



فصلنامه راهبرد مدیریت مالی

دانشگاه الزهرا

سال سیزدهم، شماره چهل و نهم، تابستان ۱۴۰۴

صفحات ۱۵۶-۱۲۱



مقاله پژوهشی

نقش ویژگی‌های شخصیتی مدیران و تمرکز مالکیت بر رابطه بین تصمیمات تامین مالی و

عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری: دیدگاه نظریه موازنه ایستا^۱

غریبه اسماعیلی کیا^۲، امین قنبری^۳، مهدیس ناصری^۴

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۴/۰۳/۱۰

تاریخ دریافت: ۱۴۰۳/۰۵/۲۱

چکیده

بر اساس نظریه موازنه ایستا، برای تعیین بهترین ترکیب از بدهی و سرمایه پیش از انتخاب منبع تامین مالی باید هزینه‌ها و مزایای آن سنجیده شوند. انتخاب نوع تامین مالی ممکن است به برنامه‌های شرکت در مورد عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری شرکت از جمله میزان پذیرش آنها از چنین تلاش‌هایی و منافع مورد انتظار فعالیت‌های زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری شرکت بستگی داشته باشد. فعالیت‌های تامین مالی شرکت و فعالیت‌های زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری شرکت آن متأثر از ویژگی‌های مدیران و ساختار مالکیت شرکت است. بررسی تجربی این موضوع با تمرکز بر نظریه موازنه ایستا، هدف پژوهش حاضر است. شش فرضیه پژوهش با استفاده از اطلاعات ۱۶۶ شرکت در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۱۳۹۲ تا ۱۴۰۱ و بکارگیری رگرسیون، آزمون و تجزیه و تحلیل شدند. یافته‌ها نشان داد که تامین مالی از طریق سهام و از طریق بدهی با عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری شرکت رابطه مثبت و معنی‌دار دارند. خوش‌بینی مدیریت، رابطه بین تامین مالی از طریق بدهی و عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری را تقویت می‌کند، اما کوتاه‌بینی مدیریت بر این رابطه، نقش تعدیل‌کنندگی ندارد. خوش‌بینی مدیریت، بر رابطه بین تامین مالی از طریق سهام و عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری نقش تعدیل‌کنندگی ندارد اما کوتاه‌بینی مدیریت، این رابطه را تضعیف می‌کند. همچنین، تمرکز مالکیت بر رابطه تامین مالی از طریق بدهی و از طریق سهام با عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری شرکت، نقش تعدیل‌کنندگی ایفا نمی‌کند. از آنجایی که تیم مدیریتی، نقشی کلیدی در تمام تصمیمات استراتژیک شرکت ایفا می‌کنند، انتصاب دقیق و هدفمند آنها با توجه به ویژگی‌های مناسب، یکی از عوامل اصلی تضمین موفقیت شرکت‌هاست.

واژگان کلیدی: تصمیمات تامین مالی، عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری، کوتاه‌بینی مدیریت،

خوش‌بینی مدیریت، نظریه موازنه ایستا.

طبقه‌بندی موضوعی: M49, M41, M40

۱. doi مقاله: 10.22051/jfm.2025.47982.2948

۲. دانشیار، گروه حسابداری، دانشکده ادبیات و علوم انسانی، دانشگاه ایلام، ایلام، ایران، نویسنده مسئول. Email: gh.esmailikia@ilam.ac.ir

۳. دانشجوی کارشناسی ارشد، گروه حسابداری، دانشکده ادبیات و علوم انسانی، دانشگاه ایلام، ایلام، ایران. Email: ghanbariamin1400@gmail.com

۴. دانشجوی کارشناسی ارشد، گروه حسابداری، دانشکده ادبیات و علوم انسانی، دانشگاه ایلام، ایلام، ایران. Email: mahdisnaseri901@gmail.com

مقدمه

توجه به عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری (ESG)^۱ شرکت‌ها پس از گزارش برولند در سال ۱۹۸۷، زمانی که توجه به نگرانی‌های زیست‌محیطی و توسعه انسانی، اهمیت پیدا کرد، در سراسر جهان محبوبیت ویژه‌ای پیدا کرد (ون و همکاران^۲، ۲۰۲۳؛ ۱). چندین سال بعد، به موجب توافقنامه پاریس در سال ۲۰۱۵، یک پارادایم جدید در سیاست بین‌المللی آب و هوا برای انسجام بخشیدن به تصمیمات سرمایه‌گذاری و تامین مالی به شرکت‌ها ارائه گردید که به دنبال تصویب این موافقت‌نامه، به سرمایه‌گذاران اختیار عمل و قدرت داده شد تا شرکت‌ها را در افشای فعالیت‌ها و برنامه‌های ESG تحت فشار قرار دهند (آدنیه و همکاران^۳، ۲۰۲۳؛ ۹۴۶). شالوده نظری پژوهش حاضر، مبتنی بر نظریه موازنه ایستا^۴ (مودیلیانی و میلر^۵، ۱۹۵۸) است. بر اساس نظریه موازنه ایستا، وجود یک ساختار سرمایه بهینه، چارچوب مالی انعطاف‌پذیری را فراهم می‌سازد که شامل ترکیبی از حقوق صاحبان سهام و بدهی به منظور تامین مالی دارایی‌ها و فعالیت‌های کلی شرکت است که به نوبه خود، بر نحوه تعامل اجتماعی شرکت‌ها در بازار تاثیرگذار است (یوناس و همکاران^۶، ۲۰۱۷؛ ۱۱۶). طبق این دیدگاه، توانایی شرکت‌ها برای مدیریت پایداری بلندمدت خود، به تصمیمات تامین مالی آنها بستگی دارد (ون و همکاران^۷، ۲۰۲۳؛ ۲). تامین مالی با توجه به روش جذب سرمایه و هزینه استفاده از آن یکی از مهمترین و چالش برانگیزترین موضوعات علم اقتصاد می‌باشد (نادری و همکاران^۸، ۱۴۰۲؛ ۱۸۴) سرمایه، به عنوان منبعی برای تامین مالی عملیات تجاری یک شرکت برای ایجاد ارزش افزوده برای ذینفعان شناخته می‌شود و به شکل ترکیبی از بدهی و یا حقوق صاحبان سهام است که هر دو دارای هزینه‌ها و منافعی هستند؛ هزینه سرمایه کمتر، باعث افزایش دسترسی بیشتر به منابع مالی و کاهش عدم تقارن اطلاعاتی می‌شود که به طور غیرمستقیم با بهبود وجهه اجتماعی شرکت در ارتباط است (آدنیه و همکاران^۹، ۲۰۲۳؛ ۹۵۰).

همزمان با تکامل مطالعات مالی-رفتاری، پژوهش‌های متعددی تاثیر ویژگی‌های شخصیتی مدیران را از دریچه‌های مختلف مورد بررسی قرار دادند. توجه به ویژگی روانشناختی مدیران از آن جهت که پیامدهای اساسی بر تصمیمات شرکتی مانند تصمیمات تامین مالی و متعاقباً، عملکرد ESG شرکت به دنبال دارد، از اهمیت قابل توجهی برخوردار است (یو و همکاران^{۱۰}، ۲۰۲۴؛ ۲). به عنوان مثال، از آنجایی که مدیران خوش‌بین، احتمال مشکلات مالی و ورشکستگی را دست کم می‌گیرند، اغلب مایل هستند که اهرم‌های

1. Environmental, Social and Governance
2. Wen et al.
3. Adeneye et al.
4. Trade-off Theory
5. Modigliani & Miller
6. Younas et al.
7. Yue et al.

بیشتری را نسبت به آنچه محتاطانه است بکار گیرند که به نوبه خود، ساختار سرمایه شرکت را در برابر شوک‌های اقتصادی آسیب‌پذیرتر می‌کند (چاو و همکاران^۱، ۲۰۲۴؛ ۲۰۵).

در این میان، پیوند بین ساختار سرمایه یک شرکت و عملکرد اجتماعی آن، می‌تواند تحت تأثیر تمرکز مالکیت قرار گیرد. مالکیت متمرکز می‌تواند سهامداران را قادر به اعمال نفوذ بیشتر بر تصمیمات شرکتی کند تا از این طریق، اعضای هیئت‌مدیره و مدیریت را برای اولویت دادن به ملاحظات زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری و همچنین، افشای گزارشگری پایداری^۲، تحت فشار قرار دهند (ون و همکاران، ۲۰۲۳؛ ۲). در راستای این موضوع، کائو و همکاران^۳ (۲۰۱۹) اذعان نمودند که کیفیت عملکرد مسئولیت اجتماعی شرکت، به طور مثبت تحت تأثیر تمرکز مالکیت است. به طور مشابه، عبود و یانگ^۴ (۲۰۲۲) تأثیر مطلوب تمرکز مالکیت بیشتر و مکانیسم‌های راهبری شرکتی^۵ بر مسئولیت اجتماعی شرکت (CSR)^۶ را مستند نمودند. با توجه به اینکه افشای گزارش‌ها و عملکرد پایداری در بیشتر کشورها به صورت اختیاری صورت می‌پذیرد، تصمیمات وجوه تخصیص‌یافته به اینگونه فعالیت‌های پایداری نیز، می‌تواند به طور بالقوه توسط سهامداران کنترل‌کننده شرکت‌ها، هدایت شود که برخلاف سهامداران اقلیت، معمولاً در جستجوی بهترین منافع خود در میان مدت و بلندمدت هستند (کریستومو و فریره^۷، ۲۰۱۵؛ ۹۹۰). علاوه بر این، تمرکز مالکیت با تأثیر بالقوه خود بر تصمیم‌گیری و جهت‌گیری بلندمدت، بعد جدیدی به درک اینکه چگونه تصمیمات مالی بر تعهد شرکت به اقدامات ESG تأثیر می‌گذارد، می‌افزاید (ون و همکاران، ۲۰۲۳؛ ۲).

علی‌رغم اینکه بیشتر مطالعات داخلی، یافته‌های ارزشمندی در مورد ارتباط بین ساختار سرمایه و عملکرد پایداری ارائه نموده‌اند؛ پژوهش حاضر با در نظر گرفتن نقش ویژگی‌های شخصیتی مدیران و تمرکز مالکیت بر رابطه بین تصمیمات تامین مالی و عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری شرکت، چشم‌انداز جدیدی را در پرتو نظریه موازنه ایستا ارائه می‌دهد که ضمن غنی کردن جریان مطالعات پیشین و رفع شکاف پژوهشی در این حوزه، می‌تواند تصمیم‌گیرندگان، مانند مدیران، سهامداران و مقامات را در حصول اطمینان از اتخاذ تصمیمات مالی مناسب به منظور ارتقای عملکرد پایداری، راهنمایی کند.

پژوهش حاضر به این شرح پیکربندی شده است: ابتدا مبانی نظری، پیشینه پژوهش و فرضیه‌های پژوهش ارائه شده است. سپس مدل پژوهش، یافته‌های تجربی و نتایج آزمون فرضیه‌ها شرح داده شده است. در نهایت نیز، با ارائه بحث و نتیجه‌گیری به همراه ذکر پیشنهادها و محدودیت‌ها، پژوهش خاتمه می‌یابد.

1. Chow et al.
2. Sustainability Reporting
3. Cao et al.
4. Aboud & Yang
5. Corporate Governance Mechanisms
6. Corporate Social Responsibility
7. Crisóstomo & Freire

مبانی نظری

تصمیمات تامین مالی و عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری بر مبنای نظریه موازنه ایستا

بر اساس نظریه موازنه ایستا، هدف اصلی شرکت، ایجاد سطح بهینه برای اهرم مالی به وسیله برقراری توازن بین منافع تامین مالی از طریق بدهی (مانند صرفه‌جویی مالیاتی حاصل از بهره بدهی و کاهش هزینه‌های نمایندگی^۱ از طریق نقش کنترلی بدهی) است که ارزش شرکت را حداکثر کند (نظری و همکاران، ۱۳۹۸؛ ۴۷۴). تامین مالی بدهی، دارای مزایای مختلفی از جمله معافیت‌های مالیاتی است. شرکت‌هایی که بدهی دارند، اغلب هزینه‌های بهره را از سود مشمول مالیات کسر می‌کنند که از طریق کاهش بار مالیاتی و افزایش جریان نقدی موجود برای سرمایه‌گذاری، ارزش شرکت را افزایش می‌دهد (چاو و همکاران، ۲۰۲۴؛ ۲۰۶). شیوه‌های افشای داوطلبانه شرکت‌ها مانند افشای فعالیت‌های مسئولیت‌پذیری اجتماعی، بخشی از موازنه بین هزینه‌ها و منافع مشارکت در اینگونه فعالیت‌هاست. بنابراین، بسیاری از شرکت‌ها به موازنه بین فعالیت‌های پایداری به منظور ارزیابی سودمندی این فعالیت‌ها می‌پردازند تا از طریق رویکرد هزینه-منفعت، وجهه اجتماعی شرکت در بازار را ارتقاء دهند (ون و همکاران، ۲۰۲۳؛ ۳).

با گرایش به سمت اهداف توسعه پایدار، شرکت‌های آلاینده سنگین در یک صنعت، توسط سرمایه‌گذاری سبز تحت فشار قرار گرفته‌اند تا به روش‌های سازگارتر با محیط‌زیست رفتار کنند. به طور خاص، شرکت‌های آلاینده سنگین، به دلیل اتخاذ سیاست‌های اعتبار سبز، با هزینه‌های تامین مالی بیشتر و مقررات سرمایه‌گذاری سخت‌تر مواجه هستند (لی‌یو و همکاران^۲، ۲۰۱۹؛ ۱۳۱). در مطالعات اخیر، شی و همکاران^۳ (۲۰۲۲) تاثیر اصلاحات و نوآوری‌های مالی سبز (GFRIs)^۴ بر هزینه‌های تامین مالی بدهی شرکت‌های آلاینده سنگین را مورد بررسی قرار دادند؛ نتایج نشان داد که راه‌اندازی اصلاحات و نوآوری‌های مالی سبز، به طور قابل توجهی هزینه‌های تامین مالی بدهی شرکت‌های آلاینده سنگین را کاهش می‌دهد. از سوی دیگر، شواهد به‌دست‌آمده در زمینه اطلاعات نامتقارن، عقلانیت محدود و منافع متفاوت، استفاده از بدهی در ساختار سرمایه را به عنوان مکانیزم کنترلی اختیارات مدیران تأیید می‌کند. در این زمینه، بازار برای حل مشکلات نمایندگی^۵، سطوح بدهی بالاتری را طلب می‌کند و نقش فعالی در نظارت بر مدیریت ایفا می‌کند. لذا، تقاضای بدهی بالاتر به عنوان مکانیزم کنترلی که ریسک سلب مالکیت توسط مدیران را از طریق مسئولیت‌پذیری اجتماعی به حداقل می‌رساند، در شرایط حمایت بیشتر از سرمایه‌گذاران، کاهش می‌یابد (ویلارون-پراماتو و همکاران^۶، ۲۰۱۸؛ ۳۴۰). همچنین، مطالعات پیشین تایید نموده‌اند که اجرای اقدامات مسئولیت‌پذیر اجتماعی در کنار توجه به ساختار سرمایه شرکت، مکانیسم‌های قوی برای موفقیت

1. Agency Costs
2. Liu et al.
3. Shi et al.
4. Green Finance Reform and Innovations
5. Agency Problems
6. Villarón-Peramato et al.

یک شرکت در شرایط اقتصادی نامشخص و تهدیدات بالقوه را به وجود می‌آورند (هوانگ و یه^۱، ۲۰۲۱؛ ۴۷۵۸). علاوه بر این، شرکت‌هایی با عملکرد ESG بالاتر، تمایل دارند در نوآوری سبز مشارکت داشته باشند که این امر، قابلیت‌های مدیریت ریسک آنها را افزایش داده و با کاهش خطر درماندگی مالی و افزایش توجه سرمایه‌گذاران نهادی خارجی، هزینه‌های تامین مالی بدهی آنها را کاهش می‌دهد (هو و ژانگ^۲، ۲۰۲۴؛ ۱۷۵۶). رن و همکاران^۳ (۲۰۲۲) نشان دادند که اول، مدیریت زیست‌محیطی و مدیریت تامین مالی بدهی، به شرکت کمک می‌کند تا به رشد مالی پایدار دست یابند. دوم، تامین مالی بدهی، می‌تواند تأثیر مدیریت زیست‌محیطی را بر رشد پایدار مالی منتقل کند. اویار و همکاران^۴ (۲۰۲۴) نشان دادند که عملکرد مسئولیت اجتماعی شرکت، دسترسی به بدهی را در بازارهای نوظهور تسهیل می‌کند. با این حال، عملکرد مسئولیت اجتماعی شرکت، تأثیر U شکل معکوس بر دسترسی شرکت‌ها به تامین مالی بدهی ندارد.

برای شرکت‌هایی که به افشای فعالیت‌های مسئولیت‌پذیر اجتماعی مانند ESG مبادرت می‌ورزند، انتخاب منبع تامین مالی به طور بالقوه به موازنه بین مزایا و هزینه‌های اینگونه فعالیت‌ها بستگی دارد (ون و همکاران، ۲۰۲۳؛ ۲). رابطه بین پایداری ESG و هزینه حقوق صاحبان سهام به خوبی تعریف شده است و مشخص شده است که شرکت‌های پایدار، از عدم تقارن اطلاعاتی پایین سود می‌برند و دسترسی بهتری به تامین مالی سهام دارند. با این حال، محققان اذعان می‌کنند که ارتباط بین پایداری ESG و تامین مالی بدهی چندان واضح نیست و نیاز به بررسی بیشتری دارد (آدنیه و همکاران، ۲۰۲۳؛ ۹۵۰). تامین مالی از طریق سهام، عموماً نسبت به تامین مالی از طریق بدهی، پرهزینه‌تر است. با این حال، با توجه به شرایط نامتقارن تامین مالی بدهی شرکت‌های غیردولتی نسبت به شرکت‌های دولتی، انتظار می‌رود زمانی که قیمت سهام شرکت‌های غیردولتی به دلیل توجه به ESG افزایش می‌یابد، این شرکت‌ها تامین مالی سهام بیشتری را انجام دهند و در ادامه، با بهبود و فراهم شدن شرایط تامین مالی بدهی برای شرکت‌های غیردولتی به دلیل توجه به شاخص‌های ESG، ممکن است این شرکت‌ها به تامین مالی از طریق بدهی روی بیاورند. از سوی دیگر، از آنجایی که شرکت‌های دولتی، دسترسی آسان‌تری به تامین مالی بدهی دارند، افزایش ارزش حقوق صاحبان سهام ممکن است برخی از شرکت‌ها را به استفاده از تامین مالی از طریق سهام سوق دهد (گو و همکاران^۵، ۲۰۲۳؛ ۴). از سوی دیگر، تامین مالی از طریق سهام و ملاحظات زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری شرکت‌ها در زمینه تصمیمات سرمایه‌گذاری در هم تنیده شده‌اند؛ به طوری که، معیارهای ESG برای سرمایه‌گذارانی که به دنبال همسویی ارزش‌های خود با سرمایه‌گذاری‌های خود و ارزیابی مؤثر قابلیت‌های مدیریت ریسک شرکت هستند، اهمیت فزاینده‌ای پیدا کرده است که این ادغام، افزایش ارزش شرکت را به ارمغان می‌آورد (دافا و ناینگولان^۶، ۲۰۲۳). بر اساس نظریه موازنه ایستا،

1. Huang & Ye
2. Hou & Zhang
3. Ren et al.
4. Uyar et al.
5. Guo et al.
6. Daffa & Nainggolan

شرکت‌ها می‌بایست بین مزایای مالیاتی تامین مالی بدهی و هزینه‌های سرمایه‌های ارزان‌تر و معایب آن، یکی را انتخاب نمایند. در این میان، برخی شرکت‌ها قادرند ابتکارات پایدار را بدون نگرانی از اینکه با بدهی‌های زیادی مواجه می‌شوند، اولویت‌بندی کنند (سو و همکاران^۱، ۲۰۲۱؛ ۳). طبق مطالعات آدنیه و همکاران (۲۰۲۳)، شرکت‌هایی با نسبت‌های تامین مالی سهام بالاتر، اغلب در رابطه با عوامل ESG عملکرد بهتری دارند؛ زیرا سرمایه‌گذاری سهام به آنها انعطاف‌پذیری مالی بیشتری برای راه‌اندازی طرح‌های پایداري بلندمدت بدون نگرانی در مورد پرداخت بدهی می‌دهد.

ویژگی‌های شخصیتی مدیران، تصمیمات تامین مالی و عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری
مدیران در تصمیم‌گیری برای حفظ عملکرد پایدار از جمله عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری با چالش ایجاد تعادل بین فشارهای کوتاه‌مدت بازار و ایجاد ارزش بلندمدت روبه‌رو هستند؛ لذا افق زمانی مدیران، عاملی حیاتی برای مشروعیت‌بخشی و ارتقای عملکرد غیرمالی شرکت محسوب می‌گردد (لی‌یو و ژانگ^۲، ۲۰۲۳). کوتاه‌بینی مدیریتی^۳ به احتمال زیاد، شرکت‌ها را از سرمایه‌گذاری بیشتر در تحقیق و توسعه باز می‌دارد؛ زیرا با افزایش هزینه‌ها، فشار سود کوتاه‌مدت را افزایش می‌دهد. همچنین، کاهش سرمایه‌گذاری در تحقیق و توسعه، ممکن است اعتماد و توانایی مدیران را برای مشارکت در اقدامات ESG از بین ببرد؛ زیرا شرکت‌هایی که مدیران کوتاه‌بین دارند، سودهای کوتاه‌مدت را در اولویت قرار می‌دهند که می‌تواند منجر به فقدان نوآوری و شکست در همگام شدن با رقاباتی شود که در فناوری‌های پایدار سرمایه‌گذاری می‌کنند (بای و همکاران^۴، ۲۰۲۴؛ ۳).

در حمایت از این استدلال، مطالعات اخیر، تاثیر مخرب ذهنیت کوتاه‌بینانه مدیران بر عملکرد ESG شرکت را به طور تجربی اثبات نموده‌اند. داوونینگ و همکاران^۵ (۲۰۱۹) اظهار نمودند که مدیران کوتاه‌بین، ممکن است در شناسایی تهدیدهای زیست‌محیطی و ارزیابی پیشرفت‌های فناوری ناکام باشند که می‌تواند اتخاذ شیوه‌های پایدار را برای شرکت‌ها دشوار کند. فیلیپس^۶ (۲۰۱۶) استدلال نمود که کوتاه‌بینی مدیریتی می‌تواند به اینرسی سازمانی^۷ و مقاومت در برابر تغییر منجر شود که به نوبه خود، شرکت‌ها را برای انطباق شیوه‌های خود با نیازهای نوظهور ESG با چالش مواجه می‌کند. فان و همکاران^۸ (۲۰۲۴) نیز نشان دادند که اثرات منفی کوتاه‌بینی مدیریت بر ESG شرکت با کیفیت راهبری شرکتی و فشار نظارت خارجی، کاهش می‌یابد؛ اما با رقابت شدید بازار محصول تقویت می‌شود ولی به طور کلی، کوتاه‌بینی مدیریتی، به طور

1. Su et al.
2. Liu & Zhang
3. Managerial Myopia
4. Bai et al.
5. Downing et al.
6. Phillips
7. Organizational Inertia
8. Fan et al.

قابل توجهی عملکرد ESG شرکت‌ها را مختل می‌سازد. در پژوهش‌هایی مشابه، محققانی همچون دینگ و همکاران^۱ (۲۰۲۴)، جیانگ و هوی^۲ (۲۰۲۳) و پنگ^۳ (۲۰۲۲) رابطه منفی بین کوتاه‌بینی مدیریت و عملکرد مسئولیت‌پذیر اجتماعی شرکت را مستند نمودند. نتایج پژوهش دلیری و همکاران (۱۳۹۹) نیز نشان داد که میان کوتاه‌بینی مدیران و مولفه‌های اجتماعی-اقتصادی گزارش عملکرد پایداری، رابطه منفی و معنی-داری برقرار است. از آنجایی که مدیران کوتاه‌بین اغلب تامین مالی کوتاه‌مدت بدهی را برای رفع نیازهای فوری جریان نقدی اولویت‌بندی می‌کنند؛ این امر، منجر به ایجاد یک ساختار سرمایه کمتر بهینه در بلندمدت، افزایش ریسک مالی و کاهش انعطاف‌پذیری می‌شود که به نوبه خود، رفتار و عملکرد اجتماعی نامطلوب شرکت در بازار را به همراه دارد (چن و همکاران^۴، ۲۰۲۳). لذا، گرچه اتکای بیش از حد مدیران کوتاه‌بین به تامین مالی از طریق بدهی ممکن است در ابتدا به دلیل مزایای مالیاتی، سودمند به نظر برسد، اما اگر به نحو مطلوب مدیریت نشود، از یک سو موجب تشدید خطر درماندگی مالی و از سوی دیگر، موجب تضعیف موقعیت اجتماعی شرکت در بازار می‌شود (روستامی و همکاران^۵، ۲۰۲۲؛ ۳).

از طرفی، هو و ژانگ (۲۰۲۴) و ژانگ و همکاران^۶ (۲۰۲۴) شواهدی از رابطه مثبت بین خوش‌بینی مدیریت^۷ و عملکرد ESG گزارش نمودند. رشته‌ای از مطالعات نشان داده‌اند که خوش‌بینی مدیریتی، تأثیر مثبت قابل توجهی بر سطوح بدهی شرکت دارد؛ زیرا مدیران خوش‌بین، اغلب خواهان پذیرش سطوح بالاتر بدهی هستند که موجب می‌شود عملکرد آتی شرکت خود را بیش از حد برآورد کنند و ریسک‌های مرتبط با تامین مالی بدهی را دست کم بگیرند که این امر می‌تواند باعث ایجاد یک ساختار سرمایه غیربهینه برای شرکت شود (لیم و همکاران^۸، ۲۰۲۲؛ ۲۳۹). از منظر تامین مالی، مدیران با اعتماد به نفس بیش از حد، معمولاً این باور را دارند که بازار، ارزش سهام شرکت آنها را کمتر می‌کند. در نتیجه، آنها تمایل دارند تامین مالی بدهی را بر سایر گزینه‌ها ترجیح دهند (چاو و همکاران، ۲۰۲۴؛ ۲۰۴). علاوه بر این، مدیران خوش‌بین، مستعد حفظ وجوه مازاد شرکت در داخل سازمان هستند؛ زیرا آنها فعالانه به دنبال فرصت‌های رشد جدید هستند و در نتیجه، تمایل به توزیع سود سهام کاهش می‌یابد (وانگ و همکاران^۹، ۲۰۲۳؛ ۴). در این میان، مدیران خوش‌بین، سرمایه‌گذاری در اصول ESG را یک موقعیت برد-برد در نظر می‌گیرند که از یک سو، اعتبار و تصویر شرکت در بازار را بهبود می‌بخشد و از سوی دیگر، این اجازه را به آنها می‌دهد تا توانایی‌های خود را به نمایش بگذارند و تحسین و تأیید طرف‌های خارجی مانند اعتباردهندگان برای تامین مالی آسان‌تر

1. Ding et al.
2. Jiang & Hui
3. Peng
4. Chen et al.
5. Rostami et al.
6. Zhang et al.
7. Managerial Optimism
8. Lim et al.
9. Wang et al.

بدهی را به دست آورند (والاس و باومایستر^۱، ۲۰۰۲؛ ۸۲۱). با این حال، مدیران خوش‌بین با چشم‌انداز بیش از حد مثبت نسبت به عملکرد آینده شرکت، ممکن است ریسک‌های مرتبط با تامین مالی بدهی را دست‌کم بگیرند و معتقد باشند که جریان‌های نقدی آتی برای پوشش تعهدات بازپرداخت کافی خواهد بود. این امر می‌تواند منجر به استقراض بیش از حد، افزایش آسیب‌پذیری مالی و همچنین، کمرنگ کردن تلاش‌های شرکت در حفظ عملکرد پایدار در جامعه شود (سان و همکاران^۲، ۲۰۲۲؛ ۷۸۶). در حمایت از این استدلال، ریحاب و لطفی^۳ (۲۰۱۶) نشان دادند که اعتماد مدیران، به طور مثبت با سطح بدهی مرتبط است؛ به طوری که مدیران با اعتماد به نفس بیش از حد، احتمال مشکلات مالی را دست‌کم می‌گیرند و سطوح بالاتری از بدهی را نسبت به زمانی که «منطقی» بودند، انتخاب می‌کنند.

روبوندا و همکاران^۴ (۲۰۱۹) اذعان نمودند مدیران شرکت‌هایی که به پیگیری فعالیت‌های مسئولیت‌پذیر اجتماعی مانند ESG اهتمام می‌ورزند، سیگنالی مثبت با سرمایه‌گذاران را ایجاد می‌کند که در آن، سرمایه‌گذاران تمایل بیشتری به حمایت از طرح‌های تامین مالی سهام دارند؛ زیرا احساس می‌کنند از چشم‌انداز شرکت مطلع و مطمئن هستند. با این حال، از آنجایی که ادراک مدیران از ریسک، رویکرد آنها به تامین مالی سهام را شکل می‌دهد، لذا مدیران خوش‌بین ممکن است خطرات مربوط به انتشار سهام جدید را دست‌کم بگیرند و به توانایی آنها برای ایجاد بازده قابل توجه اعتقاد داشته باشند. این اعتماد بیش از حد می‌تواند منجر به استراتژی‌های تهاجمی جمع‌آوری سرمایه شود که ممکن است با واقعیت‌های بازار همسو نباشد و به طور بالقوه، موفقیت شرکت در سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت مانند ESG را به خطر بیندازد (دیاز و ماگرینی^۵، ۲۰۲۳؛ ۳).

با این حال، مدیر یک شرکت با کیفیت ESG بالاتر، سطح اخلاقی و گرایش نوع‌دوستانه بالاتری دارد که می‌تواند کیفیت افشای اطلاعات را بهبود بخشد و رفتار فرصت‌طلبانه مدیر را که به حقوق و منافع قانونی ذینفعان آسیب می‌رساند، کاهش دهد. این عملکرد بهتر در ملاحظات ESG، موجب بهبود شفافیت اطلاعات حسابداری می‌شود که تشخیص کوتاه‌بینی مدیریتی را تسهیل می‌کند (ژانگ و همکاران، ۲۰۲۳؛ ۴). طبق این دیدگاه، افشای زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری شرکت، دارای نقش بازدارنده در رفتار کوتاه‌بینانه مدیریت و نقش نظارتی برای تحلیلگران است (فان و همکاران، ۲۰۲۴؛ ۳).

تمرکز مالکیت، تصمیمات تامین مالی و عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری

تمرکز مالکیت، بعد دیگری از تأثیر بر رابطه بین تامین مالی بدهی و عملکرد پایداری را آشکار می‌سازد (ون و همکاران، ۲۰۲۳؛ ۵). شرکت‌های دارای مالکیت متمرکز، ممکن است در هنگام استفاده از تامین

1. Wallace & Baumeister
2. Sun et al.
3. Rihab & Lotfi
4. Rubunda et al.
5. Deias & Magrini



مالی بدهی به شیوه‌های پایدار متعهد باشند؛ زیرا ممکن است ارتباط نزدیک‌تری بین منافع مالکان و اهداف پایداری وجود داشته باشد (کاپیل و کومار^۱، ۲۰۲۳). به عنوان مثال، شرکت‌های دولتی ممکن است طبق قانون ملزم شوند به هنجارهای زیست‌محیطی و اجتماعی احترام بگذارند که ممکن است از طریق پروژه‌های تامین مالی شده از طریق بدهی و در جهت اهداف پایداری تقویت شود (ون و همکاران، ۲۰۲۳؛ ۵). در این راستا، قاسم و همکاران^۲ (۲۰۲۲) نشان دادند که سرمایه‌گذاران نهادی تحت مدیریت دولت، به طور مثبت و معنی‌داری تحت تاثیر گزارش ESG هستند؛ در حالی که هیچ ارتباطی بین موسسات مدیریت خصوصی و گزارش ESG وجود ندارد.

از طرفی، مشکلات نمایندگی ممکن است ناشی از تمرکز مالکیت و زمانی که سهامداران غالب منافع خود را بر اهداف پایداری ترجیح دهند، باشد. این امر، می‌تواند منجر به نادیده گرفتن عوامل پایداری در شرکت‌ها شود؛ در حالی که از بدهی برای افزایش ثروت سهامداران در کوتاه مدت استفاده می‌کنند (ال‌اموش و خطیب^۳، ۲۰۲۲؛ ۵۳). با این حال، در شرکت‌های غیردولتی با مالکیت متمرکز، به دلیل همسویی منافع سهامداران و اهداف پایداری، ممکن است مشکلات کمتری وجود داشته باشد (ون و همکاران، ۲۰۲۳؛ ۵). ترتیبات مالکیت متمرکز، ممکن است ارتباط سهامداران مهم با مدیریت شرکت را تسهیل کند، دانش در مورد مسائل ذینفعان را بهبود بخشد و در نتیجه، اقدامات مسئولیت‌پذیر اجتماعی مانند ESG را بهبود بخشد. بر این اساس، ظرفیت یک شرکت برای تعامل موثر با اجزای تشکیل‌دهنده آن ممکن است تحت تاثیر تمرکز مالکیت قرار گیرد (لین و نگویان^۴، ۲۰۲۲؛ ۳). علاوه بر این، پیگیری اهداف و خواسته‌های منحصربه‌فرد سهامداران نهادی شرکت، تاثیر قابل توجهی بر تصمیم‌گیری‌های اصلی مدیریت مانند گزارش‌دهی پایداری دارد؛ بنابراین، سهامداران نهادی قادرند تاثیر و فشار بیشتری بر مدیریت اعمال کنند که منجر به ایجاد سیاست‌های مسئولانه‌تر و پایدارتر می‌شود (جیا و همکاران^۵، ۲۰۲۲؛ ۴).

ادبیات فعلی در مورد تمرکز مالکیت و عملکرد پایداری شرکت نشان می‌دهد سرمایه‌گذارانی که در شرکت‌هایی با تمرکز مالکیت بالاتر سرمایه‌گذاری می‌کنند، کنترل بهتری بر مدیریت دارند و قدرت بیشتری در تصمیم‌گیری برای تأثیرگذاری بر رفتار شرکت در مسائل زیست‌محیطی و اجتماعی دارند (یوناس و همکاران، ۲۰۱۷؛ ۱۱۴). در این راستا، کاپیل و کومار (۲۰۲۳) اذعان نمودند که تمرکز مالکیت، به طور قابل توجهی بر نحوه استفاده از تأمین مالی سهام برای تقویت عملکرد پایداری تأثیر می‌گذارد. به نظر می‌رسد تامین مالی بدهی، عملکرد ESG شرکت را افزایش می‌دهد؛ زیرا کنترل سهامداران را محدود می‌کند و هزینه‌های نمایندگی را کاهش می‌دهد و شرکت‌ها را قادر می‌سازد تا بیشتر بر روی طرح‌های مسئولیت‌پذیر اجتماعی مانند ESG تمرکز کنند (ون و همکاران، ۲۰۲۳؛ ۴).

1. Kapil & Kumar
2. Qasem et al.
3. Al Amosh & Khatib
4. Lin & Nguyen
5. Jia et al.

از طرفی، به نظر نمی‌رسد تامین مالی از طریق سهام بر عملکرد ESG تأثیر آنچنانی بگذارد؛ زیرا فرصت‌طلبی سهامداران جدید، ممکن است آنها را به حداکثر کردن ارزش خود بر منافع سهامداران بزرگ‌تر سوق دهد (ال‌آموش و همکاران^۱، ۲۰۲۲). با این حال، مطالعات نشان داده‌اند که تزریق سرمایه دولتی به شرکت‌های خصوصی می‌تواند عملکرد ESG آن شرکت‌ها را بهبود بخشد. دلیل این امر این است که مالکیت دولتی به کاهش محدودیت‌های مالی خارجی و مشکلات کنترل داخلی کمک می‌کند که به نوبه خود، تلاش برای پیگیری اقدامات ESG را افزایش می‌دهد (لی و وانگ^۲، ۲۰۲۴). تطابق بین اهداف استراتژیک مالکیت و اهداف زیست‌محیطی، ممکن است در شرکت‌هایی با مالکیت متمرکز، مانند شرکت‌های دولتی یا کسب و کارهایی که توسط یک خانواده اداره می‌شوند، مشهودتر باشد. از سوی دیگر، تمرکز مالکیت نیز ممکن است منجر به تضاد منافع شود. تامین مالی از طریق توزیع سهام که فقط تا حدی از تلاش‌های پایدار حمایت می‌کند ممکن است ناشی از اولویت دادن مالکان مسلط به منافع مالی خود بر ملاحظات پایداری باشد (کارنیوان و روخیم^۳، ۲۰۲۳؛ ۲۳۹۹). این موضوع می‌تواند به ویژه در شرکت‌های غیردولتی، زمانی که منافع خانوادگی با مالکیت در هم تنیده است، حیاتی باشد. علاوه بر این، نقش تعدیل‌کننده تمرکز مالکیت، ممکن است نحوه انتقال تعهدات تجاری شرکت به رفتار اجتماعی و زیست‌محیطی را به ذینفعان خارجی تغییر دهد (ون و همکاران، ۲۰۲۳؛ ۶).

پیشینه تجربی پژوهش

چاو و همکاران (۲۰۲۴) در پژوهشی تجربی، شواهدی از تأثیر منفی عدم قطعیت اقتصاد کلان بر تصمیمات ساختار سرمایه را ارائه دادند. همچنین، یافته‌ها حاکی از آن بود که خوش‌بینی مدیریت، نمی‌تواند اثر منفی عدم قطعیت اقتصاد کلان بر تصمیمات ساختار سرمایه را کاهش دهد. با این حال، تحلیل‌های بیشتر نشان داد که جنسیت مدیرعامل، این رابطه منفی را تضعیف می‌کند.

ژو و همکاران^۴ (۲۰۲۴) در پژوهش خود، به رابطه مثبت و معنی‌داری بین استقلال هیئت‌مدیره، کمیته پایداری، تنوع جنسیتی، مالکیت مدیریتی، جلسات هیئت‌مدیره و سرمایه‌گذاری ESG دست یافتند. همچنین، یک ارتباط منفی بین دوگانگی مدیرعامل، اندازه هیئت‌مدیره، اتباع خارجی در هیئت‌مدیره، پاداش سالانه و سرمایه‌گذاری ESG مستند نمودند. نهایتاً، نتایج نشان داد که تصمیمات تامین مالی به طور قابل توجهی، رابطه بین ترکیب هیئت‌مدیره و سرمایه‌گذاری ESG را تعدیل می‌کند.

هو و ژانگ (۲۰۲۴) در پژوهش خود، چنین نتیجه‌گیری نمودند که عملکرد ESG بالاتر، منجر به کاهش هزینه‌های تامین مالی بدهی می‌شود. علاوه بر این، رفتار نوآوری سبز شرکت‌ها، تأثیر عملکرد ESG

1. Al Amosh et al.
2. Li & Wang
3. Kurniawan & Rokhim
4. Zhu et al.

را بر هزینه‌های تامین مالی بدهی را افزایش می‌دهد. در نهایت، عملکرد ESG شرکت‌های به شدت آلاینده در مرکز چین، تأثیر مهم‌تری بر هزینه‌های تامین مالی بدهی دارد.

لی و همکاران^۱ (۲۰۲۴) به بررسی روابط بین نمرات عملکرد ESG و ساختار بدهی پرداختند. نتایج نشان داد که نمرات ترکیبی ESG و بدهی بلندمدت، دارای یک رابطه غیرخطی مثبتی بر منحنی U هستند. علاوه بر این، رابطه بین سررسید بدهی و نمرات S (نه امتیازات E و G) در مدل غیرخطی معنی‌دار است. دوم، تأثیر ESG بر بدهی بلندمدت برای شرکت‌های درون صنایع آلاینده در مقایسه با شرکت‌هایی که در صنایع کمتر آلاینده هستند، قوی‌تر است. سوم، اثر ESG بر بدهی‌های بلندمدت زمانی قوی‌تر است که عدم اطمینان سیاست‌های اقتصادی کم باشد. چهارم، فعالیت‌های ESG اثرات بلندمدتی بر سررسید بدهی ایجاد می‌کنند. در نهایت، یک رابطه منحنی U معکوس بین نمرات ESG و هزینه بدهی مستند شد که همه این نتایج با نظریه موازنه ایستا مطابقت دارد.

رانی و همکاران^۲ (۲۰۲۴) در پژوهشی، به بررسی تأثیر عملکرد زیست‌محیطی و ساختار سرمایه بر عملکرد مالی پرداختند. نتایج پژوهش آنها نشان داد که عملکرد زیست‌محیطی و ساختار سرمایه، تأثیر جزئی بر عملکرد مالی دارد.

ون و همکاران (۲۰۲۳) در پژوهشی، ارتباط مطلوبی بین تامین مالی بدهی و عملکرد ESG دست یافتند. در حالی که، ارتباط متناقض بین تامین مالی سهام و عملکرد ESG مستند شد. علاوه بر این، تمرکز مالکیت، نقش مهمی در تعدیل تأثیر تامین مالی بدهی و عملکرد ESG نشان داد.

لی‌یو و ژانگ (۲۰۲۳) در پژوهش خود نشان دادند که پذیرش مشارکت ESG به طور قابل توجهی توسط کوبه‌بینی مدیریتی کاهش می‌یابد. علاوه بر این، استراتژی ESG شرکت‌ها، به طور مثبت بر دارایی‌های سرمایه‌گذاران با افق طولانی‌تر تأثیر می‌گذارد و انگیزه مالی شرکت‌ها برای مشارکت در مسائل ESG را فراهم می‌کند.

ژو^۳ (۲۰۲۳) نشان داد که عملکرد ESG شرکت، می‌تواند به طور قابل توجهی هزینه تامین مالی بدهی را کاهش دهد. در میان مولفه‌های سه‌گانه ESG، عملکرد اجتماعی و عملکرد راهبری با هزینه‌های تامین مالی بدهی همبستگی منفی دارند؛ در حالی که، بین عملکرد زیست‌محیطی شرکت و هزینه‌های تامین مالی بدهی، همبستگی مثبت وجود دارد.

وانگ^۴ (۲۰۲۳) در پژوهش خود نشان داد که عدم قطعیت اقتصادی، تأثیر مثبتی بر هزینه‌های تامین مالی دارد، اما عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری شرکت، تأثیر کاهشی بر این اثر دارد.

ال‌آموش و همکاران (۲۰۲۲) در پژوهشی تجربی، به بررسی تأثیر ساختار سرمایه شامل کل بدهی‌ها، بدهی کوتاه‌مدت، بدهی بلندمدت و کل حقوق صاحبان سهام، بر عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری

1. Li et al.
2. Rani et al.
3. Zhou
4. Wang

(ESG) پرداختند. یافته‌ها نشان داد که تأمین مالی از طریق بدهی، عملکرد ESG را در همه ابعاد افزایش می‌دهد، در حالی که تأمین مالی از طریق سهام، تأثیری بر ESG ندارد.

چن و همکاران (۲۰۲۱) به بررسی تأثیر تمرکز مالکیت بر مسئولیت زیست‌محیطی با نقش میانجی اهرم شرکتی پرداختند. یافته‌ها نشان داد که تمرکز مالکیت، تأثیر منفی معنی‌داری بر مسئولیت زیست‌محیطی شرکت دارد. با این حال، وقتی نرخ رشد اقتصاد کلان، نوع مالکیت و ویژگی‌های صنعت در نظر گرفته می‌شوند، این تأثیر ناهمگن است. علاوه بر این، یک تأثیر منفی در شرکت‌های دولتی و غیردولتی و در صنایع غیرسنگین آلاینده وجود دارد. در نهایت، اهرم شرکتی، یک اثر میانجی جزئی بین تمرکز مالکیت و مشارکت در مسئولیت زیست‌محیطی شرکت دارد.

فرزین‌پور و همکاران (۱۴۰۳) در پژوهشی تجربی نشان دادند که خوش‌بینی مدیریت، بر ارتباط بین تأمین مالی از طریق بدهی و عملکرد سهام، تأثیر معنی‌داری دارد. علاوه بر این، خوش‌بینی مدیریت بر ارتباط بین تأمین مالی از طریق سهام و عملکرد سهام، تأثیر معنی‌داری دارد.

فراهی و اکبریور (۱۴۰۱) به بررسی اثرات شهرت شرکت بر رابطه بین گزارشگری عملکرد پایدار محیطی و هزینه تأمین مالی از طریق بدهی پرداختند. یافته‌های آنان بیانگر آن بود که گزارشگری عملکرد پایدار محیطی، رابطه معنی‌داری با عملکرد مالی شرکت‌ها داشته و همچنین شهرت شرکت، نقش تعدیلی معنی‌داری بر رابطه بین گزارشگری عملکرد پایدار محیطی و عملکرد مالی دارد.

رحمانیان کوشکی و حیدری (۱۴۰۱) در پژوهشی تجربی نشان دادند که مسئولیت اجتماعی، دارای ارتباط منفی و معنی‌دار با نوآوری شرکت است. مسئولیت اجتماعی بر سرمایه انسانی تأثیر منفی و معنی‌داری دارد. همچنین، نقش میانجی سرمایه انسانی بین مسئولیت اجتماعی و نوآوری شرکت تأیید شد. علاوه بر این، مسئولیت اجتماعی، اثر معنی‌داری بر سیاست تأمین مالی ندارد. علاوه بر این، متغیر سیاست تأمین مالی، رابطه بین مسئولیت اجتماعی و نوآوری شرکت را میانجی‌گری نمی‌کند.

محمدی و همکاران (۱۴۰۰) در پژوهشی، به بررسی تأثیرپذیری مکانیزم‌های نظام راهبری شرکتی و مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت از اختلالات رفتاری مدیرعامل پرداختند. نتایج پژوهش نشان داد فرااعتمادی مدیرعامل بر کیفیت حسابرسی مستقل تأثیر منفی و معنی‌داری دارد. خوش‌بینی و کوتاه‌بینی مدیرعامل بر کیفیت حسابرسی مستقل تأثیر معنی‌داری ندارد. همچنین، فرااعتمادی و کوتاه‌بینی مدیرعامل بر میزان مالکیت نهادی تأثیر معنی‌داری ندارد. خوش‌بینی مدیرعامل، بر میزان مالکیت نهادی تأثیر منفی و معنی‌داری دارد. فرااعتمادی مدیرعامل، بر تمرکز مالکیت، تأثیر مثبت و معنی‌دار و خوش‌بینی مدیرعامل بر تمرکز مالکیت تأثیر منفی و معنی‌دار دارد و کوتاه‌بینی مدیرعامل بر تمرکز مالکیت تأثیر معنی‌داری ندارد. در نهایت، فرااعتمادی و کوتاه‌بینی مدیرعامل بر مسئولیت اجتماعی تأثیر منفی و معنی‌دار و خوش‌بینی مدیرعامل بر مسئولیت اجتماعی تأثیر معنی‌داری ندارد.

هاشمی تیله‌نوئی و داداشی (۱۴۰۰) در پژوهش خود مستند نمودند که مسئولیت اجتماعی شرکت، تأثیر معنی‌داری بر هزینه بدهی و تأمین مالی از طریق بدهی دارد.

سلیمانی و همکاران (۱۳۹۹) به بررسی بررسی رابطه اطمینان بیش از حد مدیریت و کارایی سرمایه‌گذاری با تأکید بر نقش میانجی تأمین مالی داخلی پرداختند. یافته‌ها نشان داد که بیش‌اطمینانی مدیریت، رابطه مثبت و معنی‌داری با تأمین مالی داخلی دارد و تأمین مالی داخلی، رابطه مثبت و معنی‌داری با سرمایه‌گذاری بیش از حد و رابطه منفی و معنی‌داری با سرمایه‌گذاری کمتر از حد داشته است. اما متغیر تأمین مالی داخلی، تأثیر میانجی بر رابطه بین بیش‌اطمینانی مدیریت و کارایی سرمایه‌گذاری ندارد.

حمیدیان و همکاران (۱۳۹۷) در پژوهش خود نشان دادند که شرکت‌های دارای مدیران توانا، اهرم مالی بیشتری نسبت به مدیران بیش از حد خوش‌بین دارند. همچنین، در شرکت‌های دارای مدیران توانا، عدم تقارن اطلاعاتی کمتری نسبت به شرکت‌های دارای مدیران بیش از حد خوش‌بین وجود دارد. علاوه بر این، ارزش شرکت‌های دارای مدیران توانا، بیش از ارزش شرکت‌های دارای مدیران بیش از حد خوش‌بین است.

مرور مختصر پیشینه ارائه شده نشان می‌دهد که رابطه بین نحوه تأمین مالی و عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری با توجه به اهمیت آن در نوشتارهای تخصصی بین‌المللی بررسی شده است، لیکن به این دلیل که موضوع عملکرد ESG اخیراً در ادبیات بومی مورد توجه قرار گرفته، بسیاری از جنبه‌های آن و از جمله این موضوع بررسی نشده است. بر این اساس در پژوهش حاضر برای پوشش این شکاف پژوهشی، موضوع تصمیمات تأمین مالی و عملکرد ESG بررسی می‌شود. از طرفی، مرور مبانی نظری این پژوهش بیانگر آن است که عوامل مختلفی می‌تواند رابطه بین تصمیمات مالی و عملکرد ESG را تقویت یا تضعیف کند که در ادبیات بین‌المللی بطور تجربی برخی از آنها بررسی شده است. نوع مالکیت و ویژگی‌های شخصیتی مدیران دو عنصر اثرگذار بر این رابطه هستند که در نوشتارهای تخصصی موجود بطور همزمان و در پرتو نظریه موازنه ایستا بررسی نشده‌اند. لذا، توجه به این موضوع، نقطه تمایز و نوآوری پژوهش حاضر است.

فرضیه‌های پژوهش

بنابر مبانی نظری شرح داده شده، فرضیه‌های پژوهش به شرح زیر تدوین می‌گردد:

فرضیه اول: تأمین مالی از طریق بدهی با عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری رابطه مثبت دارد.

فرضیه دوم: تأمین مالی از طریق سهام با عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری رابطه مثبت دارد.

فرضیه سوم: ویژگی‌های شخصیتی مدیران، رابطه بین تأمین مالی بدهی و عملکرد زیست‌محیطی،

اجتماعی و راهبری را تعدیل می‌کند.

فرضیه چهارم: ویژگی‌های شخصیتی مدیران، رابطه بین تأمین مالی سهام و عملکرد زیست‌محیطی،

اجتماعی و راهبری را تعدیل می‌کند.

فرضیه پنجم: تمرکز مالکیت، رابطه بین تأمین مالی بدهی و عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و

راهبری را تعدیل می‌کند.

فرضیه ششم: تمرکز مالکیت، رابطه بین تأمین مالی سهام و عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری را تعدیل می‌کند.

روش شناسی پژوهش

در پژوهش حاضر، به بررسی نقش ویژگی‌های شخصیتی مدیران و تمرکز مالکیت بر رابطه بین تصمیمات تأمین مالی و عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری شرکت‌های فعال در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شده است؛ بنابراین، می‌توان این پژوهش را به عنوان پژوهش کاربردی، توصیفی و مبتنی بر تحلیل رگرسیونی طبقه‌بندی نمود.

جامعه و نمونه آماری

در این پژوهش، جامعه آماری شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد که با در نظر گرفتن شرایط ذکر شده در جدول (۱)، تعیین شدند:

جدول ۱. روند تعیین شرکت‌های مورد بررسی

| شرح | تعداد شرکت | درصد از کل جامعه آماری |
|--|------------|------------------------|
| تعداد کل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس در پایان سال ۱۴۰۱ | ۶۰۳ | ۱۰۰ |
| معیارها: | | |
| - تعداد شرکت‌هایی که در قلمرو زمانی ۱۴۰۱-۹۲ در بورس فعال نبوده‌اند | (۲۱۷) | (۳۵/۹۸) |
| - تعداد شرکت‌هایی از سال ۹۲ به بعد در بورس پذیرفته شده‌اند | (۱۰۳) | (۱۷/۰۸) |
| - تعداد شرکت‌هایی که جز هلدینگ، سرمایه‌گذاری‌ها، واسطه‌گری‌های مالی، بانک‌ها و یا لیزینگ‌ها بوده‌اند | (۶۱) | (۱۰/۱۱) |
| - تعداد شرکت‌هایی که سال مالی آن‌ها منتهی به ۲۹ اسفند نبوده و یا در قلمرو زمانی پژوهش، تغییر سال مالی داده‌اند | (۵۶) | (۹/۲۸) |
| - تعداد شرکت‌هایی که در قلمرو زمانی پژوهش، اطلاعات مورد آنها در دسترس نمی‌باشد | - | - |
| = تعداد شرکت‌های مورد بررسی | ۱۶۶ | ۲۷/۵۲ |

منبع: یافته‌های پژوهش

در مجموع، تعداد ۱۶۶ شرکت (معادل ۱۶۶۰ سال-شرکت) حائز شرایط فوق بودند که داده‌های آنها با استفاده از نرم افزار اکسل گردآوری، تلخیص، طبقه‌بندی و پالایش گردید و نهایتاً، با استفاده از نرم افزارهای آماری Eviews مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفتند.

مدل‌ها و نحوه اندازه‌گیری متغیرهای پژوهش

در این پژوهش، جهت آزمون فرضیه‌ها، از مدل‌های زیر (مدل ۱ برای آزمون فرضیه‌های اول و دوم، مدل ۲ برای آزمون فرضیه‌های سوم و چهارم و مدل ۳ برای آزمون فرضیه‌های پنجم و ششم) استفاده شده

است که با الهام از پژوهش‌های رانی و همکاران (۲۰۲۴)، ون و همکاران (۲۰۲۳)، لی‌یو و ژانگ (۲۰۲۳) و ال‌آموش و همکاران (۲۰۲۲) تهیه گردیده است:

$$ESG_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 DF_{it} + \alpha_2 EF_{it} + \alpha_3 FSIZ_{it} + \alpha_4 FAGE_{it} + \alpha_5 PRO_{it} + \alpha_6 MTB_{it} + \varepsilon_{it} \quad \text{مدل (۱)}$$

$$ESG_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 DF_{it} + \alpha_2 EF_{it} + \alpha_3 OPTIMISM_{it} + \alpha_4 MYOPIA_{it} + \alpha_5 DF_{it} * OPTIMISM_{it} + \alpha_6 DF_{it} * MYOPIA_{it} + \alpha_7 EF_{it} * OPTIMISM_{it} + \alpha_8 EF_{it} * MYOPIA_{it} + \alpha_9 FSIZ_{it} + \alpha_{10} FAGE_{it} + \alpha_{11} PRO_{it} + \alpha_{12} MTB_{it} + \varepsilon_{it} \quad \text{مدل (۲)}$$

$$ESG_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 DF_{it} + \alpha_2 EF_{it} + \alpha_3 OC_{it} + \alpha_4 DF_{it} * OC_{it} + \alpha_5 EF_{it} * OC_{it} + \alpha_6 FSIZ_{it} + \alpha_7 FAGE_{it} + \alpha_8 PRO_{it} + \alpha_8 MTB_{it} + \varepsilon_{it} \quad \text{مدل (۳)}$$

متغیرهای مستقل پژوهش

تامین مالی از طریق بدهی (DF_{it}): نسبت بدهی‌های بلندمدت به کل دارایی‌های شرکت (ون و همکاران، ۲۰۲۳؛ ۷).

تامین مالی از طریق سهام (EF_{it}): ارزش کل حقوق صاحبان سهام بر کل دارایی‌های شرکت (ون و همکاران، ۲۰۲۳؛ ۷).

متغیر وابسته پژوهش

عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری (ESG_{it}): در این پژوهش به پیروی از پژوهش‌هایی همچون ذوالفقاری و همکاران (۱۴۰۳)، برگ‌بیدی‌گشتی و سپاسی (۱۴۰۳)، حسن‌زاده و یارمحمدی (۱۴۰۳) و تحریری و افسای (۱۴۰۰)، برای محاسبه عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری شرکت، از الگوی وزنی که فخاری و همکاران (۱۳۹۶) برای سنجش میزان گزارشگری زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری شرکت‌های فعال در بازار سرمایه ایران ارائه دادند، استفاده می‌شود. بدین ترتیب که بر اساس چک لیست پژوهش مذکور، گزارشات هیئت‌مدیره به دقت مورد تحلیل محتوا قرار گرفته و در صورت وجود هر شاخص برای آن امتیاز ۱ و در غیر این صورت امتیاز صفر در نظر گرفته می‌شود. الگوی وزنی مورد استفاده در این پژوهش برگرفته از پژوهش فخاری و همکاران (۱۳۹۶) به شرح زیر است:

$$ESG = 0/337 E + 0/388 S + 0/275 G$$

که در آن:

ESG نمایانگر نمره عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری شرکت،

E نمایانگر نمره بعد زیست‌محیطی، S نمایانگر نمره بعد اجتماعی و G نمایانگر نمره بعد راهبری

است. شاخص‌های مربوط به ابعاد افشاء زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری به شرح زیر است:

جدول ۲. شاخص‌های ابعاد زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری

| شاخص‌های زیست محیطی | | | | | | | | | | |
|-----------------------|--|------------------------------|--------------------|-----------------------|-------------------------|------------------------------|--------------------------|-----------------------------------|---|---------------------|
| مولفه‌ها | | مدیریت زیست محیطی | | | تأثیر بر طبیعت | | | مسائل عمومی زیست محیطی | | |
| شاخص‌ها | مسائل عمومی محصولات و خدمات و زنجیره تامین | ارزی، بهره‌وری، آب | سیستم مدیریت محیطی | آلودگی، آلودگی شایعات | توع زیستی و هوا | تغییر آب | شفاف سازی محیطی | آموزش محیطی | ارزیابی ریسک محیطی | |
| شاخص‌های اجتماعی | | | | | | | | | | |
| مولفه‌ها | | سیستم‌های مدیریت اجتماعی | | مسائل عمومی اجتماعی | | | جمع‌ها | | | |
| شاخص‌ها | حفظ نام تجاری و رفتار ضد رقابتی | مسائل اجتماعی و زنجیره تامین | سلامت تولید | شفاف سازی اجتماعی | یادگیری و آموزش اجتماعی | سرمایه گذاری مسئولیت اجتماعی | عدم تبعیض و شمول اجتماعی | لرک اجتماعی ذینفعان | توسعه اجتماعی و بشردوستانه | رعایت اصول حقوق بشر |
| شاخص‌های راهبری شرکتی | | | | | | | | | | |
| مولفه‌ها | | قانونمندی | | | هیئت مدیره و کمیته‌ها | | | مسائل عمومی راهبری | | |
| شاخص‌ها | رعایت حقوق سهامداران | اخلاقی، فساد و اصول رفتاری | اطلاقی با قوانین | جبران عملکرد | کمیته‌ها | ترکیب هیئت مدیره | شفاف سازی راهبری | نظارتی و مدیریت ریسک سرمایه گذاری | اقدامات نظارتی و مدیریت ریسک سرمایه گذاری | |

منبع: فخاری و همکاران (۱۳۹۶)

متغیرهای تعدیلگر پژوهش

۱) ویژگی‌های شخصیتی مدیران

الف) خوش‌بینی مدیریت (Optimism): به پیروی از بن-دیوید و همکاران (۲۰۱۰) و المندایر و تیت (۲۰۰۵) عملیاتی شده است که نشان دادند در شرکت‌هایی با مدیران خوش‌بین، مخارج سرمایه‌ای بزرگتر است.

$$C/E = \frac{C.E_t}{TA_{t-1}} \quad \text{مدل (۴)}$$

که در آن:

$C.E_t$: مخارج سرمایه‌ای، مبالغی که صرف خرید یا بهبود و ارتقای دارایی‌های مولد مانند ماشین‌آلات، ساختمان‌های تجاری و تولیدی، وسایل نقلیه و غیره در سال t می‌شود و بر اساس پژوهش لولن و بادریناث (۱۹۹۷) از تفاوت خالص ارزش دفتری دارایی‌های ثابت در ابتدا و پایان دوره به علاوه هزینه استهلاک محاسبه می‌گردد؛

TA_{t-1} : کل دارایی‌ها در پایان سال $t-1$

ب) کوتاه‌بینی مدیریت (Myopia): شرکت‌هایی که به‌طور همزمان بازدهی (سودآوری) بیش از حد معمول و هزینه‌های بازاریابی و تحقیق و توسعه‌ای کمتر از حد مورد انتظار را گزارش می‌کنند، به احتمال زیاد مشمول ویژگی مدیریت‌عامل کوتاه‌بینانه خواهند بود. به منظور شناسایی و تعیین شرکت‌های کوتاه‌بین، ابتدا لازم است سطح موردانتظار بازده دارایی، هزینه بازاریابی و هزینه تحقیق و توسعه را برای هر شرکت با استفاده از روابط زیر برآورد شود.

$$ROA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ROA_{i,t-1} + \varepsilon_{it} \quad \text{مدل (۵)}$$

$$Mktg_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Mktg_{i,t-1} + \varepsilon_{it} \quad \text{مدل (۶)}$$

$$R\&D_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 R\&D_{i,t-1} + \varepsilon_{it} \quad \text{مدل (۷)}$$

که در آن:

$ROA_{i,t}$: نرخ بازده دارایی‌هاست که بر اساس نسبت سود خالص به جمع دارایی‌ها سنجیده می‌شود.

$Mktg_{i,t}$: نسبت هزینه‌های بازاریابی و فروش به جمع دارایی‌ها و

$R\&D_{i,t}$: نسبت هزینه‌های تحقیق و توسعه به جمع دارایی‌ها

پس از محاسبه مقادیر موردانتظار (برآوردی) بازده دارایی‌ها، هزینه بازاریابی و هزینه‌های تحقیق و توسعه با استفاده از رابطه‌های فوق، مقادیر واقعی با مقادیر پیش‌بینی‌شده مقایسه می‌گردد و با توجه به میزان تفاوت موجود ($\varepsilon_{i,t}$)، شرکت‌ها در چهار گروه اصلی به شرح جدول (۳) تقسیم‌بندی می‌شوند:

جدول ۳. طبقه‌بندی شرکت‌ها

| گروه ۱ | گروه ۲ | گروه ۳ | گروه ۴ |
|--|--|--|---|
| اختلاف مثبت بین بازده دارایی پیش‌بینی شده و واقعی | اختلاف مثبت بازده دارایی پیش‌بینی شده و واقعی | اختلاف مثبت بین بازده دارایی پیش‌بینی شده و واقعی | اختلاف منفی بین بازده دارایی پیش‌بینی شده و واقعی |
| اختلاف منفی هزینه‌های بازاریابی و تحقیق و توسعه پیش‌بینی شده و واقعی | فقط اختلاف یکی از هزینه‌های بازاریابی و تحقیق و توسعه و منفی | اختلاف مثبت هزینه‌های بازاریابی و تحقیق و توسعه پیش‌بینی شده و واقعی | |

منبع: دلشاد و تهرانی (۱۳۹۸)

شرکت‌های حاضر در گروه ۱ به‌عنوان شرکت‌های دارای مدیران عامل کوتاه‌بین در نظر گرفته خواهد شد؛ چراکه با داشتن عملکرد مثبت مالی و افزایش بازده دارایی‌ها، هزینه‌های بازاریابی و تحقیق و توسعه شرکت، کاهش یافته است (دلشاد و تهرانی، ۱۳۹۸).

(۲) **تمرکز مالکیت** (OC_{it}): تمرکز مالکیت به حالتی اطلاق می‌گردد که میزان درخور ملاحظه‌ای از سهام شرکت به سهامداران عمده (اکثریت) تعلق داشته باشد و نشان می‌دهد که چند درصد سهام شرکت در دست عده‌ی محدودی قرار دارد. از آنجایی که تمرکز مالکیت به عنوان یک عامل تعیین‌کننده و بااهمیت راهبری شرکتی شناخته شده است؛ لذا به نظر می‌رسد که هویت مالکان کنترل‌کننده، نقش اساسی در رابطه با مالکیت-عملکرد داشته باشد. در پژوهش حاضر، تمرکز مالکیت با استفاده از شاخص هرفیندال-هیرشمن (HHI) از طریق رابطه زیر محاسبه می‌گردد:

$$HHI = \sum_{i=1}^n (S_i)^2 \quad \text{مدل (۸)}$$

که در آن:

Si: درصد مالکیت نهادی است.

برای شرکت‌هایی که مقدار شاخص هر فیندال-هیرشمن از میانگین بالاتر باشد، ارزش یک و برای بقیه شرکت‌ها ارزش صفر لحاظ خواهد شد (مکاری، ۱۴۰۲).

متغیرهای کنترلی پژوهش

اندازه شرکت (FSIZit): لگاریتم طبیعی دارایی‌های شرکت (بادپا و همکاران، ۱۴۰۲؛ ۵۶).
سن شرکت (FAGEit): مجموع سال‌هایی که شرکت از ابتدای سال مورد پژوهش، در بورس فعال بوده است (پژوهی و جعفری، ۱۳۹۹؛ ۱۰۰).

سودآوری (PROit): نسبت سود خالص بر کل دارایی‌ها (ون و همکاران، ۲۰۲۳؛ ۷).
فرصت‌های رشد (MTBit): بیانگر نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری است. برای محاسبه این نسبت از حاصل تقسیم ارزش بازار پایان دوره بر ارزش دفتری حقوق صاحبان سرمایه در پایان دوره استفاده می‌شود. برای محاسبه ارزش بازار نیز از حاصل ضرب آخرین قیمت سهام شرکت در تعداد سهام انتشار یافته استفاده شده است (مرادزاده فرد و همکاران، ۱۳۹۲).

تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه‌ها:

نتایج پژوهش در دو بخش شامل آمار توصیفی و آمار استنباطی ارائه می‌گردد:

الف) آمار توصیفی

جدول (۴)، شاخص‌های مرکزی و پراکندگی شامل میانگین، انحراف معیار، حداقل و حداکثر را برای متغیرهای پژوهش نشان می‌دهد.

جدول ۴. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

| متغیر | نماد | میانگین | حداکثر | حداقل | انحراف معیار | چولگی | کشیدگی |
|-------------------------------------|----------|---------|---------|----------|--------------|--------|--------|
| تامین مالی از طریق بدهی | DF | ۰/۰۶۴ | ۰/۹۳۹ | ۰/۰۰۰ | ۰/۰۷۸ | ۲/۲۷۹ | ۲/۲۰۲ |
| تامین مالی از طریق سهام | EF | ۰/۵۶۶ | ۰/۹۶۹ | ۰/۴۶۱ | ۰/۲۱۱ | -۰/۲۶۲ | ۱/۵۰۹ |
| عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری | ESG | ۱/۲۹۵ | ۳/۳۸۹ | ۰/۰۰۰ | ۰/۷۴۲ | ۰/۴۰۶ | ۲/۱۷۴ |
| خوش‌بینی مدیریت | Optimism | ۰/۰۶۷ | ۰/۹۰۴ | -۰/۳۵۷ | ۰/۱۱۳ | ۱/۱۵۲ | ۱/۷۲۲ |
| کوته‌بینی مدیریت | Myopia | -۰/۳۶۷ | ۱/۰۰۰ | ۰/۰۰۰ | ۰/۴۸۲ | -۰/۵۴۹ | ۱/۳۰۲ |
| تمرکز مالکیت | OC | ۰/۴۲۲ | ۱/۰۰۰ | ۰/۰۰۰ | ۰/۴۹۴ | -۰/۳۱۷ | ۱/۱۰۰ |
| اندازه شرکت | FSIZ | ۱۵/۰۵۷ | ۲۱/۵۷۲ | ۱۰/۵۳۳ | ۱/۷۴۰ | -۰/۷۳۲ | ۲/۶۴۱ |
| سن شرکت | FAGE | ۲۰/۲۸۹ | ۵۵/۰۰۰ | ۰/۰۰۰ | ۹/۲۹۳ | ۱/۱۰۵ | ۲/۴۹۸ |
| سودآوری | PRO | -۰/۱۵۳ | ۰/۶۹۹ | -۰/۴۰۰ | ۰/۱۵۵ | -۰/۵۲۵ | ۱/۵۴۴ |
| فرصت‌های رشد | MTB | ۴/۸۹۳ | ۲۲۷/۶۸۳ | -۸۶۲/۹۸۷ | ۲۳/۵۶۳ | -۲/۳۱۹ | ۱/۳۳۲ |

منبع: یافته‌های پژوهش

در این بخش، ابتدا میانگین هر یک از متغیرها بیان شده که نشان‌دهنده متوسط اعداد به دست آمده برای هر یک از متغیرهاست. برای مثال، در رابطه با میزان گزارشگری زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری به عنوان متغیر وابسته، میانگین بدست آمده ۱/۲۹۵ است که نشان می‌دهد شرکت‌های مورد بررسی بطور متوسط ۱/۲۹۵ معیار از شاخص‌های گزارشگری زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری را دارا بوده‌اند. در جدول آمار توصیفی علاوه بر میانگین، انحراف معیار داده‌ها نیز ارائه شده است که بیانگر میزان پراکندگی داده‌هاست. انحراف معیار متغیر عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری برابر با ۰/۷۴۲ محاسبه شده است. در رابطه با متغیرهای مستقل، برای مثال میانگین تامین مالی از طریق بدهی ۰/۰۶۴ است، به این معنی که بطور متوسط ۶ درصد از دارایی‌های این شرکت‌ها از محل بدهی‌های بلندمدت تامین شده است. در متغیر تعدیل‌گر، ویژگی‌های شخصیتی مدیران و تمرکز مالکیت مدنظر قرار گرفته است؛ به عنوان مثال، میانگین متغیر خوش‌بینی مدیریت ۰/۰۶۷ است؛ به این معنی که مخارج سرمایه‌ای شرکت‌های مورد بررسی تقریباً ۰/۰۷ دارایی‌های آنهاست. میانگین متغیرهای اندازه شرکت، سن شرکت، سودآوری و فرصت‌های رشد به عنوان متغیرهای کنترلی به ترتیب ۱۵/۰۵۷، ۲۰/۲۸۹، ۰/۱۵۳ و ۴/۸۹۳ است. آمار توصیفی سایر متغیرها نیز در جدول (۴) مشاهده می‌شود. در ادامه، مانایی متغیرهای مورد بررسی قرار گرفته است که نتایج در جدول (۵) آورده شده است:

جدول ۵. نتایج آزمون مانایی

| متغیر | نماد | آماره | سطح معناداری |
|-------------------------------------|----------|---------|--------------|
| تامین مالی از طریق بدهی | DF | -۵۱/۲۸ | ۰/۰۰۰۰ |
| تامین مالی از طریق سهام | EF | -۸/۶۸ | ۰/۰۰۰۰ |
| عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری | ESG | -۱۳/۵۴ | ۰/۰۰۰۰ |
| خوش‌بینی مدیریت | Optimism | -۱۰۱/۱۹ | ۰/۰۰۰۰ |
| کوته‌بینی مدیریت | Myopia | -۱۰۶/۵۴ | ۰/۰۰۰۰ |
| تمرکز مالکیت | OC | ۳۶/۲۱ | ۰/۰۰۰۰ |
| اندازه شرکت | FSIZ | ۲۰/۷۰ | ۰/۰۰۰۰ |
| سن شرکت | FAGE | -۲۰/۵۴ | ۰/۰۰۰۰ |
| سودآوری | PRO | -۷/۲۵ | ۰/۰۰۰۰ |
| فرصت‌های رشد | MTB | -۱۹/۳۳ | ۰/۰۰۰۰ |

منبع: یافته‌های پژوهش

با توجه به نتایج جدول (۵)، سطح معنی‌داری برای همه متغیرها کمتر از سطح خطا بدست آمده است؛ بنابراین با اطمینان ۹۵ درصد می‌توان گفت که فرضیه صفر مبنی بر نامانای بودن متغیرها در سطح رد می‌شود. قبل از برازش مدل‌های رگرسیون و تخمین ضرایب، باید روش تخمین مناسب داده‌ها از بین دو روش تلفیقی یا تابلویی انتخاب گردد. برای انتخاب از بین دو روش تلفیقی و تابلویی از آزمون F لیمر استفاده می‌شود. در این آزمون اگر احتمال آزمون بیشتر از ۰/۰۵ باشد، روش تلفیقی و چنانچه احتمال آزمون کمتر از ۰/۰۵ است، روش تابلویی مناسب خواهد بود. نتایج در جدول (۶) ارائه شده است.

جدول ۶. نتایج آزمون F لیمر و هاسمن

| مدل | آزمون | درجه آزادی | آماره | احتمال | نتیجه |
|---------|--------|------------|--------|--------|--------------|
| مدل اول | F لیمر | ۱۶۵/۱۴۹ | ۵/۲۴۳ | ۰/۰۰۰ | تابلویی |
| | هاسمن | ۶ | ۴/۸۷۹ | ۰/۵۵۹ | اثرات تصادفی |
| مدل دوم | F لیمر | ۱۶۵/۱۴۸ | ۶/۳۶۳ | ۰/۰۰۰ | تابلویی |
| | هاسمن | ۱۲ | ۱۰/۳۲۴ | ۰/۵۰۲ | اثرات تصادفی |
| مدل سوم | F لیمر | ۱۶۵/۱۴۹ | ۶/۵۲۶ | ۰/۰۰۰ | تابلویی |
| | هاسمن | ۹ | ۱۱/۹۰۱ | ۰/۱۵۶ | اثرات تصادفی |

منبع: یافته‌های پژوهش

همان‌طور که در جدول (۶) مشاهده می‌شود، احتمال آماره F لیمر در هر سه مدل کمتر از ۰/۰۵ است؛ لذا برای تخمین این مدل‌ها از روش تابلویی استفاده می‌شود. باید به این نکته، توجه شود که اگر روش تابلویی پذیرفته شود، لازم است تا از آزمون دیگری به نام آزمون هاسمن استفاده شود تا مشخص گردد بین دو مدل اثرات ثابت و اثرات تصادفی کدام یک مناسب‌تر است. در آزمون هاسمن، در صورتی که احتمال آزمون، کمتر از ۰/۰۵ باشد، الگوی اثرات ثابت و اگر بیشتر از ۰/۰۵ باشد الگوی اثرات تصادفی استفاده می‌شود. از آنجایی که در هر سه مدل، احتمال آزمون هاسمن بیشتر از ۰/۰۵ است، برای تخمین هر دو مدل از الگوی اثرات تصادفی بهره گرفته می‌شود. یکی از مفروضات مدل رگرسیونی خطی کلاسیک، وجود همسانی واریانس جملات اختلال می‌باشد؛ اما ممکن است واریانس جملات اختلال ثابت نموده و از مقادیر وقفه‌دار جملات اختلال تبعیت نماید. در این صورت، مشکل ناهمسانی واریانس بین جملات اختلال بروز می‌کند و تخمین‌زنده‌های رگرسیون علیرغم بدون تورش بودن، دارای کارایی نخواهد بود. لذا در این بخش، به منظور بررسی وجود همسانی واریانس جملات اختلال از آزمون بارتلت و لون استفاده شده است.

جدول ۷. آزمون بارتلت و لون

| مدل | آزمون | مقدار آماره | سطح معنی‌داری |
|---------|--------|-------------|---------------|
| مدل اول | بارتلت | ۵۳۵۸۸/۰۰ | ۰/۰۰۰ |
| | لون | ۱۴۶/۱۱۷۳ | ۰/۰۰۰ |
| مدل دوم | بارتلت | ۷۴۵۰۵/۲۲ | ۰/۰۰۰ |
| | لون | ۱۵۵/۸۲۷۶ | ۰/۰۰۰ |
| مدل سوم | بارتلت | ۶۱۶۶۴/۰۰ | ۰/۰۰۰ |
| | لون | ۱۴۹/۴۸۶۳ | ۰/۰۰۰ |

منبع: یافته‌های پژوهش

با توجه به نتایج جدول (۷) سطح معنی‌داری برای هر شش مدل کمتر از سطح خطا بدست آمده است؛ بنابراین با اطمینان ۹۵ درصد می‌توان گفت که فرضیه صفر مبنی بر عدم وجود ناهمسانی واریانس (همسانی واریانس) رد می‌شود. لذا در این پژوهش به منظور برازش مدل‌ها از روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته استفاده شد.

بررسی هم‌خطی بین متغیرهای توضیحی

عدم وجود هم‌خطی قابل‌ملاحظه بین متغیرهای مستقل، از مفروضات مدل رگرسیون است. یکی از روش‌های آزمودن وجود هم‌خطی بین متغیرهای مستقل، استفاده از معیار عامل تورم واریانس است. اگر بیشترین مقدار عامل تورم واریانس بزرگتر از عدد ۱۰ باشد، نشان‌دهنده این موضوع است که هم‌خطی بین متغیرهای مستقل، اثر نامطلوبی بر برآوردهای روش حداقل مربعات دارد. بنابراین، اگر عامل تورم واریانس ضرایب مدل برآورد شده کوچکتر از عدد ۱۰ باشد، مشکل هم‌خطی وجود نخواهد داشت. نتایج آزمون هم‌خطی با استفاده از شاخص عامل تورم واریانس در جدول (۸) نشان داده شده است.

جدول ۸. نتایج آزمون هم‌خطی بین متغیرهای توضیحی

| متغیر | مدل ۱ عامل تورم واریانس (VIF) | مدل ۲ عامل تورم واریانس (VIF) | مدل ۳ عامل تورم واریانس (VIF) |
|--|--|--|--|
| تامین مالی از طریق بدهی | ۱/۱۵۸ | ۲/۸۰۵ | ۲/۲۴۹ |
| تامین مالی از طریق سهام | ۱/۷۲۱ | ۲/۶۸۰ | ۲/۶۴۷ |
| خوش‌بینی مدیریت | -- | ۶/۴۳۴ | -- |
| کوته‌بینی مدیریت | -- | ۳/۷۲۱ | -- |
| تمرکز مالکیت | -- | -- | ۲/۶۱۱ |
| تامین مالی از طریق بدهی * خوش‌بینی مدیریت | -- | ۲/۶۲۹ | -- |
| تامین مالی از طریق بدهی * کوته‌بینی مدیریت | -- | ۲/۵۹۸ | -- |
| تامین مالی از طریق سهام * خوش‌بینی مدیریت | -- | ۷/۳۰۴ | -- |
| تامین مالی از طریق سهام * کوته‌بینی مدیریت | -- | ۳/۹۶۷ | -- |
| تامین مالی از طریق بدهی * تمرکز مالکیت | -- | -- | ۲/۴۷۷ |
| تامین مالی از طریق سهام * تمرکز مالکیت | -- | -- | ۳/۸۸۹ |
| اندازه شرکت | ۱/۰۸۷ | ۱/۲۹۵ | ۱/۲۵۰ |
| سن شرکت | ۱/۰۰۶ | ۱/۱۳۹ | ۱/۱۴۳ |
| سودآوری | ۱/۶۹۷ | ۱/۶۶۵ | ۱/۶۱۷ |
| فرصت‌های رشد | ۱/۰۲۵ | ۱/۰۸۲ | ۱/۰۵۵ |
| میانگین | ۱/۲۸۲ | ۳/۱۱۰ | ۲/۲۱۵ |

منبع: یافته‌های پژوهش

با توجه به اعداد حاصل شده برای عامل تورم واریانس، هیچ‌یک از ارقام مربوط به شاخص عامل تورم واریانس در جدول (۸)، بیشتر از ۱۰ نیست؛ لذا می‌توان نتیجه گرفت که متغیرهای مستقل پژوهش، دارای هم‌خطی قابل‌ملاحظه‌ای نیستند. علاوه بر این، میانگین عامل تورم واریانس مدل‌های اول، دوم و سوم پژوهش نیز موید یافته مذکور است. میانگین عامل واریانس کل متغیرها نیز ۲/۴۰۶ می‌باشد. در نهایت، همه میانگین‌های مذکور نشان می‌دهد که متغیرهای مستقل پژوهش دارای هم‌خطی زیادی نیستند.

آزمون فرضیه‌های اول و دوم

فرضیه‌های اول و دوم، رابطه بین تامین مالی از طریق بدهی و تامین مالی از طریق سهام با عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری را مورد توجه قرار داده است. نتایج حاصل از آزمون این فرضیه‌ها در جدول (۹) ارائه شده است.

جدول ۹. نتایج آزمون فرضیه‌های اول و دوم

| متغیر | ضریب | آماره t | احتمال آماره (Sig.) |
|-------------------------|--------|----------------------|---------------------|
| ضریب ثابت | ۰/۸۰۸ | ۴/۵۳۲ | ۰/۰۰۰ |
| تامین مالی از طریق بدهی | ۰/۴۴۴ | ۴/۷۵۶ | ۰/۰۰۰ |
| تامین مالی از طریق سهام | ۰/۳۳۲ | ۲/۹۴۷ | ۰/۰۰۳ |
| اندازه شرکت | ۰/۰۲۰ | ۱/۸۷۶ | ۰/۰۶۱ |
| سن شرکت | ۰/۰۰۴ | ۱/۹۱۷ | ۰/۰۵۵ |
| سودآوری | ۰/۳۵۰ | ۳/۴۷۴ | ۰/۰۰۰ |
| فرصت‌های رشد | ۰/۰۰۰ | ۰/۸۷۷ | ۰/۳۸۱ |
| آماره F فیشر | ۱۶/۵۹۴ | ضریب تعیین | ۰/۴۱۳ |
| | | ضریب تعیین تعدیل شده | ۰/۴۰۹ |
| احتمال آماره | ۰/۰۰۰ | آماره دوربین-واتسون | ۱/۶۰۵ |

منبع: یافته‌های پژوهش

مطابق نتایج تخمین مدل اول، مقدار احتمال آماره F فیشر کمتر از ۰/۰۵ (سطح خطای پژوهش) است؛ بنابراین، معنی‌داری و مناسب بودن مدل تأیید می‌شود. مقدار آماره دوربین واتسون به میزان ۱/۶۰۵ حاکی از عدم وجود خود همبستگی بین جملات خطاء مدل است. ضریب تعیین تعدیل شده مدل نشان می‌دهد که حدود ۴۱ درصد از تغییرات متغیر عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری، توسط متغیرهای مدل، توضیح داده می‌شود.

در فرضیه اول، مقدار احتمال آماره t متغیر تامین مالی از طریق بدهی کمتر از سطح خطای ۰/۰۵ است، بنابراین تامین مالی از طریق بدهی با عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری رابطه معنی‌داری دارد و در نتیجه فرضیه اول تایید می‌شود. علاوه بر این، با توجه به علامت ضریب متغیر تامین مالی از طریق بدهی می‌توان گفت تامین مالی از طریق بدهی با عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری رابطه مثبت و معنی‌داری دارد.

در فرضیه دوم، مقدار احتمال آماره t متغیر تامین مالی از طریق سهام کمتر از سطح خطای $0/05$ است، بنابراین تامین مالی از طریق سهام با عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری رابطه معنی‌داری دارد و در نتیجه فرضیه دوم رد نمی‌شود. علاوه بر این، با توجه به علامت ضریب متغیر تامین مالی از طریق سهام می‌توان نتیجه گرفت که تامین مالی از طریق سهام با عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری رابطه مثبت و معنی‌داری دارد.

آزمون فرضیه‌های سوم و چهارم

نقش تعدیل‌کنندگی ویژگی‌های شخصیتی مدیران بر رابطه بین تامین مالی از طریق بدهی و تامین مالی از طریق سهام با عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری، موضوع مطرح شده در فرضیه‌های سوم و چهارم است. نتایج حاصل از بررسی این فرضیه‌ها در جدول (۱۰) ارائه شده است.

جدول ۱۰. نتایج آزمون فرضیه‌های سوم و چهارم

| احتمال آماره (Sig.) | آماره t | ضریب | متغیر | |
|------------------------|-------------------------|--------|--------------|--|
| ۰/۰۰۰ | ۴/۱۰۷ | ۱/۰۱۷ | C | ضریب ثابت |
| ۰/۰۰۰ | ۴/۱۲۸ | ۰/۴۶۸ | DF | تامین مالی از طریق بدهی |
| ۰/۰۲۴ | ۲/۱۸۴ | ۰/۱۳۰ | EF | تامین مالی از طریق سهام |
| ۰/۰۰۰ | -۱۱/۴۸۷ | -۰/۷۵۵ | Optimism | خوش‌بینی مدیریت |
| ۰/۰۱۶ | -۲/۴۱۳ | -۰/۳۴۱ | Myopia | کوته‌بینی مدیریت |
| ۰/۰۰۴ | ۲/۵۳۹ | ۰/۲۱۷ | DF* Optimism | تامین مالی از طریق بدهی * خوش‌بینی مدیریت |
| ۰/۵۹۲ | -۰/۵۳۶ | -۰/۲۸۸ | DF* Myopia | تامین مالی از طریق بدهی * کوته‌بینی مدیریت |
| ۰/۳۱۱ | -۹/۰۱۴ | -۰/۶۹۴ | EF* Optimism | تامین مالی از طریق سهام * خوش‌بینی مدیریت |
| ۰/۰۱۳ | -۲/۴۸۱ | -۰/۱۵۳ | EF* Myopia | تامین مالی از طریق سهام * کوته‌بینی مدیریت |
| ۰/۳۵۸ | ۰/۹۱۹ | ۰/۰۱۵ | FSIZ | اندازه شرکت |
| ۰/۰۸۱ | ۱/۷۴۹ | ۰/۰۰۶ | FAGE | سن شرکت |
| ۰/۰۱۲ | ۲/۶۸۸ | ۰/۲۷۳ | PRO | سودآوری |
| ۰/۵۸۵ | ۰/۵۴۷ | ۰/۰۰۰ | MTB | فرصت‌های رشد |
| ۰/۴۹۴ | ضریب تعیین | ۲۳/۹۳۶ | آماره F فیشر | |
| ۰/۴۷۷ | ضریب تعیین تعدیل شده | | | |
| ۱/۸۵۵ | آماره دوربین- واتسون | ۰/۰۰۰ | احتمال آماره | |

منبع: یافته‌های پژوهش

مقدار آماره F فیشر و سطح معنی‌داری آن بیانگر برازش مناسب رگرسیون است. همچنین با توجه به ضریب تعیین، می‌توان نتیجه گرفت که متغیرهای مستقل تقریباً به میزان ۴۸ درصد متغیر وابسته را توضیح می‌دهند. بررسی سطح معنی‌داری آماره‌های ضرایب متغیرهای مدل نشان می‌دهد که هر دو متغیر تامین مالی از طریق بدهی و تامین مالی از طریق سهام، ارتباط مثبت و معنی‌داری با عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری دارند؛ اما خوش‌بینی مدیریت و کوتاه‌بینی مدیریت، ارتباط منفی و معنی‌داری با عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری شرکت دارند. برای آزمون فرضیه سوم، ضریب متغیر تعدیل‌گر (تامین مالی از طریق بدهی) * ویژگی‌های شخصیتی مدیران) مورد بررسی قرار می‌گیرد. یافته‌های مستندشده در جدول فوق بیانگر آن است که ضریب متغیر تعدیل‌گر خوش‌بینی مدیریت در تعامل با تامین مالی از طریق بدهی در سطح ۰/۰۵ معنی‌دار است. مقدار و علامت این متغیر نشان می‌دهد که خوش‌بینی مدیریت، رابطه بین تامین مالی از طریق بدهی و عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری را تقویت می‌کند. یافته‌های ارائه‌شده در خصوص معنی‌دار نبودن ضریب متغیر تعاملی کوتاه‌بینی مدیریت * تامین مالی از طریق بدهی، به معنای نداشتن نقش تعدیل‌کنندگی کوتاه‌بینی مدیریت بر رابطه بین تامین مالی از طریق بدهی و عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری است.

برای آزمون فرضیه چهارم مشابه با فرضیه سوم، ضریب متغیر تعدیل‌گر (تامین مالی از طریق سهام) * ویژگی‌های شخصیتی مدیران) مورد بررسی قرار می‌گیرد. یافته‌های حاصل شده، بیانگر آن است که ضریب متغیر تعدیل‌گر تامین مالی از طریق سهام در خوش‌بینی مدیریت) در سطح ۰/۰۵ معنی‌دار نیست؛ بدان معنا که خوش‌بینی مدیریت در رابطه بین تامین مالی از طریق سهام و عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری نقش تعدیل‌کنندگی ندارد. ضریب متغیر تعدیل‌گر تامین مالی از طریق سهام در کوتاه‌بینی مدیریت در سطح ۰/۰۵ معنی‌دار است. مقدار و علامت ضریب این دو متغیر نشان می‌دهد که کوتاه‌بینی مدیریت، رابطه مثبت بین تامین مالی از طریق سهام و عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری شرکت را تضعیف می‌کند. به عبارتی، کوتاه‌بینی مدیریت باعث می‌شود تا تامین مالی از طریق سهام تأثیر کمتری بر عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری داشته باشد. با توجه به مقدار احتمال آماره متغیرهای کنترلی مدل یعنی اندازه شرکت، سن شرکت، سودآوری و فرصت‌های رشد، تنها سطح خطای متغیر سودآوری از ۰/۰۵ کمتر است. بنابراین این متغیر بر عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری تأثیر دارد و سه متغیر دیگر یعنی اندازه شرکت، سن شرکت و فرصت‌های رشد، معنی‌دار نیستند.

آزمون فرضیه‌های پنجم و ششم

فرضیه‌های پنجم و ششم پژوهش، بر نقش تعدیل‌کنندگی تمرکز مالکیت بر رابطه بین تامین مالی از طریق بدهی و تامین مالی از طریق سهام با عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری تمرکز نموده‌اند. نتایج مستندشده از آزمون این فرضیه‌ها در جدول (۱۱) ارائه شده است:

جدول ۱۱. نتایج آزمون فرضیه‌های پنجم و ششم

| احتمال آماره (Sig.) | آماره t | ضریب | متغیر | |
|---------------------|----------------------|--------|--------------|---------------------------------------|
| ۰/۰۰۰ | ۴/۱۵۶ | ۰/۹۹۱ | C | ضریب ثابت |
| ۰/۰۰۰ | ۴/۵۸۴ | ۰/۲۱۷ | DF | تامین مالی از طریق بدهی |
| ۰/۰۰۰ | ۴/۷۶۳ | ۰/۳۰۹ | EF | تامین مالی از طریق سهام |
| ۰/۳۳۷ | -۰/۹۶۱ | -۰/۱۳۰ | OC | تمرکز مالکیت |
| ۰/۱۲۱ | ۱/۵۴۹ | ۰/۸۲۹ | DF*OC | تامین مالی از طریق بدهی* تمرکز مالکیت |
| ۰/۶۸۰ | -۰/۴۱۳ | ۰/۰۸۹ | EF*OC | تامین مالی از طریق سهام* تمرکز مالکیت |
| ۰/۵۰۳ | -۰/۶۷۰ | ۰/۰۱۱ | FSIZ | اندازه شرکت |
| ۰/۰۶۷ | ۱/۸۳۵ | ۰/۰۰۶ | FAGE | سن شرکت |
| ۰/۰۱۱ | ۲/۴۸۹ | ۰/۲۲۷ | PRO | سودآوری |
| ۰/۷۴۰ | -۰/۳۳۳ | ۰/۰۰۰۲ | MTB | فرصت‌های رشد |
| ۰/۴۰۸ | ضریب تعیین | ۱۶/۵۱۸ | آماره F فیشر | |
| ۰/۳۸۳ | ضریب تعیین تعدیل شده | | | |
| ۱/۸۵۲ | آماره دوربین-واتسون | ۰/۰۰۰ | احتمال آماره | |

منبع: یافته‌های پژوهش

نتایج حاصل از تخمین مدل سوم نشان می‌دهد که مقدار احتمال آماره F فیشر کمتر از $0/05$ (سطح خطای پژوهش) است. بر این اساس، معنی‌داری و مناسب بودن مدل تأیید می‌شود. مقدار آماره دوربین-واتسون حاکی از عدم وجود خود همبستگی بین جملات خطاء مدل است. ضریب تعیین تعدیل شده مدل نشان می‌دهد که حدود ۳۸ درصد از تغییرات متغیر عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری توسط متغیرهای مدل، توضیح داده می‌شود. بررسی سطح معنی‌داری آماره‌های ضرایب متغیرهای مدل نشان می‌دهد که تامین مالی از طریق بدهی و تامین مالی از طریق سهام، ارتباط مثبت و معنی‌داری با عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری شرکت دارند. همچنین، تمرکز مالکیت، ارتباط معنی‌داری با عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری شرکت ندارد.

برای آزمون فرضیه پنجم مشابه با فرضیه‌های سوم و چهارم، ضریب متغیر تعدیل‌گر (تامین مالی از طریق بدهی * تمرکز مالکیت) مورد بررسی قرار می‌گیرد. یافته‌ها حاکی از آن است که ضریب متغیر تعدیل‌گر تامین مالی از طریق بدهی در تمرکز مالکیت در سطح $0/05$ معنی‌دار نمی‌باشد که نشان می‌دهد که تمرکز مالکیت در رابطه بین تامین مالی از طریق بدهی و عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری نقش تعدیل‌کنندگی ایفا نمی‌کند. لذا این فرضیه تایید نمی‌شود. برای آزمون فرضیه ششم مشابه با فرضیه

پیشین، ضریب متغیر تعدیل‌گر (تامین مالی از طریق سهام * تمرکز مالکیت) مورد بررسی قرار می‌گیرد. یافته‌ها حاکی از آن است که ضریب متغیر تعدیل‌گر تامین مالی از طریق سهام در تمرکز مالکیت در سطح ۰/۰۵ معنی‌دار نیست. بدان معنا که تمرکز مالکیت بر بین رابطه تامین مالی از طریق سهام و عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری نقش تعدیل‌کنندگی ندارد و به این ترتیب مشابه با فرضیه پنجم، فرضیه ششم نیز تایید نمی‌شود.

با توجه به مقدار احتمال آماره متغیرهای کنترلی مدل یعنی اندازه شرکت، سن شرکت، سودآوری و فرصت‌های رشد، تنها سطح خطای سودآوری از ۰/۰۵ کمتر است. بنابراین، این متغیر بر عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری تاثیر دارد و سه متغیر دیگر یعنی اندازه شرکت، سن شرکت و فرصت‌های رشد معنی‌دار نیستند.

بحث و نتیجه‌گیری

هدف پژوهش حاضر، تبیین نقش ویژگی‌های شخصیتی مدیران و تمرکز مالکیت بر رابطه بین تامین مالی از طریق بدهی و از طریق سهام با عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری شرکت با تمرکز بر نظریه موازنه ایستا است. در همین راستا، شش فرضیه تدوین گردید که دو فرضیه اول، رابطه بین تامین مالی از طریق بدهی و از طریق سهام با عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری را بررسی نمود و فرضیه‌های سوم و چهارم، نقش تعدیل‌کنندگی ویژگی‌های شخصیتی مدیران (خوش‌بینی و کوتاه‌بینی مدیریت) بر رابطه بین تامین مالی از طریق بدهی و از طریق سهام با عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری را مورد توجه قرار داد. دو فرضیه آخر نیز، نقش تعدیل‌کنندگی تمرکز مالکیت بر رابطه بین تامین مالی از طریق بدهی و تامین مالی از طریق سهام با عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری را مطرح نمود.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول نشان داد که بین تامین مالی از طریق بدهی و عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری شرکت، رابطه مثبت و معنی‌داری وجود دارد. بدین مفهوم که شرکت‌هایی که عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری بهتری دارند، با ریسک‌های کمتری مواجه می‌شوند. این امر، منجر به جلوگیری از ورشکستگی و درماندگی مالی آنها و افزایش توجه سرمایه‌گذاران نهادی خارجی شده و به تبع آن، هزینه‌های تامین مالی بدهی آنها را کاهش می‌دهد. این نتیجه با یافته‌های هو و ژانگ (۲۰۲۴)، لی و همکاران (۲۰۲۴)، ون و همکاران (۲۰۲۳)، ژو (۲۰۲۳)، فراهی و اکبرپور (۱۴۰۱) و هاشمی تیله‌نویی و داداشی (۱۴۰۰) همراستا است.

آزمون فرضیه دوم، حاکی از رابطه مثبت و معنی‌دار تامین مالی از طریق سهام با عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری است. شرکت‌هایی که بیشتر از طریق سهام تامین مالی می‌کنند اغلب در رابطه با فعالیت‌های زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری، عملکرد بهتری دارند؛ به این دلیل که سرمایه‌گذاری سهام به آنها انعطاف‌پذیری مالی بیشتری برای راه‌اندازی طرح‌های پایداری بلندمدت بدون نگرانی در مورد پرداخت بدهی می‌دهد. این نتیجه مشابه با یافته‌های آدنیه و همکاران (۲۰۲۳)، زاهد و همکاران (۲۰۲۳) و دی-کامپوس و همکاران (۲۰۲۱) است و خلاف یافته آل‌آموش و همکاران (۲۰۲۲) است.

در فرضیه سوم، نقش تعدیل‌کنندگی ویژگی‌های شخصیتی مدیران (خوش‌بینی و کوتاه‌بینی مدیریت) بر رابطه بین تامین مالی از طریق بدهی و عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبردی بررسی شد. با توجه به معنی‌دار بودن ضریب تعاملی تامین مالی از طریق بدهی * خوش‌بینی مدیریت نتایج این فرضیه، مهر تاییدی بر نقش تعدیل‌کنندگی خوش‌بینی مدیریت بر رابطه بین تامین مالی از طریق بدهی و عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبردی است و علامت ضریب تعاملی تامین مالی از طریق بدهی * خوش‌بینی مدیریت نشان‌دهنده آن است که متغیر تعدیل‌گر، رابطه مثبت بین تامین مالی از طریق بدهی و ESG را تقویت می‌کند. یافته مذکور را می‌توان بدین شرح تبیین کرد که مدیران خوش‌بین تمایل دارند تا در فعالیت‌های ESG سرمایه‌گذاری کنند چون منفعت دوسویه برای خود مدیر و شرکت را در پی دارد. همچنین، عملکرد مناسب زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبردی شرکت منجر به بهبود تصویر شرکت در بازار می‌شود. علاوه بر این، مدیران از این طریق می‌توانند توانایی و حسن نیت خود را به نمایش بگذارند و تایید اعتباردهندگان برای تامین مالی آسان‌تر بدهی را به دست آورند. این یافته، به نوعی با یافته‌های هو و ژانگ (۲۰۲۴)، ژانگ و همکاران (۲۰۲۴) و حمیدیان و همکاران (۱۳۹۷) همراستاست. در خصوص نقش تعدیل‌کنندگی کوتاه‌بینی مدیریت بر رابطه بین تامین مالی از طریق بدهی و عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبردی، معنی‌دار نبودن ضریب تعاملی تامین مالی از طریق بدهی * کوتاه‌بینی مدیریت، بیانگر عدم ایفای نقش تعدیل‌کنندگی کوتاه‌بینی مدیریت بر این رابطه است.

در فرضیه چهارم، نقش تعدیل‌کنندگی ویژگی‌های شخصیتی مدیران (خوش‌بینی و کوتاه‌بینی مدیریت) بر رابطه بین تامین مالی از طریق سهام و عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبردی مورد توجه قرار گرفت. یافته‌های حاصل‌شده، بیانگر معنی‌دار نبودن ضریب تعاملی تامین مالی از طریق سهام * خوش‌بینی مدیریت است و به معنی آن است که خوش‌بینی مدیریت، رابطه بین تامین مالی از طریق سهام و عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبردی را تعدیل نمی‌کند؛ اما معنی‌دار بودن ضریب تعاملی تامین مالی از طریق سهام * کوتاه‌بینی مدیریت بدان مفهوم است که کوتاه‌بینی مدیریت، رابطه بین تامین مالی از طریق سهام و عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبردی را تعدیل می‌کند. از آنجایی که علامت ضریب تعاملی مذکور منفی است، ورود متغیر تعدیل‌گر باعث تضعیف رابطه مثبت بین تامین مالی از طریق سهام و ESG شده است. به عبارت دیگر، در صورت وجود مدیریت کوتاه‌بینانه، تامین مالی از طریق سهام، باعث توجه کمتر به ESG و تضعیف عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبردی شرکت می‌شود. یافته‌های حاصل شده در این فرضیه، به نوعی عکس نتایج حاصل شده از پژوهش ژانگ و همکاران (۲۰۲۳) است.

آزمون فرضیه‌های پنجم و ششم نیز به ترتیب، بیانگر عدم نقش تعدیل‌کنندگی تمرکز مالکیت بر رابطه تامین مالی از طریق بدهی و از طریق سهام با ESG است. این نتیجه، خلاف یافته ون و همکاران (۲۰۲۳) است.

پژوهش حاضر برای نخستین بار از طریق تمرکز بر نظریه موازنه ایستا، رابطه بین تصمیمات تامین مالی و عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبردی شرکت را با توجه به نقش تعدیل‌کنندگی ویژگی‌های

شخصیتی مدیران و تمرکز مالکیت به نوشتارهای تخصصی موجود در این زمینه کمک قابل توجهی نمود. با توجه به یافته‌های پژوهش، پیشنهادهای کاربردی به شرح زیر ارائه می‌شود:

(۱) از آنجایی که هر دو نوع تامین مالی از طریق بدهی و تامین مالی از طریق سهام با عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری شرکت رابطه مثبت دارند؛ لذا به مدیران پیشنهاد می‌شود بر اساس مفاد نظریه موازنه ایستا بعد از سنجیدن هزینه‌ها و مزایای هر کدام، با توجه به شرایط خاص شرکت خود، ترکیب بهینه‌ای از آنها را به عنوان سبد تامین مالی تعیین و از این نظر حسب شرایط خود، زمینه عملکرد مطلوب در حوزه زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری را فراهم نمایند.

(۲) از آنجایی که تیم مدیریتی شرکت در تصمیم‌های کلیدی و راهبردی آن، اعم از تصمیم‌های تامین مالی و تصمیم‌های مربوط به فعالیت‌های زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری و... نقش کلیدی ایفا می‌کنند، ویژگی‌های شخصیتی و رفتاری آنان و به طور خاص بر اساس یافته‌های پژوهش حاضر، مدیریت خوش‌بینانه و مدیریت کوتاه‌بینانه می‌تواند اثر قابل توجهی بر این تصمیم‌ها داشته باشد. بر این مبنا پیشنهاد می‌شود در زمان تصمیم به انتصاب آنان، این عوامل مورد توجه قرار گیرد.

(۳) علیرغم اینکه پژوهش حاضر نشان داد که تمرکز مالکیت، نقش تعدیل‌کنندگی بر رابطه بین تصمیمات تامین مالی و عملکرد ESG ندارد (می‌توان این نتیجه را به نحوه اندازه‌گیری این متغیر نسبت داد)، لیکن با توجه به نوشتارهای تخصصی موجود که بیانگر تاثیر بالقوه تمرکز مالکیت، بر تصمیم‌گیری و جهت‌گیری بلندمدت شرکت است؛ لذا این شاخص با توجه به نوع تامین مالی شرکت می‌تواند راهنمایی برای شناسایی شرکت‌هایی باشد که تعهد بیشتری به اقدامات ESG دارند. لذا پیشنهاد بر این است برای شناسایی چنین شرکت‌هایی، این متغیر مورد توجه قرار گیرد.

این پژوهش با توجه به ماهیت آن، با محدودیت فراگیری که بر سر اجرای آن چالش ایجاد کند مواجه نبود، اما این نکات باید مورد توجه قرار گیرد: نخست، در این پژوهش، برای اندازه‌گیری عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری شرکت از تنها الگوی بومی موجود یعنی الگوی وزنی فخاری و همکاران (۱۳۹۶) که برای بورس اوراق بهادار تهران تدوین گردیده، استفاده شد. اوزان این مدل، اخیراً بروزرسانی نشده است؛ لذا ممکن است در صورت بروزرسانی، نتایج پژوهش حاضر تحت تاثیر قرار گیرد. همچنین، با توجه به اینکه ارقام صورت‌های مالی از بابت تورم تعدیل نشده‌اند، ممکن در صورت اعمال، نتایج حاصل شده در برخی موارد تغییر کند. برای محدود نمودن دامنه موضوعی، از بین ویژگی‌های شخصیتی مدیران بر دو ویژگی خوش‌بینی و کوتاه‌بینی مدیریت تمرکز شد. در این رابطه نیز، ویژگی‌های شخصیتی متنوعی وجود دارد که می‌توانست استفاده شود. نهایتاً اینکه در این پژوهش، تمرکز مالکیت با استفاده از شاخص هرفیندال-هیرشمن اندازه‌گیری شد که در این رابطه، نحوه اندازه‌گیری متعددی در دسترس است. بر این اساس، در انتها با توجه به اینکه عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری شرکت اخیراً بیشتر مورد توجه قرار گرفته، برای پژوهش‌های آتی بر اساس محدودیت‌های ذکر شده، پیشنهادهای پژوهشی به شرح زیر ارائه می‌گردد:

- ۱) پیشنهاد می‌گردد الگوی وزنی فخاری و همکاران (۱۳۹۶) بروزرسانی شده و بر اساس اوزان جدید عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری شرکت اندازه‌گیری شود.
- ۲) پیشنهاد می‌گردد که ویژگی‌های مختلف مدیریت، اعم از سایر ویژگی‌های شخصیتی و حتی ویژگی‌های ساختاری مدیریت نظیر ثبات و استحکام مدیریت، توانایی مدیریت و ... بررسی شود.
- ۳) پیشنهاد می‌گردد از روش‌های دیگر اندازه‌گیری تمرکز مالکیت، نظیر درصد سهام پنج سهامدار اول شرکت، درصد سهام شناور آزاد شرکت که در پژوهش‌های داخلی پیشین نیز به کار گرفته شده است، استفاده شود.

ملاحظات اخلاقی

- حامی مالی: مقاله حامی مالی ندارد.
- مشارکت نویسندگان: تمام نویسندگان در آماده‌سازی مقاله مشارکت داشته‌اند.
- تعارض منافع: بنا بر اظهار نویسندگان در این مقاله هیچ‌گونه تعارض منافی وجود ندارد.
- تعهد کپی‌رایت: طبق تعهد نویسندگان حق کپی‌رایت رعایت شده است.

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی
پرتال جامع علوم انسانی

References

- Aboud, A; & Yang, X. (2022). Corporate governance and corporate social responsibility: new evidence from China. *International Journal of Accounting & Information Management*, 30(2), 211-229.
- Adeneye, Y. B; Kammoun, I; & Ab Wahab, S. N. A. (2023). Capital structure and speed of adjustment: the impact of environmental, social and governance (ESG) performance. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, 14(5), 945-977.
- Akben-Selcuk, E. (2019). Corporate social responsibility and financial performance: The moderating role of ownership concentration in Turkey. *Sustainability*, 11(13), 3643.
- Al Amosh, H; & Khatib, S. F. (2022). Ownership structure and environmental, social and governance performance disclosure: the moderating role of the board independence. *Journal of Business and Socio-Economic Development*, 2(1), 49-66.
- Al Amosh, H; Khatib, S. F; Alkurdi, A; & Bazhair, A. H. (2022). Capital structure decisions and environmental, social and governance performance: Insights from Jordan. *Journal of Financial Reporting and Accounting*.
- Ali Ahmadi, S; Soroushyar, A; & Haghghi, M. (2015). The Assessment of Brand on the persistence of cash flows and financial policy for companies listed in Tehran Stock Exchange. *Journal of Management Accounting and Auditing Knowledge*, 4(15), 57-64. (In Persian).
- Badpa, B; Naseri, M; & Ghanbari, A. (2023). The Effect of Company's Value Chain Performance on Financial Performance and Stability, Dimensions of Financial Distress and Going Concern. *Financial Accounting Knowledge*, 10(3), 41-71. (In Persian).
- Bai, X; Ma, X; & Yue, D. (2024). Can the Relative ESG Gap Reduce Managerial Myopia? A Study Based on the "Tunnel Effect". *Sustainability*, 16(8), 1-20.
- Bargbidi Gashti, F; & Sepasi, S. (2024). CEO Power and Environmental, Social and Governance Reporting: The Mediating Role of Managerial Risk-Taking. *Journal of New Research Approaches in Management and Accounting*, 8(28), 107-128. (In Persian).
- Ben-David, I. Graham, J.R. & Harvey, C.R. (2010). Managerial miscalibration, *Working paper, Duke University*.
- Bozorg Asl, M; Babajani, J; & Kuhkan, A. (2020). Impact of Institutional Ownership on the Relationship between Managers' Overconfidence and Financial Leverage of the Companies Listed in the Tehran Stock Exchange. *Accounting and Auditing Review*, 26(4), 482-498. (In Persian).
- Cao, F; Peng, S. S; & Ye, K. (2019). Multiple large shareholders and corporate social responsibility reporting. *Emerging Markets Review*, 38, 287-309.

Chen, C; Wang, T; & Jia, X. (2023). Short-termism in financial decision-making: Uncovering the influence of managerial myopia on corporate financial asset allocation through MD&A textual analysis. *International Review of Financial Analysis*, 90, 102900.

Chen, S; Wang, Y; Albitar, K; & Huang, Z. (2021). Does ownership concentration affect corporate environmental responsibility engagement? The mediating role of corporate leverage. *Borsa Istanbul Review*, 21, S13-S24.

Chow, Y. P; Muhammad, J; Bany-Ariffin, A. N; & Cheng, F. F. (2024). Moderating role of managerial optimism on the relationship between macroeconomic uncertainty and capital structure decisions. *International Journal of Management Practice*, 17(2), 200-227.

Crisóstomo, V. L; & Freire, F. D. S. (2015). The influence of ownership concentration on firm resource allocations to employee relations, external social actions, and environmental action. *Revista brasileira de gestão de negócios*, 17, 987-1006.

Daffa, H. A; & Nainggolan, Y. A. (2023). "ESG Integration into Company Valuation: Case Study of PT Surya Energi Indotama". *International Journal of Current Science Research and Review*, ISSN, 2581-8341.

Daliri, J; Rezaei, F; & Mohammadi Nodeh, F. (2020). Investigating the Impact of Managers' Lack Of Foresight on Socioeconomic Components of Sustainability Performance Report. *Journal of Management Accounting and Auditing Knowledge*, 9(36), 19-40. (In Persian).

de Campos-Rasera, P. P; de Abreu Passos, G; & Colauto, R. D. (2021). Does capital structure influence the performance of corporate social responsibility? An analysis in companies of the world's largest economies. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 15, e174007-e174007.

Deias, A; & Magrini, A. (2023). The Impact of Equity Funding Dynamics on Venture Success: An Empirical Analysis Based on Crunchbase Data. *Economies*, 11(1), 1-15.

Delshad, A; & Tehrani, R. (2019). Investigating the Role of Management Characteristics On Stock Price Crash Risk in Companies Listed on Tehran Stock Exchange. *Financial Management Strategy*, 7(4), 82-102. (In Persian).

Ding, H; Jiang, F; Zhang, S; & Zhang, Z. (2024). Managerial myopia and corporate social responsibility: Evidence from the textual analysis of Chinese earnings communication conferences. *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 41, 100886.

Downing, S. T; Kang, J. S; & Markman, G. D. (2019). What you don't see can hurt you: Awareness cues to profile indirect competitors. *Academy of Management Journal*, 62(6), 1872-1900.

Fakhari H, Malekian E, Jafaei Rahni M. (2018). Explaining and Ranking of the components and indicators of environmental, social and corporate governance reporting by Analytic Hierarchy Process in the companies listed in Stock Exchange. *aapc*. 2(4), 153-187. (In Persian).

Fan, Z; Chen, Y; & Mo, Y. (2024). Management myopia and corporate ESG performance. *International Review of Financial Analysis*, 92, 103071.

Farahi, M; & Akbarpour, H. (2022). Investigating the Relationship between Sustainable Environmental Performance Reporting and the Cost of Debt Financing: Investigating the Effects of Corporate Reputation. *Journal of New Research Approaches in Management and Accounting*, 6(22), 880-896. (In Persian).

Farzinpour, S; Abdoli, M; & Yarmohammadi, M A. (2024). Investigating the Role of Management Optimism in the Relationship between External Financing and Stock Performance in Companies. *New research approaches in management and accounting*, 8(28), 962-978. (In Persian).

García-Sánchez, I. M; & Martínez-Ferrero, J. (2017). Independent directors and CSR disclosures: The moderating effects of proprietary costs. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 24(1), 28-43.

Guo, X; Li, S; Song, X; & Tang, Z. (2023). ESG, financial constraint and financing activities: A study in the Chinese market. *Accounting & Finance*, 1-27.

Hamidian, M; Jannat Makan, H; & Ben Goriz, F. (2018). The impact of kind of attitude executives on Information Asymmetry, Financial Leverage and Firm's Value. *Journal of Management Accounting and Auditing Knowledge*, 7(25), 163-180. (In Persian).

Hashemi Tilenoiei, M. & Dadasi, Z. (2021). The Impact of Corporate Social Responsibility on the Cost of Debt Andaccess to Debt Financing for Listed Companies On Tehran Stock Exchange. *Journal of Capital Market Analysis*, 1(2), 85-108. (In Persian).

Hassanzadeh, A; & Yarmohammadi, Z. (2024). The effect of audit quality on the relationship between governance, social and environmental (ESG) disclosure and dividend policy. *Public Sector Accounting and Budgeting*, 5(1), 90-110. (In Persian).

Hou, Q; & Zhang, Q. (2024). The Effect and Mechanism of ESG Performance on Corporate Debt Financing Costs: Empirical Evidence from Listed Companies in the Heavy-Polluting Industries. *Polish Journal of Environmental Studies*, 33(2), 1753-1766.

Hu, Y; & Zhang, X. (2024). The impact of ESG on management tone: Empirical evidence from China. *In Forum for Economic and Financial Studies*, 2(1), 1276.

Huang, H; & Ye, Y. (2021). Rethinking capital structure decision and corporate social responsibility in response to COVID-19. *Accounting & Finance*, 61(3), 4757-4788.

Jia, F; Li, Y; Cao, L; Hu, L; & Xu, B. (2022). Institutional Shareholders and Firm ESG Performance: Evidence from China. *Sustainability*, 14(22), 1-17.

Jiang, F; & Hui, D. (2023). Shaped by time orientation: Managerial myopia and corporate social responsibility. Ding, Shaped by Time Orientation: *Managerial Myopia and Corporate Social Responsibility*.

Kapil, S; & Kumar, S. (2023). Unveiling the relationship between ownership structure and sustainability performance: Evidence from Indian acquirers. *Journal of Cleaner Production*, 413, 137039.

Kong, Y; Donkor, M; Musah, M; Nkyi, J. A; & Ampong, G. O. A. (2023). Capital Structure and Corporates Financial Sustainability: Evidence from Listed Non-Financial Entities in Ghana. *Sustainability*, 15(5), 1-20.

Kurniawan, I; & Rokhim, R. (2023). Is ESG Companies' Performance Influenced by Ownership Structure? Evidence in ASEAN. *Interdisciplinary Social Studies*, 2(9), 2397-2413.

Lewellen, W. G; & Badrinath, S. G. (1997). On the measurement of Tobin's q. *Journal of financial economics*, 44(1), 77-122.

Li, W; & Wang, Y. (2024). Does state capital equity affect ESG performance of private firms?—based on the perspective of sustainable development of Chinese enterprises. *Frontiers in Environmental Science*, 12, 1342557.

Li, W; Padmanabhan, P; & Huang, C. H. (2024). ESG and debt structure: Is the nature of this relationship nonlinear?. *International Review of Financial Analysis*, 91, 103027.

Lim, D; Supratikno, H; Ugut, G; & Hulu, E. (2022). Influence of behavioural biases and capital structure determinants on capital structure and share price: regression and path analyses for Indonesian publicly listed firms. *Management Science Letters*, 12(4), 237-250.

Lin, C. C; & Nguyen, T. P. (2022). The Impact of Ownership Structure on Corporate Social Responsibility Performance in Vietnam. *Sustainability*, 14(19), 1-13.

Liu, H; & Zhang, Z. (2023). The impact of managerial myopia on environmental, social and governance (ESG) engagement: Evidence from Chinese firms. *Energy Economics*, 122, 106705.

Liu, X; Wang, E; & Cai, D. (2019). Green credit policy, property rights and debt financing: Quasi-natural experimental evidence from China. *Finance Research Letters*, 29, 129-135.

Makari, M. (2023). The effect of Ownership Concentration on Real Earnings Management with Emphasis on Economic Recession. *Journal of Accounting and Management Vision*, 6(78), 140-152. (In Persian).

Malmendier, U; & Tate, G. (2005). Does overconfidence affect corporate investment? CEO overconfidence measures revisited. *European financial management*, 11(5), 649-659.

Modigliani, F; & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American economic review*, 48(3), 261-297.

Mohammadi, O; Givaki, E; Kabiri, M; & Moslemi, A. (2021). An Investigation on the Impacts of Corporate Governance Mechanisms and Corporate Social Responsibility on CEO Behavioral Disorders. *Financial Accounting Research*, 13(3), 35-64. (In Persian).

Naderi; Masoumeh, Ghalibafasl; Hasan, Ebrahimbai Salami, Gholamhaidar (2023) Investigating The Appropriate Financing Tools for Iran's Tourism Industry Projects in The Capital Market, . *Financial Management Strategy*, 11(2), 183-202. (In Persian).

Nazari, H; Bozh Mehrani, M; & Tahriri, A. (2019). Capital Structure and Stock Liquidity: Experimental Test of the Trade-off Theory versus the Peeking Order Theory. *Financial Research Journal*, 21(3), 472-492. (In Persian).

Pajoochi, M. R; & Jafari, F. (2020). The Impact of the moderating role of product market competition on the relationship between financial leverage and innovation performance in companies listed on the Tehran Stock Exchange. *Operational and Performance Research in Accounting and Auditing*, 4(1), 89-113. (In Persian).

Peng, W. (2022). Managerial myopia and corporate social responsibility activities. *Frontiers in Business, Economics and Management*, 5(3), 276-280.

Phillips, J. (2016). Myopia and misrecognition: the impact of managerialism on the management of compliance. *Criminology & Criminal Justice*, 16(1), 40-59.

Priem, R; & Gabellone, A. (2024). The impact of a firm's ESG score on its cost of capital: can a high ESG score serve as a substitute for a weaker legal environment. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*.

Qasem, A; AL-Duais, S. D; Wan-Hussin, W. N; Bamahros, H. M; Alquhaif, A; & Thomran, M. (2022). Institutional ownership types and ESG reporting: the case of Saudi listed firms. *Sustainability*, 14(18), 11316.

Rahmanian Koushkaki, A; & Heydari, M. (2022). The Role of Financing Policies and Human Capital on the Relationship between Social Responsibility and Corporate Innovation. *Studies of Ethics and behavior in accounting and auditing*, 2(2), 35-62. (In Persian).

Rani, S; Rakhmawati, A; & Wulandari, W. (2024). Effect of environmental performance and capital structure on financial performance: Evidence from mining sector companies listed on IDX. *New Applied Studies in Management, Economics & Accounting*, 7(2), 32-43.

Ren, Z; Chen, H. H; Lao, K; & Zhang, H. (2022). A Decision Support System to Estimate Green Sustainability from Environmental Protection and Debt Financing Indicators. *Agriculture*, 12(8), 1249.

Rihab, B. A; & Lotfi, B. J. (2016). Managerial overconfidence and debt decisions. *Journal of modern accounting and auditing*, 12(4), 225-241.

Rostami, V; Kargar, H; & Samimifard, M. (2022). The Effect of Managerial Myopia on the Adjustment Speed of the Company's Financial Leverage towards the Optimal Leverage. *Journal of Risk and Financial Management*, 15(12), 581.

Rubunda, E; Namusonge, G. S; & Oluoch, O. (2019). The influence of retained earnings and equity finance structure on the growth of small and medium manufacturing enterprises in Rwanda. *European Journal of Social Sciences*, 58(2), 112-123.

Saboohi, N; & Mohamadzadeh, A. (2018). Investigating the relationship between social performance, ownership structure and corporate governance. *Financial Accounting Knowledge*, 5(1), 127-151. (In Persian).

Shi, J; Yu, C; Li, Y; & Wang, T. (2022). Does green financial policy affect debt-financing cost of heavy-polluting enterprises? An empirical evidence based on Chinese pilot zones for green finance reform and innovations. *Technological Forecasting and Social Change*, 179, 121678.

Soleymani Amiri, G; Eftekhari, V; & Daneshyar, F. (2020). Investigating the Relationship between Overconfidence Management and Investment Performance with Emphasis on the Mediating Role of Internal Financing. *Journal of Accounting Knowledge*, 11(4), 171-186. (In Persian).

Su, C. Y; Guo, Y. N; Chai, K. C; & Kong, W. W. (2021). R&D Investments, Debt Capital, and Ownership Concentration: A Three-Way Interaction and Lag Effects on Firm Performance in China's Pharmaceutical Industry. *Frontiers in Public Health*, 9, 1-14.

Sun, C; Zhang, Z; Vochozka, M; & Vožňáková, I. (2022). Enterprise digital transformation and debt financing cost in China's A-share listed companies. *Oeconomia Copernicana*, 13(3), 783-829.

Tahriri, A; & Afsay, A. (2021). The Impact of Environmental, Social and Governance Disclosure on Auditor Effort and Audit Quality. *Journal of Accounting Knowledge*, 12(3), 69-88. (In Persian).

Uyar, A; Gerged, A. M; Kuzey, C; & Karaman, A. S. (2024). Do CSR performance and reporting facilitate access to debt financing in emerging markets? The role of asset structure and firm performance. *Review of accounting and finance*, 23(2), 157-185.

Villarón-Peramato, O; García-Sánchez, I. M; & Martínez-Ferrero, J. (2018). Capital structure as a control mechanism of a CSR entrenchment strategy. *European Business Review*, 30(3), 340-371.

Wallace, H. M; & Baumeister, R. F. (2002). The performance of narcissists rises and falls with perceived opportunity for glory. *Journal of Personality and Social Psychology*, 82(5), 819-834.

Wang, M. (2023). Economic Policy Uncertainty, Corporate ESG Performance, and the Cost of Financing Debt. *Advances in Economics, Management and Political Sciences*. 6, 532-542.

Wang, Y; Han, Y; Du, Q; & Hou, D. (2023). Executive overconfidence and corporate environmental, social, and governance performance. *Sustainability*, 15(21), 15570.

Wen, K; Agyemang, A; Alessa, N; Sulemana, I; & Osei, A. (2023). The moderating role of ownership concentration on financing decisions and firm's sustainability: Evidence from China. *Sustainability*, 15(18), 13385.

Younas, Z. I; Klein, C; & Zwergel, B. (2017). The effects of ownership concentration on sustainability: A case of listed firms from USA, UK and Germany. *Corporate Ownership and Control*, 14(3), 113-121.

Yue, Q; Yan, M; & Yue, C. (2024). Managers' Overconfidence and ESG Performance: a Study on the Effects of Corporate Internal Governance. In *Proceedings of the 4th International Conference on Economic Management and Big Data Applications, ICEMBDA 2023, October 27–29, 2023, Tianjin, China*.

Zahid, R. A; Saleem, A; & Maqsood, U. S. (2023). ESG performance, capital financing decisions, and audit quality: empirical evidence from Chinese state-owned enterprises. *Environmental Science and Pollution Research*, 30(15), 44086-44099.

Zhang, Y; Zhang, C; Zhang, S; Yang, Y; & Lan, K. (2024). Insight into the risk-resistant function of ESG performance: An organizational management perspective. *Chinese Management Studies*, 18(3), 818-846.

Zhou, P. (2023). Research on the impact of enterprise ESG performance on debt financing cost. *BCP Business & Management*, 38, 284-302.

Zhu, N; Aryee, E. N. T; Agyemang, A. O; Wiredu, I; Zakari, A; & Agbadzidah, S. Y. (2024). Addressing environment, social and governance (ESG) investment in China: Does board composition and financing decision matter?. *Heliyon*, 10(10).

Zoalfaghari, Z; Izadinia, N; & Aliahmadi, S. (2024). The Moderating Role of Product Market Non-Financial Performance in the Relationship between ESG Activities and Financial Performance in Listed Companies in the Tehran Stock Exchange. *Empirical Research in Accounting*, 14(2), 241-272. (In Persian).

COPYRIGHTS



This license allows others to download the works and share them with others as long as they credit them, but they can't change them in any way or use them commercially.