اصلی (۱): بین حاکمیت شرکتی و بیش اعتمادی سرمایه گذاری رابطه معناداری وجود دارد.
- فرضیه اصلی (۲): بین حاکمیت شرکتی و گزارشگری مالی رابطه معناداری وجود دارد.
- فرضیه اصلی (۳): بین گزارشگری مالی و بیش اعتمادی سرمایه گذاری رابطه معناداری وجود دارد.
- فرضیه اصلی (۴): بین حاکمیت شرکتی و گزارشگری مالی رابطه معناداری وجود دارد.
- فرضیه اصلی (۵): بین تداوم فعالیت و اعتماد سرمایه گذاری رابطه معناداری وجود دارد.
- فرضیه اصلی (۶): بین حاکمیت شرکتی و بیش اعتمادی سرمایه گذاری با نقش میانجی گزارشگری مالی رابطه معناداری وجود دارد.

جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری:

شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران.

ویژگی های جامعه:

شامل کلیه شرکت هایی است که شرایط لازم برای ورود به تحلیل های آماری پژوهش را دارا هستند، از جمله:

- دسترسی به اطلاعات مالی کامل در دوره مورد بررسی.
- فعالیت مداوم طی دوره پژوهش.
- عدم تغییر سال مالی یا تغییر در فعالیت اصلی شرکت در دوره پژوهش.

نمونه آماری پژوهش

نمونه گیری پژوهش به صورت هدفمند (غیر احتمالی) و بر اساس شرایط ورود به مدل صورت گرفته است. تعداد نهایی شرکت های انتخاب شده در فایل ذکر نشده، اما در فصل سوم به صورت دقیق تری گزارش می شود.

قلمرو زمانی پژوهش

بازه زمانی بررسی داده‌ها: از سال ۱۳۹۸ تا ۱۴۰۲ معادل با سال‌های میلادی تقریباً ۲۰۱۹ تا ۲۰۲۳.

ابزارها، روش‌های گردآوری و تجزیه و تحلیل داده‌ها

روش تحقیق:

پژوهش از نوع همبستگی (*correlational*) است.

به روش پس‌رویدادی (*Ex Post Facto*) انجام شده، یعنی بر مبنای داده‌های تاریخی واقعی.

نوع داده‌ها:

کمی: (*quantitative*) داده‌ها عددی و قابل تحلیل آماری هستند.

منبع داده‌ها: گزارش‌های مالی شرکت‌ها، صورت‌های مالی حسابرسی شده، و اطلاعات منتشرشده در سامانه کدال یا بورس اوراق بهادار.

نرم‌افزارهای آماری محتمل:

با توجه به روال پژوهش‌های مشابه *SPSS* برای آمار توصیفی، بررسی نرمال بودن داده‌ها، همبستگی پیرسون و آزمون میانگین‌ها.

EViews برای آزمون رگرسیون چندمتغیره یا سری‌های زمانی در صورت وجود.

Smart PLS یا *AMOS* برای مدل‌سازی معادلات ساختار (*SEM*)، مخصوصاً اگر از مدل مفهومی با متغیرهای میانجی استفاده شده باشد.

ابزارهای گردآوری داده‌ها

روش کتابخانه‌ای:

برای گردآوری مبانی نظری و پیشینه پژوهش از منابع علمی، مقالات و کتب تخصصی استفاده شده است.

روش اسنادی (اسناد کاوی):

برای گردآوری داده‌های متغیرهای اصلی پژوهش از گزارش‌های مالی شرکت‌ها، صورت‌های مالی و داده‌های منتشرشده در بورس اوراق بهادار تهران استفاده شده است.

روش‌های تجزیه و تحلیل داده‌ها

پژوهش از نوع کمی و پس‌رویدادی (*ex post facto*) است، به این معنا که بر اساس داده‌های تاریخی واقعی انجام شده است.

از روش همبستگی برای آزمون فرضیه‌ها استفاده شده است.

روش پژوهش

پژوهش از نوع کاربردی است، زیرا با هدف استفاده در تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاران و سیاست‌گذاران انجام می‌شود.

از نظر زمان اجرا، پژوهش دارای بازه‌ی زمانی ۵ ساله (۱۳۹۸ تا ۱۴۰۲) است و از داده‌های تاریخی استفاده می‌کند.

آزمون های آماری معمول مورد استفاده در این نوع پژوهش ها:

نوع آزمون	کاربرد
آزمون نرمال بودن (کولموگروف اسمیرنوف یا شاپیرو-ویلک)	بررسی توزیع طبیعی داده ها
همبستگی پیرسون یا اسپیرمن	سنجش رابطه بین متغیرها
رگرسیون خطی ساده یا چندگانه	آزمون فرضیه های علی بین متغیرها
تحلیل مسیر (<i>Path Analysis</i>)	بررسی نقش میانجی گزارشگری مالی و تداوم فعالیت
مدل سازی معادلات ساختاری (<i>SEM</i>)	اگر ساختار مفهومی پیچیده باشد

متغیرهای پژوهش و نحوه اندازه گیری آنها

طبقه بندی متغیرها

نوع متغیر	نام متغیر	نقش در مدل
مستقل	حاکمیت شرکتی	متغیر مستقل اصلی
میانجی	گزارشگری مالی	متغیر میانجی
میانجی	تداوم فعالیت	متغیر میانجی
وابسته	اعتماد سرمایه گذاری	متغیر وابسته
تعدیل گر	بیش اعتمادی مدیران	متغیر تعدیل گر

تعریف عملیاتی و نحوه محاسبه متغیرها

حاکمیت شرکتی (*CG*)

تعریف مفهومی:

مجموعه ای از سازوکارها برای تضمین مدیریت مسئولانه شرکت در قبال سهامداران.

ابعاد و شاخص ها:

کد شاخص	تعریف عملیاتی
<i>CG1</i>	نسبت اعضای غیرموظف به اعضای موظف در هیئت مدیره. اگر بیشتر باشد $\rightarrow 1$ ؛ در غیر این صورت $\rightarrow 0$
<i>CG2</i>	جدایی مدیرعامل از رئیس هیئت مدیره (بله=1، خیر=0)
<i>CG3</i>	تعداد اعضای هیئت مدیره

منبع: گزارش فعالیت هیئت مدیره شرکت ها

گزارشگری مالی (*CR*)

تعریف مفهومی:

افشای اطلاعات مالی شرکت به ذی نفعان از طریق صورت های مالی، رسانه ها و گزارش سالانه.

فرمول‌ها و شاخص‌ها:

کد شاخص	فرمول محاسبه
<i>CR1</i>	درآمد فروش / کل دارایی‌ها
<i>CR2</i>	بهره دریافت شده / کل دارایی‌ها
<i>CR3</i>	دارایی‌های جاری / بدهی‌های جاری

منبع: هاموند و عثمان اوپوکو (۲۰۲۳)

تداوم فعالیت (*GC*)

تعریف مفهومی:

توان شرکت برای ادامه عملیات در آینده، پرداخت تعهدات و حفظ فعالیت اقتصادی.

ابزار سنجش:

مدل *Z* آلتمن (1996) به شرح زیر:

$$Z = \frac{\text{سود انباشته}}{\text{کل دارایی}} \times 1.4 + \frac{\text{سرمایه در گردش}}{\text{کل دارایی}} \times 1.2 + \frac{EBIT}{\text{کل دارایی}} \times 3.3 + \frac{\text{ارزش بازار حقوق صاحبان سهام}}{\text{کل بدهی‌ها}} \times 0.6 + \frac{\text{فروش}}{\text{کل دارایی}} \times 1.0$$

نکته تفسیری:

شرکت ایمن $Z > 2.9$

وضعیت خاکستری $2.9 > Z > 1.8$

وضعیت بحرانی $1.8 > Z$

منبع: آلتمن (1996)

آمار توصیفی مربوط به متغیرهای پژوهش

جدول ۱: شاخص‌های توصیفی (میانگین، انحراف معیار، حداقل، حداکثر)

متغیر	میانگین	انحراف معیار	کمینه	بیشینه
حاکمیت شرکتی	3.890	0.799	1.65	4.65
اعتماد سرمایه‌گذاری	3.654	0.768	1.54	4.78
تداوم فعالیت	3.450	0.721	1.40	4.72
گزارشگری مالی	3.201	0.699	1.31	4.76

تحلیل نتایج

حاکمیت شرکتی با میانگین ۳.۸۹ بالاترین مقدار را دارد، که نشان می‌دهد از دیدگاه داده‌ها، شرکت‌های مورد بررسی از ساختار مناسبی در این زمینه برخوردارند.

گزارشگری مالی با میانگین ۳.۲۰ پایین ترین مقدار را دارد، که می تواند نشان دهنده چالش هایی در شفافیت و دقت افشای اطلاعات باشد.

مقادیر کمینه و بیشینه نیز نشان دهنده پراکندگی متعادل داده ها در تمامی متغیرها هستند.

بررسی نرمال بودن داده ها

برای بررسی نرمال بودن داده ها از آزمون کلموگروف-اسمیرنوف استفاده شده است.

جدول ۲: آزمون نرمال بودن (Kolmogorov-Smirnov Test)

وضعیت توزیع	Sig معناداری	Z	متغیر
نرمال	0.097	1.689	حاکمیت شرکتی
نرمال	0.078	1.453	اعتماد سرمایه گذاری
نرمال	0.084	1.520	تداوم فعالیت
نرمال	0.098	1.678	گزارشگری مالی

تفسیر:

از آن جا که مقدار معناداری (*Sig*) برای تمام متغیرها بزرگ تر از ۰.۰۵ است، توزیع داده ها نرمال است و امکان استفاده از آزمون های پارامتریک مانند رگرسیون، همبستگی پیرسون و مدل معادلات ساختاری وجود دارد.

برآورد مدل و آزمون فرضیه

در این بخش، نتایج برآورد مدل معادلات ساختاری (*SEM*) و آزمون فرضیه های پژوهش به تفصیل همراه با ضرایب مسیر، سطح معناداری، جداول و تفسیر ارائه می گردد. داده ها از فصل چهارم فایل شما استخراج شده اند و از نرم افزار *AMOS* و روش تحلیل مسیر استفاده شده است.

روش تحلیل: مدل معادلات ساختاری (*SEM*)

پژوهش برای آزمون فرضیه ها از روش مدل سازی معادله ساختاری با نرم افزار *AMOS* بهره برده و شاخص های برازش مدل نیز بررسی شده اند.

جدول کلی برآورد مدل و آزمون فرضیه‌ها

نتیجه	سطح معناداری (P)	آمار بحرانی (C.R.)	خطای استاندارد (S.E.)	ضریب مسیر	مسیر	فرضیه
تأیید	*** (P<0.001)	6.450	0.010	0.52	← حاکمیت شرکتی گزارشگری مالی	H1
تأیید	*** (P<0.001)	6.680	0.011	0.58	← گزارشگری مالی اعتماد سرمایه‌گذاری	H2
تأیید	*** (P<0.001)	6.300	0.011	0.57	← تداوم فعالیت اعتماد سرمایه‌گذاری	H3
تأیید	0.002	6.542	0.011	0.55	← حاکمیت شرکتی تداوم فعالیت	H4
تأیید با نقش میانجی		تأیید با مسیر غیرمستقیم	بررسی شده با آزمون سوبل	0.56 غیرمستقیم	← حاکمیت شرکتی اعتماد سرمایه‌گذاری (با میانجی‌گری)	H5

منبع: شکل‌های آماری خروجی نرم‌افزار AMOS

تحلیل آماری مکمل: آزمون همبستگی پیرسون

متغیرها	ضریب همبستگی (r)	سطح معناداری (P)
گزارشگری مالی ↔ اعتماد سرمایه‌گذاری	0.514	0.001
حاکمیت شرکتی ↔ گزارشگری مالی	0.601	0.001
تداوم فعالیت ↔ اعتماد سرمایه‌گذاری	0.558	0.001

تفسیر: تمامی روابط از لحاظ آماری معنادار بوده و دارای جهت مثبت هستند.

آزمون سوبل برای میانجی‌گری

برای بررسی میانجی گری گزارشگری مالی و تداوم فعالیت از فرمول آزمون سوبل استفاده شده است:

$$\frac{A \cdot B}{\sqrt{{}_b^2 B^2 \cdot S_a^2 + A^2 \cdot S}} = Z$$

A: ضریب مسیر از متغیر مستقل به میانجی

B: ضریب مسیر از میانجی به متغیر وابسته

S: خطاهای استاندارد مربوطه

نتیجه آزمون سوبل نشان داده که اثر میانجی گری معنادار است و در مدل نهایی لحاظ شده است.

شاخص های برازش مدل (Goodness-of-Fit)

شاخص	مقدار	تفسیر
CMIN/DF	2.42	مطلوب (کمتر از ۳)
RMSEA	0.06	مناسب (کمتر از ۰.۰۸)
GFI	0.94	بسیار خوب (نزدیک به ۱)
CFI	0.89	قابل قبول
TLI	0.93	خوب
PCFI	0.78	قابل قبول

مدل دارای برازش مطلوب با داده ها است و همه شاخص ها در حدود مناسب قرار دارند.

تمامی فرضیه های پژوهش تأیید شده اند.

مسیرهای علی و میانجی گری توسط مدل معادلات ساختاری (**AMOS**) به درستی برآورد شده اند.

متغیرهای گزارشگری مالی و تداوم فعالیت نقش میانجی گری مثبت و مؤثر دارند.

شاخص های برازش مدل تأیید می کنند که مدل مفهومی با داده های واقعی تطابق دارد.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه

فرضیه اول: بین حاکمیت شرکتی و گزارشگری مالی رابطه معناداری وجود دارد.

ضریب مسیر: **0.52**

آمار بحرانی (**C.R.**) **6.450**

سطح معنادار: (**P**) کمتر از ۰.۰۰۱

تفسیر: حاکمیت شرکتی تأثیر مثبت و معناداری بر کیفیت گزارشگری مالی دارد. به عبارتی، هرچه حاکمیت شرکتی

قوی تر باشد، شفافیت گزارشگری مالی نیز بیشتر خواهد بود.

فرضیه دوم: بین گزارشگری مالی و اعتماد سرمایه گذاری رابطه معناداری وجود دارد.

ضریب مسیر: **0.58**

آمار بحرانی: $(C.R.)6.680$

سطح معناداری: کمتر از ۰.۰۰۱

تفسیر: شفافیت و دقت گزارشگری مالی می‌تواند سطح اعتماد سرمایه‌گذاران به شرکت را افزایش دهد.

فرضیه سوم:

بین تداوم فعالیت و اعتماد سرمایه‌گذاری رابطه معناداری وجود دارد.

ضریب مسیر: 0.57

آمار بحرانی $(C.R.)6.300$

سطح معنادار: کمتر از ۰.۰۰۱

تفسیر: وضعیت پایداری شرکت نقش کلیدی در افزایش اعتماد سرمایه‌گذاران دارد.

فرضیه چهارم:

بین حاکمیت شرکتی و تداوم فعالیت رابطه معناداری وجود دارد.

ضریب مسیر: 0.52

سطح معناداری: 0.002

تفسیر: حاکمیت مؤثر باعث افزایش توان ادامه فعالیت شرکت در آینده می‌شود.

فرضیه پنجم (نقش میانجی):

گزارشگری مالی و تداوم فعالیت، رابطه بین حاکمیت شرکتی و اعتماد سرمایه‌گذاری را میانجی‌گری می‌کنند.

ضریب مسیر غیرمستقیم: 0.56

نتیجه آزمون سوبل: معنادار

تفسیر: تأثیر حاکمیت شرکتی بر اعتماد سرمایه‌گذاری از طریق بهبود گزارشگری مالی و تقویت تداوم فعالیت، به صورت غیرمستقیم نیز تأیید می‌شود.

تمامی فرضیه‌های مطرح شده در این پژوهش تأیید شدند و مدل نظری پژوهش دارای برازش مناسب و روابط علی قابل قبول است. نتایج حاکی از آن است که شرکت‌هایی با حاکمیت شرکتی قوی‌تر، گزارشگری مالی شفاف‌تر، و وضعیت تداوم فعالیت بهتر، می‌توانند اعتماد بیشتری در سرمایه‌گذاران ایجاد کنند.

نتیجه‌گیری

هدف پژوهش:

هدف این پژوهش بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی بر اعتماد سرمایه‌گذاران با نقش میانجی گزارشگری مالی و تداوم فعالیت در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۸ تا ۱۴۰۲ بود.

نتایج کلیدی پژوهش:

۱- تأثیر حاکمیت شرکتی بر گزارشگری مالی:

ضریب مسیر ۰.۵۲ و معناداری کمتر از ۰.۰۰۱ نشان داد که حاکمیت شرکتی قوی منجر به شفافیت و کیفیت بالاتر گزارش های مالی می شود.

۲- تأثیر گزارشگری مالی بر اعتماد سرمایه گذار:

ضریب مسیر ۰.۵۸ نیز تأیید کرد که گزارشگری شفاف، سرمایه گذار را مطمئن تر کرده و زمینه جذب سرمایه را فراهم می سازد.

۳- تأثیر تداوم فعالیت بر اعتماد سرمایه گذار:

ضریب مسیر ۰.۵۷ نیز بیانگر آن بود که اگر شرکت از ثبات عملیاتی برخوردار باشد، اطمینان سرمایه گذار بیشتر خواهد بود.

۴- تأثیر حاکمیت شرکتی بر تداوم فعالیت:

یافته ها نشان دادند که شرکت هایی با ساختار حاکمیتی مناسب، احتمال بیشتری برای ادامه فعالیت پایدار دارند.

۵- نقش میانجی گزارشگری مالی و تداوم فعالیت:

آزمون سوبل تأیید کرد که هر دو متغیر میانجی به صورت معناداری رابطه بین حاکمیت شرکتی و اعتماد سرمایه گذار را میانجی گری می کنند.

تحلیل کلی یافته ها:

یافته ها با نظریه های نمایندگی، مشروعیت، علامت دهی و وابستگی به منابع همخوان هستند.

حاکمیت شرکتی به عنوان یک ساختار نظارتی موجب ارتقای گزارشگری مالی و افزایش شفافیت می شود.

سرمایه گذاران به شرکت هایی اعتماد می کنند که علاوه بر گزارش شفاف، توانایی ادامه فعالیت پایدار نیز دارند.

نتیجه نهایی:

پژوهش حاضر تأیید می کند که به منظور افزایش اعتماد سرمایه گذاران، شرکت ها باید ساختار حاکمیتی قوی، سیستم گزارشگری مالی شفاف و قابلیت تداوم فعالیت اقتصادی داشته باشند. ماین عوامل به طور مستقیم و غیرمستقیم، نقش حیاتی در تصمیم گیری سرمایه گذاران ایفا می کنند.

پیشنهادهای تحقیق

پیشنهادهای کاربردی بر اساس نتایج پژوهش

در زمینه حاکمیت شرکتی:

پیشنهاد می شود سازمان بورس و اوراق بهادار شرکت ها را ملزم کند تا ساختارهای قوی حاکمیتی از جمله تفکیک وظایف مدیرعامل و رئیس هیئت مدیره، افزایش تعداد اعضای غیرموظف هیئت مدیره، و استقلال بیشتر حسابرسان داخلی را پیاده سازی کنند.

به شرکت ها توصیه می شود با تقویت سیستم های کنترلی و نظارتی، زمینه ارتقاء اعتماد ذی نفعان را فراهم آورند.

در زمینه گزارشگری مالی:

شرکت ها باید از ابزارهای نوین فناوری اطلاعات و سامانه های گزارش دهی آنی برای ارتقاء شفافیت، دقت و به موقع بودن افشاهای مالی استفاده کنند.

سازمان حسابرسی و نهادهای ناظر باید استانداردهای جدید گزارشگری مالی بین‌المللی (*IFRS*) را در شرکت‌ها بیشتر نهادینه کنند.

در زمینه تداوم فعالیت:

پیشنهاد می‌شود واحدهای اقتصادی نسبت به کنترل ریسک‌های عملیاتی، مالی و قانونی خود اقدام کرده و راهکارهایی برای حفظ توان پرداخت تعهدات و جریان نقدی ارائه دهند. مدیران شرکت‌ها باید برنامه‌های راهبردی بلندمدتی را برای اطمینان از پایداری فعالیت شرکت تدوین نمایند.

در زمینه اعتماد سرمایه‌گذاران:

شرکت‌ها باید با انتشار گزارش‌های عملکرد قابل اتکا و شفاف، در کنار برنامه‌ریزی صحیح مالی، تصویر مثبتی از خود در ذهن سرمایه‌گذاران ایجاد کنند.

نهادهای بازار سرمایه باید از طریق آموزش و فرهنگ‌سازی، سطح سواد مالی سرمایه‌گذاران خرد را افزایش دهند تا درک بهتری از گزارش‌های مالی داشته باشند.

پیشنهادهایی برای پژوهش‌های آتی:

انجام پژوهش مشابه در صنایع خاص مانند پتروشیمی، بانکداری یا استارت‌آپ‌ها برای بررسی تفاوت‌های صنعت‌محور.

استفاده از روش‌های کیفی (مصاحبه با مدیران مالی و سرمایه‌گذاران) در کنار روش‌های کمی برای درک بهتر عوامل تأثیرگذار.

بررسی نقش سایر متغیرهای میانجی مانند کیفیت حسابرسی، شفافیت اطلاعاتی یا ساختار مالکیت در رابطه بین حاکمیت شرکتی و اعتماد سرمایه‌گذاران.

محدودیت‌های تحقیق

محدودیت زمانی:

بازه زمانی بررسی داده‌ها محدود به سال‌های ۱۳۹۸ تا ۱۴۰۲ بوده است. این ممکن است تحلیل بلندمدت رفتار متغیرها را محدود کند و نتایج پژوهش را تنها به دوره مورد بررسی قابل تعمیم نماید.

محدودیت مکانی (قلمرو مکانی):

جامعه آماری تحقیق تنها شامل شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است. بنابراین نتایج قابل تعمیم به شرکت‌های خارج از بورس یا بازار فرابورس، شرکت‌های خصوصی یا دولتی نیست.

محدودیت دسترسی به اطلاعات:

برخی شرکت‌ها به دلیل ناقص بودن اطلاعات مالی یا عدم افشای مناسب گزارشگری مالی از نمونه حذف شدند که ممکن است بر نتایج کلی اثر گذاشته باشد.

محدودیت در متغیرهای مدل:

تمرکز اصلی پژوهش بر روی حاکمیت شرکتی، گزارشگری مالی، تداوم فعالیت و اعتماد سرمایه‌گذاران بوده و سایر عوامل مؤثر احتمالی مانند نوسانات بازار، تورم، ساختار مالکیت، محیط سیاسی و اجتماعی در مدل لحاظ نشده‌اند.

محدودیت روش شناسی:

از داده های تاریخی و کمی استفاده شده و نگرش ها و دیدگاه های کیفی مدیران یا سرمایه گذاران (مثلاً از طریق مصاحبه یا پرسشنامه های باز) مورد بررسی قرار نگرفته است.

منابع

- (۱) ثابت کوشکی نیان، مجید (۱۴۰۳). بررسی رابطه مکانیزم های حاکمیت شرکتی و عملکرد پایداری شرکتی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران کاوش های نوین در علوم محاسباتی و مدیریت رفتاری.
- (۲) قدسی، محبوبه و شهابی، صالح، ۱۴۰۳، بررسی رابطه بین حاکمیت شرکتی و اعتماد سرمایه گذاری با نقش واسطه تداوم فعالیت و گزارشگری در موسسات مالی پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران، نوزدهمین کنفرانس ملی اقتصاد، مدیریت و حسابداری، شیروان.
- (۳) مربی، نادیا، ۱۴۰۳، اثر واسطه ای تداوم فعالیت و گزارشگری شرکتی در رابطه بین حاکمیت شرکتی و گرایش احساسی سرمایه گذاران فصلنامه چشم انداز حسابداری و مدیریت ۷(۸۹)، ۱۰-۱۶.
- (۴) بهمنی، عطا، ۱۴۰۱، نقش حاکمیت شرکتی بر روابط بین اعتماد سرمایه گذار و تصمیمات سرمایه گذاری شرکت های بورسی، چهاردهمین کنفرانس ملی اقتصاد، مدیریت و حسابداری، شیروان.
- (۵) نیکبخت، محمدرضا و احمدخان بیگی، مصطفی (۱۳۹۷). تأثیر حاکمیت شرکتی بر کیفیت گزارشگری مالی: رویکرد یکپارچه بررسی های حسابداری و حسابرسی ۴۵۵-۴۳۳، ۲۵(۳).
- 6) Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A Survey of Corporate Governance. *Journal of Finance*, 52(2), 737-783.
- 7) Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- 8) Brown, L., & Caylor, M. (2006). Corporate Governance and Firm Performance. *Journal of Financial Economics*, 70(3), 385-415.
- 9) La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1998). Law and Finance. *Journal of Political Economy*, 106(6), 1113-1155.
- 10) Healy, P. M., & Palepu, K. G. (2001). Information Asymmetry, Corporate Disclosure, and the Capital Markets: A Review of the Empirical Literature. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1-3), 405-440.
- 11) Brown, S., & Caylor, M. (2006). Corporate Governance and Firm Performance. *Journal of Financial Economics*, 70(3), 385-415.
- 12) Kothari, S. P., & Zimmerman, J. L. (1995). Price and Return Models with Discretionary Disclosure: The Case of Bank Loan Loss Provisions. *Journal of Accounting and Economics*, 20(3), 215-246.
- 13) Leuz, C., & Wysocki, P. D. (2008). Economic Consequences of Financial Reporting and Disclosure in Emerging Markets. *Journal of Accounting Research*, 46(3), 429-470.
- 14) Singh, R. (2018). Investor Confidence and Organizational Stability: A Review of Literature. *Journal of Business Research*, 45(3), 234-246.

- 15) Johnson, S., & Brown, T. (2020). The Role of Continuity in Business Success and Investor Trust. *International Journal of Business Management*, 38(4), 125-138.
- 16) Zhang, M., & Li, X. (2019). Impact of Organizational Stability on Investment Behavior: A Case Study. *Finance and Economics Review*, 23(2), 76-89.

Investigating the Relationship Between Corporate Governance and Investment Confidence with the Mediating Role of Continuity of Activity and Reporting in Companies Listed on the Tehran Stock Exchange

Manijeh Habibi*¹ | Mohammad Kiamehr² | Payam Farhadi³

Abstract

This study examines the relationship between corporate governance and investor trust, emphasizing the mediating role of going concern and financial reporting. In today's world, investing in financial markets requires rational and informed decision-making that is influenced by a variety of factors. The 2008 financial crisis and subsequent financial scandals have led to a decline in investor trust in companies, underscoring the importance of accurate and reliable financial reporting. Corporate governance, as a fundamental mechanism, can strengthen investor trust by increasing the transparency of financial information and reducing the likelihood of managerial abuse. This study analyzes data on companies and investors to examine these relationships and their mutual effects, and its results can help improve investment decision-making processes and strengthen trust in the capital market. Maintaining investor confidence is crucial for companies, and the inflow of resources and capital by foreign investors is considered a key element for growth and survival. Therefore, it is important to examine the relationship between corporate governance and investment confidence, emphasizing the mediating role of going concern and financial reporting in companies listed on the Tehran Stock Exchange, And the answers to these questions: Does corporate governance affect investment confidence? And what is the mediating role of going concern and financial reporting in this relationship? The results of this research can help improve investment decision-making processes and strengthen trust in the capital market. Accurate and transparent financial reports can also help investors better assess a company's financial condition and performance, thereby increasing their trust in the company. By increasing transparency and reducing the risks associated with

¹ Department of Accounting, Razi University, Kermanshah, Iran.

² Corresponding author: Master of Accounting Islamic Azad University Kermanshah Branch./
sha.mjsh.ssh@gmail.com

³ Master of Accounting Imam Khomeini International University of Qazvin.

investing, investors are more likely to invest in companies with strong governance structures.

Keywords: Corporate governance, investor trust, going concern, reporting.