



طراحی و اعتبارسنجی الگوی درک سرمایه‌گذاران نهادی از اطلاعات حسابداری افشا شده

سبا سروش‌راد^۱، فرزین رضایی^{۲*}، جواد رضازاده^۳

چکیده: پژوهش حاضر با هدف طراحی و اعتبارسنجی الگویی مفهومی برای تبیین درک سرمایه‌گذاران نهادی از اطلاعات حسابداری افشا شده تدوین گردید. این مطالعه، از حیث شیوه گردآوری داده‌ها، در زمره پژوهش‌های توصیفی-پیمایشی و از نوع غیرآزمایشی با طراحی مقطعی جای می‌گیرد. در بخش کیفی، مشارکت‌کنندگان شامل خبرگان دانشگاهی در حوزه مدیریت مالی و حسابداری و همچنین مدیران ارشد و تحلیلگران شرکت‌های کارگزاری بورس اوراق بهادار بودند که به شیوه نمونه‌گیری هدفمند انتخاب شدند و اشباع نظری با ۱۲ مصاحبه حاصل شد. جامعه آماری بخش کمی پژوهش نیز شامل مدیران و کارشناسان شرکت‌های کارگزاری بود و بر اساس محاسبه اندازه اثر و توان آزمون، حجم نمونه ۱۴۳ نفر تعیین و از روش نمونه‌گیری تصادفی ساده استفاده شد. داده‌های بخش کیفی از طریق مصاحبه نیمه‌ساختاریافته گردآوری و با روش تحلیل مضمون و نرم‌افزار Maxqda تحلیل شد. در بخش کمی نیز از پرسشنامه ساخت‌یافته استفاده گردید و داده‌ها با بهره‌گیری از روش حداقل مربعات جزئی در نرم‌افزار Smart PLS مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت. نتایج به‌دست‌آمده حاکی از آن است که مؤلفه‌های «قوانین افشای اطلاعات»، «کارکردهای افشا» و «چالش‌های افشای حسابداری» به‌طور معناداری بر ابعاد «نهادی» و «اجتماعی-محیطی» تأثیر می‌گذارند. در لایه‌های بعدی مدل، ابعاد «شناختی» و «اطلاعاتی» به‌عنوان پیش‌نیازهای تأثیرگذار بر ابعاد «احساسی» و «رفتاری» عمل می‌کنند. در نهایت نیز این تغییرات شناختی، احساسی و رفتاری منجر به بروز کنش‌های مرتبط با «افشای مالی» و «افشای غیرمالی» در رفتار سرمایه‌گذاران نهادی می‌شود. این پژوهش بستری فراهم می‌کند برای بازنگری در راهبردهای افشای شرکتی، به‌گونه‌ای که سیاست‌گذاران، تنظیم‌گران و شرکت‌ها بتوانند کیفیت افشا را نه تنها در قالب شاخص‌های فنی، بلکه از منظر تأثیرگذاری واقعی بر ادراک و رفتار سرمایه‌گذاران کلان بازطراحی کنند. بدین ترتیب، پژوهش حاضر ضمن ارتقای مرزهای نظری، کارکردهای مستقیم برای بهبود سیاست‌های اطلاع‌رسانی مالی در بازار سرمایه ایران خواهد داشت.

واژه‌های کلیدی: درک سرمایه‌گذاران نهادی، افشای اطلاعات، اطلاعات حسابداری

۱. دانشجوی دکتری، گروه حسابداری، واحد قزوین، دانشگاه آزاد اسلامی، قزوین، ایران

۲. گروه حسابداری، واحد قزوین، دانشگاه آزاد اسلامی، قزوین، ایران. (نویسنده مسئول) Farzin.rezaei@iau.ac.ir

۳. گروه حسابداری، دانشگاه تربیت مدرس، تهران؛ ایران j.rezazadeh@modares.ac.ir

۱- مقدمه

سرمایه‌گذاران نهادی به‌عنوان بازیگران اصلی و اثرگذار در بازارهای مالی، نقش تعیین‌کننده‌ای در تخصیص منابع و هدایت جریان‌های سرمایه دارند (خواجوی و همکاران، ۱۴۰۳). این گروه شامل صندوق‌های بازنشستگی، شرکت‌های بیمه، بانک‌های سرمایه‌گذاری و صندوق‌های سرمایه‌گذاری بزرگ هستند و همواره به‌دلیل در اختیار داشتن حجم بالای منابع مالی، همواره به‌دنبال اطلاعات دقیق، به‌موقع و قابل اتکا برای تصمیم‌گیری درخصوص خرید، فروش یا نگهداری دارایی‌ها هستند (کائو^۱ و همکاران، ۲۰۲۵). اطلاعات حسابداری افشاشده، اعم از مالی و غیرمالی، یکی از مهم‌ترین ورودی‌های تحلیلی برای این تصمیم‌سازی‌ها محسوب می‌شود (سنگ‌بهرام و مجیدی‌فر، ۱۴۰۳). با این حال، مسئله فقط در دسترس بودن داده‌ها نیست، بلکه آنچه مسیر تصمیم‌گیری را ترسیم می‌کند، «چگونگی درک و تفسیر» این اطلاعات توسط سرمایه‌گذاران نهادی است. درک اطلاعات، فرایندی ساده و مکانیکی نیست، بلکه بستری است پیچیده که در آن ابعاد شناختی، احساسی، نهادی و اجتماعی به‌شدت در هم تنیده‌اند (تاناکا و ایواساکی^۲، ۲۰۲۳). از این‌رو، فهم عمیق از شیوه دریافت و پردازش اطلاعات حسابداری توسط این بازیگران، نه‌تنها به ارتقای سیاست‌های افشا و شفاف‌سازی در شرکت‌ها کمک می‌کند، بلکه در نهایت، منجر به بهبود اثربخشی نظام‌های مالی و افزایش اعتماد در بازار سرمایه می‌شود (لین^۳ و همکاران، ۲۰۲۴). به‌طور مشخص بین کیفیت اطلاعات حسابداری و رفتار، عملکرد معاملاتی و تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران ارتباط مستقیمی وجود دارد (عزیزی و همکاران، ۱۴۰۳) افشای اطلاعات حسابداری، شامل افشای مالی و غیرمالی، یکی از اصلی‌ترین ارتباطات میان شرکت‌ها و سرمایه‌گذاران محسوب می‌شود. افشای مالی، اطلاعاتی همچون وضعیت سودآوری، جریان‌های نقدی، و نسبت‌های کلیدی عملکرد را دربر می‌گیرد، در حالی‌که افشای غیرمالی ناظر بر مقولاتی نظیر ریسک‌های زیست‌محیطی، مسئولیت‌پذیری اجتماعی، و شاخص‌های راهبری شرکتی است (چوی و چونگ^۴، ۲۰۲۳). آنچه افشای مؤثر را از افشای صرف متمایز می‌سازد، برخورداری از ویژگی‌هایی چون کیفیت محتوا، شفافیت در ارائه، سازگاری با استانداردها و به‌موقع بودن اطلاعات است؛ عواملی که مستقیماً بر اعتماد و تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران تأثیر گذارند (باسه^۵ و همکاران، ۲۰۲۴). با این حال، صرف وجود اطلاعات تضمینی بر درک صحیح و کنش هوشمندانه از سوی سرمایه‌گذاران نهادی نیست؛ زیرا نحوه پردازش، تفسیر و ارزش‌گذاری اطلاعات افشاشده، به‌شدت تحت تأثیر عوامل ذهنی، نهادی و محیطی قرار دارد (ژو^۶ و همکاران، ۲۰۲۵). با آنکه ادبیات نظری و مطالعات

تجربی، بر اهمیت افشای اطلاعات حسابداری برای تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران تأکید دارند، اما نباید فراموش کرد که اطلاعات صرفاً در صورتی اثربخش خواهند بود که به‌درستی درک، تفسیر و در نهایت، در کنش سرمایه‌گذاری تجسم یابند (مقصودی و گلشاهی‌چمندانی، ۱۴۰۳). در عمل، «درک اطلاعات» حلقه‌ای واسط و اغلب پنهان میان افشا و تصمیم‌گیری است؛ حلقه‌ای که در آن داده‌ها به معانی ذهنی تبدیل می‌شوند و در پرتو تجارب، انتظارات، چارچوب‌های نهادی و شرایط محیطی تفسیر می‌گردند (سانگ و شیان^۷، ۲۰۲۴). همین فرایند تفسیری، باعث می‌شود حتی اطلاعات دقیق و شفاف نیز الزاماً به تصمیم‌گیری منطقی و عقلایی منجر نشوند. در این میان، سرمایه‌گذاران نهادی به‌دلیل ماهیت حرفه‌ای‌تر و سطح تحلیل پیچیده‌تر، ممکن است اطلاعات را نه صرفاً به‌صورت عدد و رقم، بلکه در چارچوبی تحلیلی و چندلایه فهم کنند (گئوردینو^۸ و همکاران، ۲۰۲۴). اینکه چگونه سرمایه‌گذاران نهادی، اطلاعات حسابداری افشاشده را «دریافت» و «تفسیر» می‌کنند و این فرایند ادراکی چگونه بر رفتار آن‌ها در بازار اثر می‌گذارد. از این‌رو، تحلیل پدیده افشا نباید صرفاً در سطح فنی یا محتوایی باقی بماند، بلکه نیازمند واکاوی درک و تجربه سرمایه‌گذاران از افشا در بستر واقعی تصمیم‌گیری است. می‌توان گفت اطلاعات حسابداری افشا شده، یکی از مهم‌ترین منابع تصمیم‌سازی برای سرمایه‌گذاران در بازارهای مالی است (چن^۹ و همکاران، ۲۰۲۳). در نهایت می‌توان اذعان داشت اطلاعات حسابداری افشا شده، یکی از مهم‌ترین منابع تصمیم‌سازی برای سرمایه‌گذاران در بازارهای مالی است. به‌ویژه سرمایه‌گذاران نهادی، به‌دلیل حجم بالای منابع مالی، تصمیم‌گیری‌های خود را با تحلیل عمیق‌تری از این اطلاعات اتخاذ می‌کنند. اما آنچه کمتر به آن پرداخته شده، «ادراک» این گروه از اطلاعات افشاشده و سازوکارهای تأثیر آن بر رفتار سرمایه‌گذاری است. در بافت ایران، دغدغه درک واقعی و استفاده مؤثر از اطلاعات مالی منتشرشده، به‌ویژه در شرایط بی‌ثباتی اقتصادی و نبود شفافیت کامل، اهمیتی دوچندان می‌یابد. این مسئله از منظر سلبی نیز حائز اهمیت است چرا که مطالعات پیشین عمدتاً بر رابطه بین افشا و بازده سهام تمرکز داشته‌اند، نه بر فرایند ذهنی و ادراکی سرمایه‌گذاران نهادی. نبود الگوی مفهومی روشن از درک این سرمایه‌گذاران، موجب خلأ در طراحی راهبردهای افشای اثربخش می‌شود. در ادبیات موجود، بیشتر پژوهش‌ها به جنبه‌های فنی افشا، نظیر به‌موقع بودن، صداقت یا کیفیت آن پرداخته‌اند، ولی نحوه‌ی «دریافت و پردازش ادراکی» این اطلاعات توسط بازیگران کلان بازار به‌ویژه در فضای نهادی ایران مغفول مانده است. سهم پژوهش و هم‌افزایی نظری مطالعه حاضر نیز در آن است که با بهره‌گیری از رویکرد کیفی و مدل‌سازی پارادایمی، الگویی بومی از درک سرمایه‌گذاران

نهادی نسبت به اطلاعات حسابداری افشاشده ارائه دهد. مطالعه حاضر به این پرسش کلیدی پاسخ می‌دهد که الگوی درک سرمایه‌گذاران نهادی از اطلاعات حسابداری افشا شده چگونه است؟

۲- مبانی نظری پژوهش

سرمایه‌گذاران نهادی به نهادها و سازمان‌هایی اطلاق می‌شود که به صورت حرفه‌ای و در مقیاس بزرگ در بازارهای مالی فعالیت سرمایه‌گذاری انجام می‌دهند و از جمله آن‌ها می‌توان به صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک، صندوق‌های بازنشستگی، شرکت‌های بیمه، بانک‌ها، شرکت‌های سرمایه‌گذاری و نهادهای حاکمیتی مالی اشاره کرد (ژائو^{۱۰} و همکاران، ۲۰۲۳). ویژگی اصلی این سرمایه‌گذاران، برخورداری از منابع مالی عظیم، دسترسی گسترده به اطلاعات بازار و استفاده از روش‌های تحلیلی پیشرفته است که آن‌ها را از سرمایه‌گذاران خرد متمایز می‌کند (وی^{۱۱} و همکاران، ۲۰۲۴).

سرمایه‌گذاران نهادی در بازارهای سرمایه به عنوان بزرگ‌ترین گروه سهامداران شناخته می‌شوند و به علت مالکیت بالا، نقش مهمی در اعمال کنترل و نظارت بر تصمیمات و عملکرد مدیران شرکت‌ها دارند (انواررستمی و بازیار، ۱۴۰۳). آن‌ها نه تنها از طریق مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی بر رفتار مدیران تأثیر می‌گذارند، بلکه با گردآوری اطلاعات، تحلیل داده‌های مالی و غیرمالی، و تفسیر تصمیمات مدیریتی، می‌توانند مسیر حرکت شرکت را تحت تأثیر قرار دهند. در این چارچوب، دو رویکرد نظری متفاوت مطرح است: فرضیه نظارت مؤثر بیان می‌کند که سرمایه‌گذاران نهادی با استفاده از قدرت مالکیت و نفوذ خود، مانع رفتارهای فرصت‌طلبانه مدیران می‌شوند و منافع سهامداران را حفظ می‌کنند؛ در حالی که فرضیه منافع شخصی مطرح می‌سازد که این گروه ممکن است از قدرت خود برای پیگیری منافع فردی و خاص خود استفاده کنند (محمدی و خالقی‌محمدی، ۱۴۰۳). آنچه تعیین‌کننده مسیر انتخابی این سرمایه‌گذاران است، ادراک و برداشت آن‌ها از اطلاعات موجود می‌باشد.

از سوی دیگر، افشای اطلاعات حسابداری به فرایند انتشار منظم، شفاف و استاندارد شده داده‌های مالی و غیرمالی توسط واحدهای اقتصادی گفته می‌شود که هدف آن فراهم آوردن مبنایی برای تصمیم‌گیری آگاهانه ذی‌نفعان، به‌ویژه سرمایه‌گذاران، اعتباردهندگان و نهادهای ناظر است (یائو^{۱۲} و همکاران، ۲۰۲۴). این اطلاعات معمولاً شامل صورت‌های مالی اساسی، یادداشت‌های توضیحی، گزارش‌های هیئت‌مدیره، افشای ریسک‌ها، گزارش‌های حاکمیت شرکتی، شاخص‌های

عملکرد غیرمالی و گزارش‌های مسئولیت اجتماعی است (چنگ^{۱۳} و همکاران، ۲۰۲۵). افشای مؤثر علاوه بر ایفای نقش در پاسخ‌گویی و شفافیت، به کاهش عدم تقارن اطلاعاتی میان مدیریت و سرمایه‌گذاران کمک کرده و از این طریق کارایی بازار سرمایه را ارتقا می‌دهد (فلورنسو^{۱۴} و همکاران، ۲۰۲۴). سطح و کیفیت افشا تحت تأثیر عواملی نظیر ساختار مالکیت، الزامات نهادی، مقررات بازار سرمایه، انگیزه‌های مدیریتی و فشارهای رقابتی قرار دارد. در ایران، آیین‌نامه اجرایی افشای اطلاعات مصوب سال ۱۳۹۳ سازمان بورس و اوراق بهادار، در ۳۱ ماده، چارچوب و حداقل الزامات شفافیت را در چهار حوزه اصلی مشخص کرده است: (۱) افشای اطلاعات صورت‌های مالی، (۲) افشای اطلاعات مدیریت ریسک، (۳) افشای اطلاعات حاکمیت شرکتی و کنترل داخلی، و (۴) افشای اطلاعات مربوط به رویدادهای بااهمیت (احمدیان و قلیچ، ۱۴۰۳).

پیوند میان این دو حوزه زمانی روشن‌تر می‌شود که نقش درک سرمایه‌گذاران نهادی از اطلاعات افشا شده مورد توجه قرار گیرد. سرمایه‌گذاران نهادی با توان تحلیلی بالا و دسترسی به منابع پردازش اطلاعات، قادرند از گزارش‌های حسابداری و سایر داده‌های افشا شده، سیگنال‌های مهمی در زمینه عملکرد، ریسک و چشم‌انداز شرکت استخراج کنند. کیفیت و به‌موقع بودن این اطلاعات، عامل اصلی شکل‌گیری اعتماد، ارزیابی دقیق ارزش شرکت و تدوین استراتژی‌های سرمایه‌گذاری است.

در مقابل، هرگونه ضعف، تأخیر یا عدم شفافیت در افشا می‌تواند منجر به برداشت‌های متفاوت، افزایش ریسک ادراکی و حتی تغییر رویکرد نظارتی این سرمایه‌گذاران شود. بنابراین، ادراک آن‌ها نه‌تنها نتیجه مستقیم کیفیت افشا است، بلکه می‌تواند بازخورد مهمی برای بهبود فرایندهای گزارشگری مالی و غیرمالی ایجاد کند. این مسئله ضرورت طراحی و اعتبارسنجی الگویی جامع را برای تبیین ابعاد و مؤلفه‌های ادراک سرمایه‌گذاران نهادی از اطلاعات حسابداری افشا شده، توجیه می‌کند؛ الگویی که بتواند هم ابزار پژوهشی برای تحلیل رفتار سرمایه‌گذاران باشد و هم راهنمایی کاربردی برای بهبود رویه‌های افشا در بازار سرمایه فراهم آورد.

در دهه‌های اخیر، توجه به نقش سرمایه‌گذاران نهادی در ارتقای کیفیت افشای اطلاعات حسابداری و شکل‌دهی به رفتار افشاگرانه شرکت‌ها افزایش چشم‌گیری یافته است. این گروه از سرمایه‌گذاران، به‌واسطه منابع مالی گسترده، توان تحلیلی بالا و حضور فعال در فرآیندهای بازار، تأثیر قابل‌توجهی در شفاف‌سازی فضای مالی دارند. برخلاف گذشته که افشا صرفاً به گزارش‌های مالی سنتی محدود می‌شد، امروزه سرمایه‌گذاران نهادی توجه خود را به ابعاد گسترده‌تری از افشا

شامل موضوعات زیست‌محیطی، اجتماعی، راهبردی و ریسک‌های اقلیمی معطوف کرده‌اند (باسه و همکاران، ۲۰۲۴؛ کوهن و همکاران، ۲۰۲۳).

سرمایه‌گذاران نهادی نه فقط دریافت‌کننده منفعل اطلاعات، بلکه هدایت‌گر فعال افشا نیز هستند. سانگ و شیان (۲۰۲۴) نشان دادند که بازدیدهای میدانی این سرمایه‌گذاران از شرکت‌ها، نقش مؤثری در افزایش دقت و کیفیت افشای ریسک‌های اقلیمی دارد. این یافته‌ها بیانگر آن است که حضور فعال سرمایه‌گذاران می‌تواند فرایند افشا را از حالت یک‌طرفه به تعاملی و نظارت‌محور تبدیل کند. به‌ویژه زمانی که افشای اطلاعات با اغراق یا عدم شفافیت همراه باشد، نظیر گزارش‌های فریب سبز، سرمایه‌گذاران نهادی نسبت به آن حساسیت نشان می‌دهند و ممکن است در واکنش به آن، اعتماد و سرمایه‌گذاری خود را کاهش دهند (ژو و همکاران، ۲۰۲۵).

افشای اطلاعات، هنگامی اثربخش خواهد بود که فراتر از اجاب‌های قانونی، نیازهای اطلاعاتی واقعی سرمایه‌گذاران را پوشش دهد. مطالعه گئوردینو و همکاران (۲۰۲۴) نشان داد که تمرکز مالکیت در اختیار سرمایه‌گذاران نهادی رابطه مستقیمی با افزایش شفافیت اطلاعات مربوط به اهداف توسعه پایدار دارد. به عبارت دیگر، ساختار مالکیت می‌تواند در ادراک و دقت افشا مؤثر باشد و از همین رو، حضور فعال و هدفمند سرمایه‌گذاران نهادی به‌عنوان اهرم کنترل کیفیت افشا عمل می‌کند. در سطح بین‌المللی نیز فشار سرمایه‌گذاران نهادی، به‌ویژه سرمایه‌گذاران خارجی، نقش غیررسمی اما قدرتمندی در بهبود افشای اقلیمی ایفا می‌کند. نتایج مطالعه باسه و همکاران (۲۰۲۴) حاکی از آن است که شرکت‌ها در مواجهه با این فشارها به افشای منسجم‌تر و شفاف‌تری از اطلاعات اقلیمی تمایل دارند. همسو با این یافته‌ها، کوهن و همکاران (۲۰۲۳) نیز تأکید کرده‌اند که شرکت‌ها در پاسخ به انتظارات این سرمایه‌گذاران، نه تنها افشای اقلیمی خود را افزایش داده‌اند، بلکه در عمل به بهبود عملکرد محیط‌زیستی نیز مبادرت ورزیده‌اند.

در ایران نیز مطالعات متعدد نشان داده‌اند که سرمایه‌گذاران نهادی نقشی کلیدی در ارتقاء کیفیت گزارشگری دارند. نتایج پژوهش خواجوی و همکاران (۱۴۰۳) بیانگر آن است که در شرایطی که قدرت مدیرعامل منجر به کاهش خوانایی گزارش‌های مالی می‌شود، حضور سرمایه‌گذاران نهادی این اثر منفی را تضعیف می‌کند. همچنین، مدیریت سود به‌عنوان متغیر واسطه‌گر، این رابطه را تشدید می‌کند. پژوهش قلعه و دستگیر (۱۴۰۲) نیز نشان داد که هرچه کیفیت گزارشگری بالاتر باشد، و حضور سرمایه‌گذاران نهادی فعال‌تر، هزینه سرمایه کاهش معنادارتری خواهد داشت.

مطالعات داخلی دیگری نیز بر اهمیت تأثیر عوامل روان‌شناختی و احساسی سرمایه‌گذاران بر رفتار آن‌ها در مواجهه با اطلاعات افشاشده تأکید کرده‌اند. ستایش و شمس‌الدینی (۱۴۰۳) رابطه‌ای مثبت و معنادار میان گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران و برخی محرک‌های رفتاری بازار یافتند، به‌ویژه در شرایط عدم اطمینان اقتصادی که تأثیر احساسات شدت می‌گیرد. در همین راستا، ندیری و پناهیان (۱۴۰۳) نیز نشان دادند که احساسات غیرعقلانی سرمایه‌گذاران مانند ترس و هیجان، اثر منفی بر بازده بازار دارند، در حالی که احساسات عقلانی با بازده مثبت و پایدار همراه است. از دیگر یافته‌های قابل‌توجه، نتایج پژوهش صمدی و خوشکار (۱۴۰۲) است که نشان می‌دهد سرمایه‌گذاران نهادی در ایران تمایل بیشتری برای سرمایه‌گذاری در شرکت‌هایی دارند که از سیستم‌های گزارشگری دقیق، شفاف و به‌موقع برخوردارند. همچنین مطالعه ولیان و همکاران (۱۴۰۰) نیز حاکی از آن است که افق سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران نهادی نقش کلیدی در تعدیل رفتارهای کوتاه‌نگرانه مدیریتی دارد. به‌طوری که سرمایه‌گذاران با دید بلندمدت، به‌طور معناداری موجب کاهش تصمیم‌گیری‌های کوتاه‌مدت و فرصت‌طلبانه مدیران می‌شوند.

در مجموع، شواهد تجربی از پژوهش‌های داخلی و خارجی حاکی از آن است که سرمایه‌گذاران نهادی، به‌عنوان بازیگرانی مؤثر و فعال در بازار، از طریق نفوذ حرفه‌ای خود در فرایند افشا، نقش مهمی در ارتقاء شفافیت، کاهش رفتارهای فرصت‌طلبانه، افزایش کیفیت اطلاعات و هدایت انتظارات بازار ایفا می‌کنند. این یافته‌ها ضرورت توجه بیشتر به رفتار ادراکی این گروه از سرمایه‌گذاران، طراحی الگوهای بومی افشای هدفمند و تقویت زیرساخت‌های نظارتی را دوچندان می‌سازد.

مرور مطالعات پیشین نشان می‌دهد که اگرچه پژوهش‌های متعددی به بررسی تأثیر سرمایه‌گذاران نهادی بر کیفیت افشا، شفافیت گزارش‌های مالی، و رفتارهای مدیریتی پرداخته‌اند، اما اغلب آن‌ها تمرکز خود را بر پیامدهای بیرونی یا نقش نظارتی سرمایه‌گذاران نهادی معطوف کرده‌اند. مطالعاتی مانند ژو و همکاران (۲۰۲۵) و سانگ و شیان (۲۰۲۴) بیشتر بر واکنش سرمایه‌گذاران به افشای خاص زیست‌محیطی یا اقلیمی تمرکز دارند و نه بر الگوی ذهنی آن‌ها در درک کلی اطلاعات حسابداری. همچنین، پژوهش‌هایی نظیر خواجوی و همکاران (۱۴۰۳) یا صمدی و خوشکار (۱۴۰۲) بیشتر به بررسی تأثیر ساختاری سرمایه‌گذاران نهادی بر کیفیت افشا یا گزارشگری مالی پرداخته‌اند، بدون آن‌که سازوکارهای ادراکی و شناختی این بازیگران کلیدی را تبیین کنند.

از سوی دیگر، اگرچه پژوهش‌هایی مانند مطالعات قلعه و دستگیر (۱۴۰۲) و ولیان و همکاران (۱۴۰۰) به نقش سرمایه‌گذاران نهادی در تعدیل رفتارهای بازار یا مدیریت اشاره داشته‌اند، اما به لایه‌های ادراکی و فرآیندهای تفسیر این سرمایه‌گذاران نسبت به افشاهای حسابداری نپرداخته‌اند. این در حالی است که درک عمیق‌تر از شیوه تحلیل و تفسیر اطلاعات توسط سرمایه‌گذاران نهادی - چه در قالب بازیگران عقلانی و چه در چارچوب نهادهای تأثیرگذار - می‌تواند مسیر بازتعریف رابطه میان افشا و تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری را هموار سازد.

در همین راستا، یکی از شکاف‌های کلیدی در ادبیات موجود، فقدان مدلی جامع، بومی و اعتبارسنجی‌شده است که ادراک سرمایه‌گذاران نهادی از اطلاعات حسابداری افشا شده را به‌صورت نظام‌مند تبیین کند. چنین مدلی باید صرفاً به پیامدهای افشا اکتفا نکند، بلکه به فرآیندهای شناختی، تحلیلی و تفسیرگرایانه‌ای که این گروه از سرمایه‌گذاران در مواجهه با داده‌های حسابداری به کار می‌برند نیز بپردازد. پژوهش حاضر با هدف پاسخ به این نیاز نظری، درصدد طراحی و اعتبارسنجی الگویی مفهومی است که بر مبنای داده‌های ترکیبی (کیفی و کمی) به تبیین سازوکارهای درونی فهم سرمایه‌گذاران نهادی از افشاهای حسابداری می‌پردازد.

۳- روش پژوهش

این پژوهش در چارچوب پارادایم عمل‌گرایی (پراگماتیسم) و با اتخاذ رویکردی ترکیبی از استقرا و قیاس طراحی و اجرا شده است. از منظر هدف، مطالعه حاضر در زمره تحقیقات کاربردی-توسعه‌ای قرار دارد که با هدف طراحی و اعتبارسنجی الگویی مفهومی برای درک سرمایه‌گذاران نهادی از اطلاعات حسابداری افشا شده در بازه زمانی ۱۴۰۲ تا ۱۴۰۳ صورت پذیرفته است. از نظر نحوه گردآوری داده‌ها نیز پژوهش حاضر در دسته مطالعات غیرآزمایشی و توصیفی-پیمایشی قرار می‌گیرد که به شیوه مقطعی انجام شده است. در راستای تحقق هدف اصلی، از طرح پژوهش آمیخته اکتشافی بهره گرفته شده است تا با ترکیب روش‌های کیفی و کمی، ابعاد پنهان و سازوکارهای علی موجود در فرایند ادراک اطلاعات مالی توسط سرمایه‌گذاران نهادی مورد شناسایی و تحلیل قرار گیرد.

در بخش کیفی پژوهش، جامعه مشارکت‌کنندگان از دو گروه خبرگان تشکیل شد:

خبرگان نظری: اساتید دانشگاهی در حوزه‌های مدیریت، حسابداری و مالی که دارای سابقه پژوهشی معتبر و تألیف یا انتشار آثار علمی در زمینه افشای اطلاعات و رفتار سرمایه‌گذاران نهادی

هستند.

خبرگان تجربی: مدیران ارشد، تحلیلگران ارشد و کارشناسان باسابقه شرکت‌های کارگزاری بورس اوراق بهادار که به‌طور مستقیم در تحلیل و تفسیر گزارش‌های مالی و حسابداری برای تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران نهادی فعالیت دارند.

انتخاب خبرگان بر اساس معیارهای الگوی پیشنهادی میلر و همکاران (۲۰۱۰) صورت گرفت که شامل پنج اصل کلیدی بودن (ارتباط مستقیم با موضوع پژوهش)، سرشناس بودن (شهرت علمی یا حرفه‌ای در حوزه تخصصی)، برخورداری از دانش نظری عمیق، تنوع دیدگاه‌ها (حضور افراد با گرایش‌های تحلیلی و تجربی متفاوت)، و انگیزه برای مشارکت فعال در مصاحبه‌ها است. همچنین از روش نمونه‌گیری هدفمند^{۱۵} به‌کار گرفته شد تا افرادی انتخاب شوند که بیشترین غنای اطلاعاتی را برای پاسخ به سؤالات پژوهش داشته باشند. روند مصاحبه‌ها به‌صورت نیمه‌ساخت‌یافته انجام شد و تا زمان اشباع نظری ادامه یافت؛ به‌طوری که پس از مصاحبه با دهمین مشارکت‌کننده، داده‌های جدیدی به دست نیامد. برای اطمینان از جلوگیری از اشباع کاذب، دو مصاحبه تکمیلی دیگر انجام شد و در نهایت تحلیل ۱۲ مصاحبه مبنای بخش کیفی پژوهش قرار گرفت.

در ظاهر، یکی از گزینه‌های منطقی برای این پژوهش می‌توانست جمع‌آوری داده‌ها از نمایندگان شخصیت‌های حقوقی نهادی (صندوق‌های بازنشستگی، شرکت‌های بیمه، صندوق‌های سرمایه‌گذاری، بانک‌ها) باشد. با این حال، دلایل زیر باعث شد که این گروه به‌طور مستقیم در جامعه آماری قرار نگیرند:

محدودیت دسترسی و ملاحظات محرمانگی: بسیاری از سرمایه‌گذاران نهادی و مدیران صندوق‌ها به دلیل محرمانگی استراتژی‌های سرمایه‌گذاری و ملاحظات قانونی، امکان پاسخ‌گویی مستقیم و صریح به پرسشنامه‌ها را ندارند.

عدم همگنی در رویکردها: سرمایه‌گذاران نهادی در صنایع و بازارهای متفاوت فعالیت دارند و سطح دسترسی و پردازش اطلاعات حسابداری در بین آن‌ها ناهمگون است؛ این ناهمگنی می‌تواند باعث افزایش خطای اندازه‌گیری شود.

وجود لایه واسطه تحلیلی: در عمل، سرمایه‌گذاران نهادی به‌ندرت به‌طور مستقیم داده‌های خام افشای حسابداری را بررسی می‌کنند و اغلب از تحلیل‌ها و توصیه‌های شرکت‌های کارگزاری و تحلیلگران مالی بهره می‌گیرند. این گروه واسطه، برداشت و ادراک سرمایه‌گذار نهادی را بازتاب می‌دهد و در نتیجه، بررسی آن‌ها روشی معتبر و قابل اتکا برای سنجش مدل پیشنهادی است.

دقت و تخصص در پاسخ‌گویی: تحلیلگران و مدیران کارگزاری‌ها دارای دانش تخصصی و تجربه عمیق در تفسیر اطلاعات افشای حسابداری هستند و می‌توانند پاسخ‌های دقیق‌تر و سازگارتر با چارچوب علمی پژوهش ارائه دهند.

به این ترتیب، انتخاب خبرگان کارگزاری‌ها و تحلیلگران مالی به‌عنوان جامعه آماری، هم بازتاب‌دهنده دیدگاه سرمایه‌گذاران نهادی است و هم امکان جمع‌آوری داده‌های دقیق، قابل اعتماد و قابل مقایسه را فراهم می‌سازد.

در بخش کیفی پژوهش، مصاحبه‌ها به‌صورت نیمه‌ساخت‌یافته و بر اساس راهنمای مصاحبه از پیش طراحی‌شده انجام شد. هر مصاحبه به‌طور میانگین ۶۰ دقیقه به طول انجامید و بسته به شرایط، بین ۵۰ تا ۷۰ دقیقه متغیر بود. پیش از آغاز هر جلسه، هدف پژوهش، چارچوب کلی موضوع، الزامات اخلاقی و محرمانگی اطلاعات به‌طور شفاف برای مشارکت‌کنندگان توضیح داده شد و رضایت آگاهانه کتبی آنان اخذ گردید. مصاحبه‌ها به‌صورت حضوری در محل کار مشارکت‌کنندگان یا از طریق بسترهای امن ارتباطی آنلاین برگزار شد. محیط انجام مصاحبه‌ها به‌گونه‌ای انتخاب شد که آرام، بدون مزاحمت و مناسب برای تمرکز کامل بر گفت‌وگو باشد. تمامی مصاحبه‌ها با اجازه کتبی افراد ضبط صوتی شد و در کنار آن، یادداشت‌های میدانی از نکات کلیدی، لحن و واکنش‌های غیرکلامی نیز ثبت گردید.

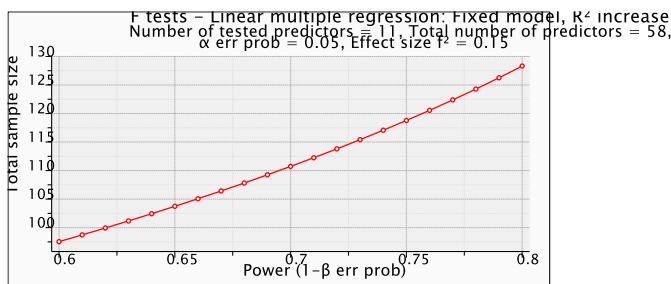
پرسش‌های مصاحبه به‌گونه‌ای طراحی شد که از موضوعات کلی به سمت مباحث تخصصی هدایت شود و امکان طرح پرسش‌های پیگیری متناسب با پاسخ‌ها وجود داشته باشد. محورهای اصلی شامل برداشت مشارکت‌کنندگان از کیفیت افشای اطلاعات حسابداری، ابعاد محتوایی و قالبی افشا، اثر الزامات و استانداردهای افشا بر رفتار سرمایه‌گذاران نهادی، فرآیند ادراک و تفسیر اطلاعات افشاشده، واکنش به ابهام و عدم تقارن اطلاعاتی، تفاوت‌های ادراکی میان سرمایه‌گذاران نهادی و خرد، نقش تحلیلگران و کارگزاری‌ها در انتقال و بازتفسیر اطلاعات، شاخص‌های پیشنهادی برای سنجش درک، موانع و تسهیلگرهای ادراک مؤثر و نمونه‌های واقعی از تفسیر صحیح یا نادرست اطلاعات بودند.

برای تعمیق گفت‌وگو و دستیابی به داده‌های غنی، در خلال مصاحبه‌ها از پرسش‌های پیگیری و مثال‌های واقعی استفاده شد تا مشارکت‌کنندگان تجارب عملی و مصادیق عینی خود را بیان کنند. پیش از شروع رسمی فرآیند گردآوری داده‌ها، دو مصاحبه آزمایشی به‌عنوان پایلوت انجام و راهنمای مصاحبه بر اساس بازخوردهای به‌دست‌آمده اصلاح شد. مصاحبه‌ها تا زمان اشباع نظری

ادامه یافت و پس از مصاحبه دهم، داده‌های جدیدی حاصل نشد. به‌منظور پیشگیری از اشباع کاذب، دو مصاحبه تکمیلی نیز انجام شد و در مجموع تحلیل ۱۲ مصاحبه مبنای بخش کیفی پژوهش قرار گرفت.

پس از اتمام هر مصاحبه، فایل‌های صوتی در محیط رمزگذاری‌شده ذخیره شد و فرآیند رونوشت‌برداری کلمه‌به‌کلمه حداکثر ظرف ۴۸ ساعت انجام گرفت. برای حفاظت از محرمانگی، تمامی نام‌ها و نشانه‌های هویتی حذف و برای هر مشارکت‌کننده یک کد مشخص اختصاص داده شد. یادداشت‌های میدانی و رونوشت‌ها در نرم‌افزار تحلیل کیفی (مانند MAXQDA) وارد شد تا فرآیند کدگذاری و تحلیل مضمون به‌صورت نظام‌مند انجام گیرد. این رویکرد امکان گردآوری داده‌هایی معتبر، دقیق و مبتنی بر تجارب واقعی را فراهم ساخت و بستر لازم برای شناسایی ابعاد و مؤلفه‌های الگوی درک سرمایه‌گذاران نهادی از اطلاعات حسابداری افشاشده را مهیا نمود.

در بخش کمی، جامعه آماری شامل مدیران و کارشناسان شرکت‌های کارگزاری بورس اوراق بهادار بود که به‌صورت مستمر در فرآیند تحلیل اطلاعات حسابداری و مشاوره سرمایه‌گذاری به سرمایه‌گذاران نهادی فعالیت می‌کنند. این گروه به دلیل جایگاه واسطه‌ای خود بین اطلاعات منتشر شده و تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران نهادی، نمایی جامع از نحوه درک و استفاده سرمایه‌گذاران نهادی از اطلاعات افشا شده دارند. حجم نمونه با استفاده از تحلیل توان آماری کوهن (۱۹۹۲) و نرم‌افزار G*Power تعیین شد تا از کفایت آماری، دقت بالا و توان مناسب آزمون‌ها اطمینان حاصل شود. با توجه به تعداد متغیرها و مسیرهای مدل پیشنهادی، اندازه نمونه به‌گونه‌ای محاسبه شد که امکان انجام مدل‌یابی معادلات ساختاری با قابلیت تعمیم‌پذیری مناسب فراهم گردد.



شکل ۱- برآورد نمونه با روش اندازه اثر و تحلیل توان کوهن

در این پژوهش، فرآیند اندازه‌گیری متغیرها و جمع‌آوری داده‌ها در بخش کمی به‌گونه‌ای طراحی شد که ضمن پوشش کامل ابعاد مدل مفهومی، روایی و پایایی ابزار به‌طور دقیق تضمین شود. ساختار پرسشنامه مبتنی بر ۱۱ عامل اصلی و ۵۸ گویه بود که هر گویه نمایانگر یک شاخص عملیاتی از متغیرهای پژوهش محسوب می‌شد. تمامی گویه‌ها بر اساس طیف پنج‌درجه‌ای لیکرت (از «کاملاً مخالفم» تا «کاملاً موافقم») طراحی گردید تا امکان سنجش شدت نگرش و ادراک پاسخ‌دهندگان فراهم شود. مبنای تدوین این گویه‌ها، خروجی کدگذاری باز، محوری و انتخابی حاصل از بخش کیفی و مرور پیشینه نظری و تجربی مرتبط بود؛ به‌گونه‌ای که ارتباط هر شاخص با بعد نظری مربوطه به‌صورت مستقیم قابل ردیابی باشد.

برای تعیین حجم نمونه مورد نیاز، از تحلیل توان آماری بر مبنای فرمول کوهن (۱۹۹۲) استفاده شد. با در نظر گرفتن سطح اطمینان ۹۵ درصد، اندازه اثر متوسط (۰.۱۵) و قدرت آزمون ۸۰ درصد، حداقل حجم نمونه لازم ۱۲۹ نفر برآورد گردید. با این حال، به‌منظور افزایش دقت و کاهش خطای نمونه‌گیری، حجم نمونه هدف به ۱۵۰ نفر افزایش یافت. جامعه آماری این بخش شامل مدیران و کارشناسان فعال در شرکت‌های کارگزاری بورس اوراق بهادار بود که به‌طور مستقیم در تحلیل و تفسیر اطلاعات حسابداری برای سرمایه‌گذاران نهادی فعالیت دارند.

توزیع پرسشنامه‌ها به دو روش حضوری و برخط (آنلاین) انجام شد. در روش حضوری، پرسشنامه‌ها در محل شرکت‌های کارگزاری و طی جلسات هماهنگ‌شده با مدیران منابع انسانی یا

مدیران واحد تحلیل تحویل داده شد. در روش آنلاین، از پلتفرم‌های امن و اختصاصی توزیع پرسشنامه استفاده گردید و لینک دسترسی برای افراد منتخب ارسال شد. برای هر دو روش، توضیحاتی در خصوص هدف پژوهش، محرمانگی پاسخ‌ها و نحوه تکمیل پرسشنامه ارائه گردید و شرط ورود به مطالعه (داشتن حداقل سه سال تجربه حرفه‌ای مرتبط) به‌طور شفاف اعلام شد. به‌منظور افزایش نرخ بازگشت، یادآوری‌های دوره‌ای برای پاسخ‌دهندگان ارسال شد و در موارد حضوری، پیگیری مستقیم صورت گرفت. در مجموع، ۱۵۰ پرسشنامه توزیع گردید که از این تعداد ۱۴۷ پرسشنامه بازگردانده شد. پس از بررسی کامل بودن پاسخ‌ها و حذف موارد دارای داده‌های ناقص یا پاسخ‌های غیرمنطقی، ۱۴۳ پرسشنامه معتبر برای تحلیل نهایی در نظر گرفته شد. ابزار گردآوری داده‌ها در بخش کیفی، مصاحبه نیمه‌ساختاریافته بود که شامل ۶ پرسش اصلی طراحی‌شده بر اساس اهداف پژوهش بود و در صورت نیاز، از سؤالات مکمل نیز استفاده شد. در بخش کمی، از پرسشنامه‌ای محقق‌ساخته بهره گرفته شد که بر پایه نتایج تحلیل کیفی تدوین و با استفاده از طیف لیکرت طراحی گردید. در جدول ۱، نسبت CVR و CVI پرسشنامه ارائه شده است:

جدول ۱- نسبت CVI و CVR پرسشنامه

گویه‌های پرسشنامه	CVI	CVR	نتیجه
صورت سود و زیان	۰/۶۰	۰/۸۵	پذیرش
ترازنامه	۰/۸۰	۰/۹۵	پذیرش
صورت جریان وجوه نقد	۱/۰۰۰	۱/۰۰۰	پذیرش
یادداشت‌های همراه صورت‌های مالی	۰/۹۰	۰/۸۰	پذیرش
روش‌های حسابداری و تغییرات در دارایی‌ها و بدهی‌ها	۰/۶۰	۱/۰۰۰	پذیرش
گزارش‌های مدیریت (A&MD)	۰/۷۰	۰/۸۰	پذیرش
اطلاعات حاکمیت شرکتی	۰/۷۰	۰/۸۰	پذیرش
ریسک‌های عملیاتی و مالی	۰/۷۰	۰/۸۰	پذیرش
گزارش‌های محیط‌زیستی، اجتماعی و حاکمیت (ESG)	۱/۰۰۰	۰/۸۰	پذیرش
قوانین و مقررات بالادستی ناظر بر افشای اطلاعات	۰/۹۰	۰/۸۰	پذیرش
قوانین و استانداردهای داخلی جهت افشای اطلاعات	۰/۵۰	۰/۸۰	پذیرش
قوانین عرفی برای افشای اطلاعات حسابداری	۰/۹۰	۱/۰۰۰	پذیرش
افشای اختیاری اطلاعات با هدف جلب اعتماد	۰/۷۰	۰/۸۵	پذیرش
سخت‌گیری و نظارت شدید بر افشای اطلاعات	۰/۸۰	۰/۸۵	پذیرش

نتیجه	CVR	CVI	گویه‌های پرسشنامه
پذیرش	۰/۸۰	۱/۰۰۰	افزایش شفافیت و اعتماد در بازار
پذیرش	۱/۰۰۰	۰/۶۰	کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین سرمایه‌گذاران و مدیران
پذیرش	۰/۹۰	۰/۷۰	کمک به تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران، تحلیل‌گران و سایر ذینفعان
پذیرش	۰/۹۰	۰/۵۰	جلوگیری از تقلب و سوءاستفاده‌های مالی
پذیرش	۰/۸۰	۰/۸۰	دسترسی رقبا به برخی اطلاعات طبقه‌بندی شده
پذیرش	۰/۸۰	۱/۰۰۰	ریسک افشای بیش از حد
پذیرش	۰/۹۵	۰/۶۰	پیچیدگی گزارش‌دهی برای افشای اطلاعات حسابداری
پذیرش	۰/۹۰	۰/۵۰	عدم یکنواختی در استانداردهای حسابداری
پذیرش	۱/۰۰۰	۰/۸۰	هزینه‌بر بودن تهیه گزارش‌های دقیق و منطبق با استانداردها
پذیرش	۰/۹۰	۰/۹۰	میزان استفاده از تحلیل‌های بنیادی و تکنیکال
پذیرش	۰/۹۵	۰/۶۰	شناخت استانداردهای حسابداری و گزارشگری مالی
پذیرش	۱/۰۰۰	۰/۶۰	درک ساختارهای حاکمیت شرکتی
پذیرش	۱/۰۰۰	۰/۶۰	سطح ریسک‌پذیری یا ریسک‌گریزی
پذیرش	۰/۸۰	۰/۵۰	واکنش به نوسانات بازار
پذیرش	۰/۹۵	۰/۹۰	تأثیر احساسات بر تصمیمات سرمایه‌گذاری
پذیرش	۰/۹۵	۰/۶۰	استراتژی‌های سرمایه‌گذاری (بلندمدت یا کوتاه‌مدت)
پذیرش	۱/۰۰۰	۱/۰۰۰	میزان تنوع‌بخشی به سبد دارایی‌ها
پذیرش	۰/۸۵	۰/۶۰	تأثیر رفتار گله‌ای (Herding Behavior) بر تصمیمات سرمایه‌گذاری
پذیرش	۰/۸۵	۰/۹۰	منابع اطلاعاتی مورد استفاده (گزارش‌های مالی، تحلیل‌های اقتصادی، اخبار سیاسی و اجتماعی)
پذیرش	۰/۸۰	۱/۰۰۰	میزان تأثیر اطلاعات حسابداری افشا شده بر تصمیمات سرمایه‌گذاری
پذیرش	۰/۹۵	۰/۹۰	سرعت و دقت در پردازش اطلاعات
پذیرش	۰/۸۰	۰/۵۰	تأثیر سیاست‌های مالی و پولی بر رفتار سرمایه‌گذاران
پذیرش	۱/۰۰۰	۰/۹۰	نقش مقررات نظارتی در تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاران نهادی
پذیرش	۰/۸۵	۰/۶۰	میزان تعامل با نهادهای تنظیم‌گر مالی (مانند سازمان بورس و بانک مرکزی)

نتیجه	CVR	CVI	گویه‌های پرسشنامه
پذیرش	۰/۸۰	۱/۰۰۰	میزان توجه به سرمایه‌گذاری پایدار و مسئولیت اجتماعی
پذیرش	۰/۸۵	۰/۸۰	تأثیر مقررات زیست‌محیطی بر انتخاب‌های سرمایه‌گذاری
پذیرش	۰/۸۰	۱/۰۰۰	نقش فرهنگ و ارزش‌های اجتماعی در تصمیمات سرمایه‌گذاری

نتایج نشان داد تمامی گویه‌ها مقادیر بالاتر از حد بحرانی CVR و بیش از ۰.۷۹ برای CVI کسب کردند که بیانگر تأیید کامل روایی محتوا است.

روایی بخش کیفی با اتکا به چارچوب چهارگانه لینکلن و گوبا شامل اعتبارپذیری، انتقال‌پذیری، تأییدپذیری و اطمینان‌پذیری، توسط داوران خبره بررسی و تأیید شد. برای بررسی پایایی کدگذاری داده‌های کیفی، ضریب توافق بین‌کدگذاران (هولستی) معادل ۰.۷۱۲ و ضریب کاپای کوهن برای پایایی مقوله‌بندی ۰.۶۵۵ محاسبه شد؛ مقادیری که حاکی از سطح قابل‌قبول پایایی تحلیل کیفی است. در بخش کمی، اعتبار ابزار پژوهش از طریق روایی صوری (با نظر خبرگان)، روایی همگرا با استفاده از میانگین واریانس استخراج‌شده (AVE)، و روایی واگرا مورد بررسی قرار گرفت. تمامی شاخص‌ها نشان‌دهنده روایی مطلوب سازه‌ها بودند. همچنین، در مطالعه مقدماتی، آلفای کرونباخ کلی پرسشنامه برابر با ۰.۸۴۱ محاسبه شد و برای هر یک از سازه‌ها، شاخص‌های آلفای کرونباخ، پایایی ترکیبی (CR) و ضریب رو، همگی بیش از ۰.۷۰ به‌دست آمدند که نشانگر پایایی قابل‌قبول ابزار اندازه‌گیری است.

برای تحلیل داده‌های کیفی، از روش تحلیل مضمون (Theme Analysis) و نرم‌افزار Maxqda استفاده گردید و داده‌های کمی نیز با استفاده از روش مدل‌سازی معادلات ساختاری مبتنی بر حداقل مربعات جزئی (PLS) در نرم‌افزار Smart PLS تحلیل شدند.

۴- یافته‌های پژوهش

در جدول ۲، ویژگی دموگرافیک بخش کیفی ارائه شده است:

جدول ۲- ویژگی دموگرافیک بخش کیفی

ویژگی دموگرافیک		فراوانی	درصد
گروه تخصصی	اساتید دانشگاهی	۳	٪۲۵
	خبرگان صنعت	۹	٪۷۵
جنسیت	مرد	۱۰	٪۸۳,۳
	زن	۲	٪۱۶,۷
سن	کمتر از ۴۵ سال	۱	٪۸,۳
	۴۶ تا ۵۵ سال	۷	٪۵۸,۳
	بالای ۵۶ سال	۴	٪۳۳,۴
تحصیلات	کارشناسی ارشد	۲	٪۱۶,۷
	دکتری تخصصی	۱۰	٪۸۳,۳
سابقه کاری	۱۰ تا ۱۵ سال	۴	٪۳۳,۴
	بیش از ۱۶ سال	۸	٪۶۶,۶

در جدول ۳، ویژگی دموگرافیک بخش کمی ارائه شده است:

جدول ۳- ویژگی دموگرافیک بخش کمی

ویژگی دموگرافیک		فراوانی	درصد
جنسیت	مرد	۸۶	٪۶۰
	زن	۵۷	٪۴۰
سن	کمتر از ۳۵ سال	۳۱	٪۲۱
	۳۶ تا ۴۵ سال	۳۵	٪۲۴
	۴۶ تا ۵۵ سال	۳۸	٪۲۶
	بالای ۵۶ سال	۳۹	٪۲۷
تحصیلات	کارشناسی	۵۹	٪۴۱
	کارشناسی ارشد	۶۲	٪۴۳
	دکتری	۲۲	٪۱۵
سابقه کاری	کمتر از ۱۰ سال	۳۲	٪۲۲
	۱۱ تا ۱۵ سال	۴۳	٪۳۰

درصد	فراوانی	ویژگی دموگرافیک
۳۰٪	۴۴	۱۶ تا ۲۰ سال
۱۶٪	۲۴	بیش از ۲۱ سال

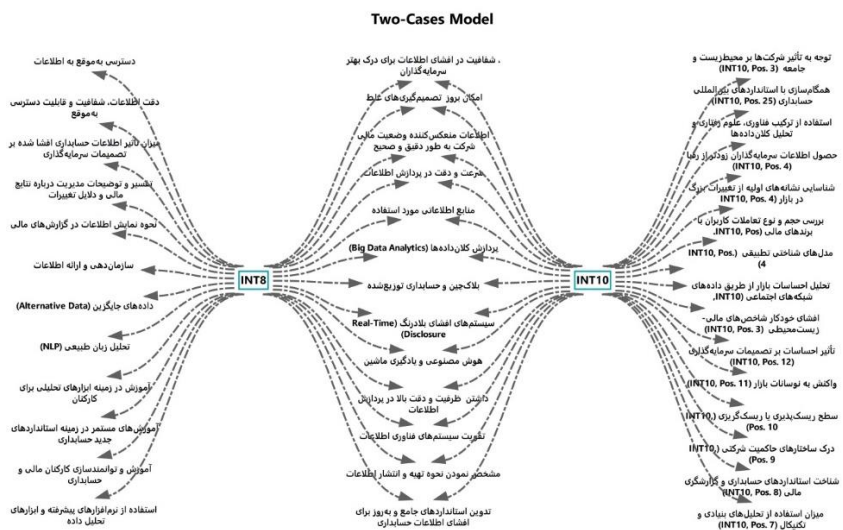
در راستای تحلیل داده‌های کیفی این پژوهش، از روش تحلیل مضمون مبتنی بر چارچوب شش‌مرحله‌ای براون و کلارک^{۱۶} (۲۰۲۲) استفاده شد و فرآیند تحلیل با بهره‌گیری از نرم‌افزار MaxQDA انجام پذیرفت. ابتدا داده‌ها به صورت دقیق و کامل ترانویسی شده و با چندین بار بازخوانی، آشنایی عمیق با متون مصاحبه حاصل گردید تا فهم جامعی از محتوا فراهم آید. سپس، کدگذاری اولیه انجام شد که در آن متون به واحدهای معنایی تفکیک و بر اساس مفاهیم مشترک، کدهای متمایز استخراج شد. در مرحله بعد، این کدها مورد بازبینی و پالایش قرار گرفتند تا به مضامین اصلی و فرعی منجر شوند که نمایانگر الگوهای تکرارشونده در داده‌ها بودند. این فرآیند با توجه به معیارهای اعتبارسنجی کیفی انجام شد تا اطمینان حاصل شود که یافته‌ها از جامعیت و صحت لازم برخوردارند. نمونه‌هایی از عبارات مصاحبه‌شوندگان همراه با کدهای متناظر، در قالب جدولی ارائه شده است تا شفافیت و قابلیت پیگیری مسیر تحلیلی پژوهش تقویت گردد. در جدول ۴، نمونه‌هایی از متن مصاحبه‌ها و کدهای شناسایی شده ارائه شده است:

جدول ۴- نمونه‌هایی از متن مصاحبه‌ها و کدهای شناسایی شده

مصاحبه‌شونده	متن مصاحبه	کدهای باز
۲	اطلاعات اصلی فقط در صورت‌های مالی خلاصه نمی‌شود؛ بخش قابل توجهی از درک ما از وضعیت شرکت، از دل یادداشت‌های همراه استخراج می‌شود.	یادداشت‌های همراه صورت‌های مالی جهت افشای مالی
۵	در بسیاری از موارد، ما اطلاعاتی را فراتر از الزامات قانونی افشا می‌کنیم تا نشان دهیم چیزی برای پنهان کردن نداریم؛ این کار در بلندمدت اعتماد سرمایه‌گذار را جلب می‌کند.	افشای اختیاری اطلاعات با هدف جلب اعتماد
۷	فرآیند گزارش‌دهی مالی، به‌ویژه در شرکت‌های بزرگ، پیچیدگی‌های فراوانی دارد و گاهی همین پیچیدگی مانع از انتقال شفاف پیام اطلاعاتی می‌شود.	پیچیدگی گزارش‌دهی برای افشای اطلاعات حسابداری به عنوان یک چالش

مصاحبه‌شونده	متن مصاحبه	کدهای باز
۱۰	تصمیم‌های سرمایه‌گذاری همیشه صرفاً بر مبنای اعداد نیستند؛ گاهی یک فضای روانی خاص یا حس اطمینان یا تردید، می‌تواند تصمیم نهایی را شکل دهد.	تأثیر احساسات بر تصمیمات سرمایه‌گذاری

فرآیند کدگذاری متن با ورود هر مصاحبه جدید به همان روش تکرار شد تا زمانی که با تکرار کدهای استخراج‌شده، اشباع نظری حاصل گردید. در گام سوم، جستجوی مضامین با دسته‌بندی کدهای متعدد در قالب مضامین سازمان‌دهنده و فراگیر انجام شد؛ به‌طوری‌که کدهای باز بر اساس تشابه معنایی طبقه‌بندی شدند. براساس خروجی نرم‌افزار MAXQDA، در مصاحبه شماره ۱۰ به اشباع نظری دست یافته شد. این به این معناست که پس از انجام این مصاحبه، دیگر اطلاعات جدید و قابل توجهی در داده‌ها به‌دست نیامد و تمامی ابعاد و زوایای مرتبط با موضوع پژوهش به طور کامل پوشش داده شده است. در این مرحله، دیگر هیچ داده یا اطلاعات جدیدی که بتواند به غنای بیشتر مفاهیم و مقوله‌های موجود کمک کند، مشاهده نگردید و داده‌های قبلی به‌طور کامل تجزیه و تحلیل شدند. این نشان‌دهنده آن است که روند کدگذاری و مقوله‌بندی به حداکثر پویایی خود رسیده و پژوهشگر می‌تواند به مرحله بعدی پژوهش بپردازد.



شکل ۲- دستیابی به اشباع نظری

در گام چهارم، مضامین شناسایی‌شده مورد بازبینی قرار گرفته و جرح و تعدیلات لازم اعمال

شد. در گام پنجم، به تعریف دقیق و نام‌گذاری نهایی مضامین پرداخته شد. نهایتاً در گام ششم، گزارش نهایی تحلیل کیفی تدوین گردید که بر اساس آن، ۲ مضمون فراگیر، ۱۱ مضمون سازمان‌دهنده و ۵۸ مضمون پایه استخراج شد. کدهای مربوط به الگوی درک سرمایه‌گذاران نهادی از اطلاعات حسابداری افشا شده به صورت تفصیلی در جدول ۵ ارائه شده است.

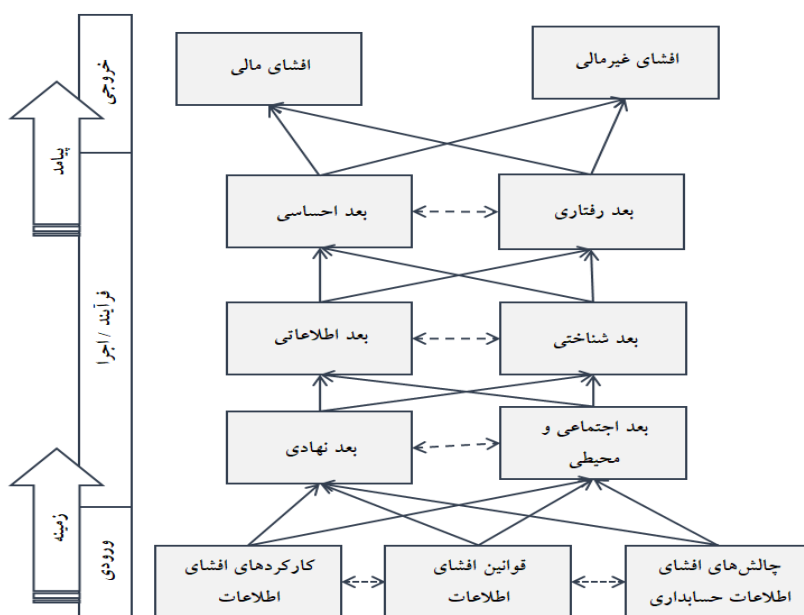
جدول ۵- کدهای الگوی درک سرمایه‌گذاران نهادی از اطلاعات حسابداری افشا شده

مضامین فراگیر	مضامین سازمان‌دهنده	مضامین پایه
اطلاعات حسابداری افشا شده	افشای مالی	۱. صورت سود و زیان
		۲. ترازنامه
		۳. صورت جریان وجوه نقد
		۴. یادداشت‌های همراه صورت‌های مالی
		۵. روش‌های حسابداری و تغییرات در دارایی‌ها و بدهی‌ها
	افشای غیرمالی	۶. گزارش‌های مدیریت (A&MD)
		۷. اطلاعات حاکمیت شرکتی
		۸. ریسک‌های عملیاتی و مالی
		۹. گزارش‌های محیط‌زیستی، اجتماعی و حاکمیت (ESG)
	قوانین افشای اطلاعات	۱۰. قوانین و مقررات بالادستی ناظر بر افشای اطلاعات
		۱۱. قوانین و استانداردهای داخلی جهت افشای اطلاعات
		۱۲. قوانین عرفی برای افشای اطلاعات حسابداری
		۱۳. افشای اختیاری اطلاعات با هدف جلب اعتماد
		۱۴. سخت‌گیری و نظارت شدید بر افشای اطلاعات
	کارکردهای افشای اطلاعات	۱۵. افزایش شفافیت و اعتماد در بازار
		۱۶. کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین سرمایه‌گذاران و مدیران
		۱۷. کمک به تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران، تحلیل‌گران و سایر ذینفعان
		۱۸. جلوگیری از تقلب و سوءاستفاده‌های مالی
	چالش‌های افشای	۱۹. دسترسی رقبا به برخی اطلاعات طبقه‌بندی شده

مضامین فراگیر	مضامین سازمان‌دهنده	مضامین پایه
	اطلاعات حسابداری	۲۰. ریسک افشای بیش از حد
		۲۱. پیچیدگی گزارش‌دهی برای افشای اطلاعات حسابداری
		۲۲. عدم یکنواختی در استانداردهای حسابداری
		۲۳. هزینه‌بر بودن تهیه گزارش‌های دقیق و منطبق با استانداردها
درک سرمایه‌گذاران نهادی	بعد شناختی	۲۴. میزان استفاده از تحلیل‌های بنیادی و تکنیکال
		۲۵. شناخت استانداردهای حسابداری و گزارشگری مالی
		۲۶. درک ساختارهای حاکمیت شرکتی
	بعد احساسی	۲۷. سطح ریسک‌پذیری یا ریسک‌گریزی
		۲۸. واکنش به نوسانات بازار
		۲۹. تأثیر احساسات بر تصمیمات سرمایه‌گذاری
	بعد رفتاری	۳۰. استراتژی‌های سرمایه‌گذاری (بلندمدت یا کوتاه‌مدت)
		۳۱. میزان تنوع‌بخشی به سبد دارایی‌ها
		۳۲. تأثیر رفتار گله‌ای (Herding Behavior) بر تصمیمات سرمایه‌گذاری
	بعد اطلاعاتی	۳۳. منابع اطلاعاتی مورد استفاده (گزارش‌های مالی، تحلیل‌های اقتصادی، اخبار سیاسی و اجتماعی)
		۳۴. میزان تأثیر اطلاعات حسابداری افشا شده بر تصمیمات سرمایه‌گذاری
		۳۵. سرعت و دقت در پردازش اطلاعات
	بعد نهادی	۳۶. تأثیر سیاست‌های مالی و پولی بر رفتار سرمایه‌گذاران
		۳۷. نقش مقررات نظارتی در تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاران نهادی
		۳۸. میزان تعامل با نهادهای تنظیم‌گر مالی (مانند سازمان بورس و بانک مرکزی)

مضامین فراگیر	مضامین سازمان‌دهنده	مضامین پایه
	بعد اجتماعی و محیطی	۳۹. میزان توجه به سرمایه‌گذاری پایدار و مسئولیت اجتماعی
		۴۰. تأثیر مقررات زیست‌محیطی بر انتخاب‌های سرمایه‌گذاری
		۴۱. نقش فرهنگ و ارزش‌های اجتماعی در تصمیمات سرمایه‌گذاری

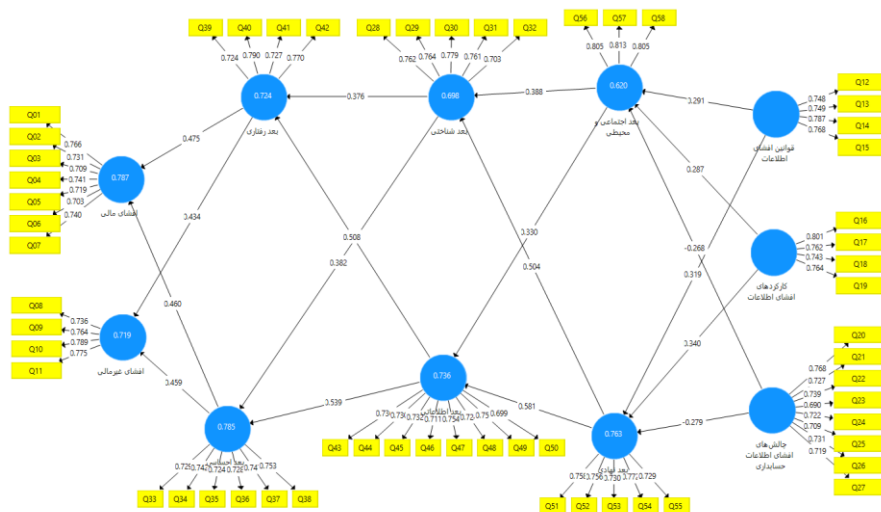
براساس نتایج مذکور، الگوی درک سرمایه‌گذاران نهادی از اطلاعات حسابداری افشا شده در شکل ۳ نمایش داده شده است.



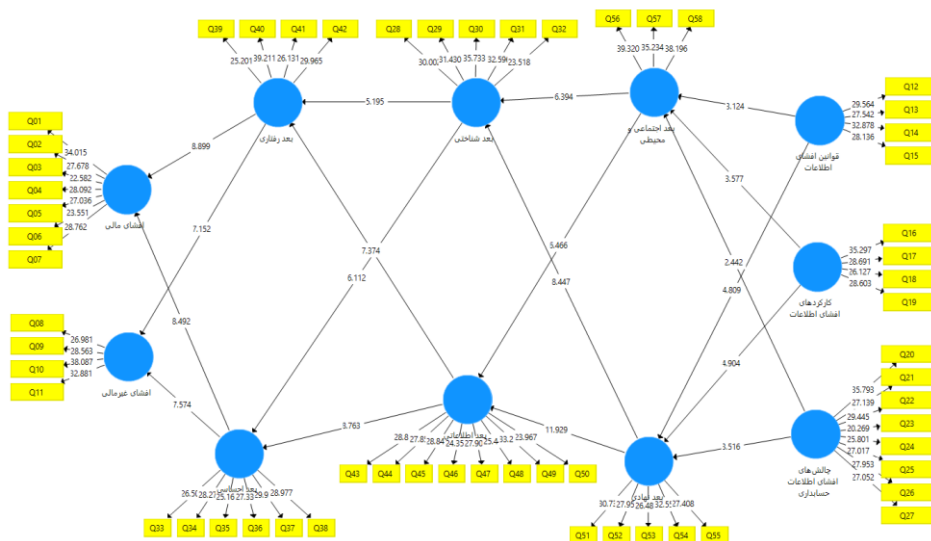
شکل ۳- الگوی درک سرمایه‌گذاران نهادی از اطلاعات حسابداری افشا شده

پس از طراحی و ارائه الگوی مفهومی درک سرمایه‌گذاران نهادی از اطلاعات حسابداری افشا شده، فرآیند اعتبارسنجی مدل با بهره‌گیری از روش حداقل مربعات جزئی^{۱۷} انجام پذیرفت. در این

مرحله، مدل اندازه‌گیری و ساختاری با استفاده از نرم‌افزار Smart PLS مورد تحلیل قرار گرفت. نتایج حاصل از برآورد استاندارد ضرایب مسیر در قالب نمودار مدل در حالت تخمین استاندارد در شکل ۴ ارائه شده است. به‌منظور بررسی معناداری روابط بین سازه‌ها، روش بوت‌استرپینگ به کار گرفته شد و آماره t مربوط به هر مسیر محاسبه گردید؛ نتایج این تحلیل در قالب نمودار مدل همراه با مقادیر آماره t در شکل ۵ نمایش داده شده است. این تحلیل‌ها امکان ارزیابی روابط علی در مدل و بررسی برازش الگوی پیشنهادی را فراهم ساختند.



شکل ۴- اعتبارسنجی الگوی درک سرمایه‌گذاران نهادی از اطلاعات حسابداری افشا شده



شکل ۵- معناداری الگوی درک سرمایه‌گذاران نهادی از اطلاعات حسابداری افشا شده

بخش بیرونی مدل (مدل اندازه‌گیری) رابطه متغیرهای قابل مشاهده با متغیرهای پنهان را نشان می‌دهد. میزان رابطه سوالات با سازه‌های اصلی بوسیله بارعاملی نشان داده می‌شود. نتایج مندرج در شکل ۲ و ۳ نشان می‌دهد بارهای عاملی در تمامی موارد از ۰/۶ بیشتر است و آماره t نیز در تمامی موارد بزرگتر از ۱/۹۶ می‌باشد. بنابراین بخش اندازه‌گیری مدل از اعتبار مناسبی برخوردار است. برای اطمینان بیشتر، مدل بیرونی (اندازه‌گیری) براساس شاخص روایی همگرا، ضریب رو، پایایی ترکیبی و آلفای کرونباخ مورد ارزیابی قرار گرفت. میانگین واریانس استخراج شده (AVE) باید بزرگتر از ۰/۵ و ضریب رو، پایایی ترکیبی و آلفای کرونباخ بزرگتر از ۰/۷ باشد (آذر و غلامزاده، ۱۳۹۸). خلاصه نتایج ارزیابی برازش مدل اندازه‌گیری در جدول ۶ ارائه شده است.

جدول ۶- بخش اندازه‌گیری الگوی درک سرمایه‌گذاران نهادی از اطلاعات حسابداری افشا شده

ضریب رو (Rho)	پایایی ترکیبی (CR)	آلفای کرونباخ	AVE	سازه‌های اصلی
۰/۸۵۰	۰/۷۶۶	۰/۷۶۵	۰/۵۸۷	افشای غیرمالی
۰/۸۸۹	۰/۸۵۴	۰/۸۵۴	۰/۵۳۳	افشای مالی
۰/۸۴۹	۰/۷۳۳	۰/۷۳۳	۰/۶۵۲	بعد اجتماعی و محیطی
۰/۸۷۷	۰/۸۳۲	۰/۸۳۲	۰/۵۴۳	بعد احساسی
۰/۹۰۱	۰/۸۷۵	۰/۸۷۴	۰/۵۳۲	بعد اطلاعاتی
۰/۸۴۰	۰/۷۴۷	۰/۷۴۶	۰/۵۶۸	بعد رفتاری
۰/۸۶۸	۰/۸۱۰	۰/۸۱۰	۰/۵۶۹	بعد شناختی
۰/۸۶۵	۰/۸۰۴	۰/۸۰۴	۰/۵۶۱	بعد نهادی
۰/۸۴۸	۰/۷۶۰	۰/۷۶۱	۰/۵۸۲	قوانین افشای اطلاعات
۰/۸۹۹	۰/۸۷۲	۰/۸۷۲	۰/۵۲۷	چالش‌های افشای اطلاعات حسابداری
۰/۸۵۱	۰/۷۶۸	۰/۷۶۷	۰/۵۸۹	کارکردهای افشای اطلاعات

با توجه به **Error! Reference source not found.** مقدار میانگین واریانس استخراج شده (AVE) بزرگتر از ۰/۵ است بنابراین روایی همگرا تایید می‌شود. ضریب رو، پایایی ترکیبی و آلفای کرونباخ تمامی متغیرها بزرگتر از ۰/۷ بوده بنابراین از نظر پایایی تمامی متغیرها مورد تایید است. روابط بین سازه‌های اصلی با عنوان مدل درونی (بخش ساختاری) شناخته می‌شود. روابط میان سازه‌های اصلی (بخش ساختاری) براساس ضریب مسیر و آماره تی مورد بررسی قرار گرفت. خلاصه نتایج آزمون روابط میان سازه‌های اصلی در جدول ۷ آمده است.

جدول ۷- اعتبارسنجی الگوی درک سرمایه‌گذاران نهادی از اطلاعات حسابداری افشا شده

رابطه	ضریب مسیر	آماره t	معناداری	اندازه اثر	نتیجه
بعد اجتماعی و محیطی ← بعد اطلاعاتی	۰/۳۳۰	۶.۴۶۶	۰/۰۰۰	۰/۱۸۰	تایید
بعد اجتماعی و محیطی ← بعد شناختی	۰/۳۸۸	۶.۳۹۴	۰/۰۰۰	۰/۲۱۷	تایید
بعد احساسی ← افشای غیرمالی	۰/۴۵۹	۷.۵۷۴	۰/۰۰۰	۰/۲۶۹	تایید
بعد احساسی ← افشای مالی	۰/۴۶۰	۸.۴۹۲	۰/۰۰۰	۰/۳۵۵	تایید

رابطه	ضریب مسیر	آماره t	معناداری	اندازه اثر	نتیجه
بعد اطلاعاتی ← بعد احساسی	۰/۵۳۹	۸/۷۶۳	۰/۰۰۰	۰/۳۸۳	تایید
بعد اطلاعاتی ← بعد رفتاری	۰/۵۰۸	۷/۳۷۴	۰/۰۰۰	۰/۲۶۵	تایید
بعد رفتاری ← افشای غیرمالی	۰/۴۳۴	۷/۱۵۲	۰/۰۰۰	۰/۲۴۰	تایید
بعد رفتاری ← افشای مالی	۰/۴۷۵	۸/۸۹۹	۰/۰۰۰	۰/۳۸۰	تایید
بعد شناختی ← بعد احساسی	۰/۳۸۲	۶/۱۱۲	۰/۰۰۰	۰/۱۹۲	تایید
بعد شناختی ← بعد رفتاری	۰/۳۷۶	۵/۱۹۵	۰/۰۰۰	۰/۱۴۵	تایید
بعد نهادی ← بعد اطلاعاتی	۰/۵۸۱	۱۱/۹۲۹	۰/۰۰۰	۰/۵۵۸	تایید
بعد نهادی ← بعد شناختی	۰/۵۰۴	۸/۴۴۷	۰/۰۰۰	۰/۳۶۷	تایید
قوانین افشای اطلاعات ← بعد اجتماعی و محیطی	۰/۲۹۱	۳/۱۲۴	۰/۰۰۲	۰/۰۶۱	تایید
قوانین افشای اطلاعات ← بعد نهادی	۰/۳۱۹	۴/۸۰۹	۰/۰۰۰	۰/۱۱۹	تایید
چالش‌های افشا ← بعد اجتماعی و محیطی	۰/۲۶۸-	۲/۴۴۲	۰/۰۱۵	۰/۰۴۵	تایید
چالش‌های افشای اطلاعات حسابداری ← بعد نهادی	۰/۲۷۹-	۳/۵۱۶	۰/۰۰۰	۰/۰۷۷	تایید
کارکردهای افشای اطلاعات ← بعد اجتماعی و محیطی	۰/۲۸۷	۳/۵۷۷	۰/۰۰۰	۰/۰۷۱	تایید
کارکردهای افشای اطلاعات ← بعد نهادی	۰/۳۴۰	۴/۹۰۴	۰/۰۰۰	۰/۱۵۹	تایید

از شاخص ضریب تعیین (R^2) و شاخص ارتباط پیش‌بین (Q^2) برای سنجش قدرت پیش‌بینی مدل استفاده شد. این دو شاخص برای متغیرهای درون‌زا محاسبه می‌شوند. ضریب تعیین، بیانگر میزان تغییرات متغیرهای وابسته توسط متغیرهای مستقل است. سه مقدار ۰/۱۹، ۰/۳۳ و ۰/۶۷ به عنوان مقدار ملاک برای ضعیف، متوسط و قوی بودن برازش بخش ساختاری مدل به وسیله معیار ضریب تعیین است (چین^{۱۸}، ۱۹۹۸). از شاخص ارتباط پیش‌بین (Q^2) نیز برای سنجش قدرت پیش‌بینی مدل استفاده می‌شود. این شاخص بوسیله استون و گیزر^{۱۹} معرفی شد و با روش بلايندفولدينگ برآورد می‌شود. اگر مقدار (Q^2) مثبت باشد نشان می‌دهد که مدل از توان پیش‌بینی مناسبی برخوردار است. همچنین مقدار (q^2) اثر نسبی شاخص ارتباط پیش‌بین را برآورد می‌کند. در اینجا نیز سه مقدار ۰/۰۲ (ضعیف)، ۰/۱۵ (متوسط) و ۰/۳۵ (بزرگ) برای ارزیابی

میزان تناسب استفاده می‌شود (هیر^{۲۰} و همکاران، ۲۰۲۱). شاخص‌های قدرت پیش‌بینی مدل (R^2) و (Q^2) در جدول ۸ گزارش شده است.

جدول ۸- قدرت پیش‌بینی الگوی درک سرمایه‌گذاران نهادی از اطلاعات حسابداری افشا شده

سازه‌های اصلی	R2	R2 تعدیل شده	Q2	q2
افشای غیرمالی	۰/۷۱۹	۰/۷۱۷	۰/۳۹۷	۰/۶۵۸
افشای مالی	۰/۷۸۷	۰/۷۸۶	۰/۳۹۱	۰/۶۴۲
بعد اجتماعی و محیطی	۰/۶۲۰	۰/۶۱۷	۰/۳۸۲	۰/۶۱۸
بعد احساسی	۰/۷۸۵	۰/۷۸۴	۰/۳۹۹	۰/۶۶۴
بعد اطلاعاتی	۰/۷۳۶	۰/۷۳۴	۰/۳۶۵	۰/۵۷۵
بعد رفتاری	۰/۷۲۴	۰/۷۲۲	۰/۳۸۷	۰/۶۳۱
بعد شناختی	۰/۶۹۸	۰/۶۹۷	۰/۳۷۳	۰/۵۹۵
بعد نهادی	۰/۷۶۳	۰/۷۶۱	۰/۴۰۲	۰/۶۷۲

برای ارزیابی برازش مدل از شاخص GOF و RMS و SRMR و NFI استفاده می‌شود. برای شاخص GoF سه مقدار ۰/۰۱، ۰/۲۵ و ۰/۳۶ را به عنوان مقادیر ضعیف، متوسط و قوی معرفی شده است. برای شاخص RMS_theta مقادیر کوچکتر از ۰/۱۲ نشانه تناسب مدل است. شاخص SRMR نیز بهتر است زیر ۰/۱ و خیلی سخت‌گیرانه کمتر از ۰/۰۸ باشد. مقدار شاخص NFI باید از ۰/۶ بزرگتر باشد و اگر بیش از ۰/۹ باشد خیلی مطلوب است. در نهایت خی‌دو به‌هنگار نیز بهتر است کوچکتر از ۲ یا دست‌کم کوچکتر از ۵ باشد (حبیبی و جلال‌نیا، ۱۴۰۱). شاخص‌های ارزیابی برازش الگوی درک سرمایه‌گذاران نهادی از اطلاعات حسابداری افشا شده در جدول ۹ ارائه شده است.

جدول ۹- ارزیابی برازش الگوی درک سرمایه‌گذاران نهادی از اطلاعات حسابداری افشا شده

شاخص	GOF	RMS_theta	SRMR	NFI	خی‌دو به‌هنگار
مقدار قابل قبول	۰/۳۶	کوچکتر از ۰/۱۲	کوچکتر از ۰/۰۸	بزرگتر از ۰/۶	کوچکتر از ۵
مقدار برآورد شده	۰/۶۴۳	۰/۱۰۳	۰/۰۶۱	۰/۷۳۲	۲/۱۲۴

در این مطالعه شاخص GOF برابر $0/643$ (بزرگتر از $0/36$)، شاخص RMS_theta برابر $0/103$ (کوچکتر از $0/12$)، شاخص SRMR برابر $0/061$ (کوچکتر از $0/08$)، شاخص NFI برابر $0/732$ (بزرگتر از $0/6$) و شاخص خی-دو به هنجار برابر $2/124$ (کوچکتر از 5)، برآورد شد، بنابراین مدل از برازش خوبی برخوردار است.

۵- نتیجه‌گیری و بحث

پژوهش حاضر با هدف طراحی و اعتبارسنجی الگوی درک سرمایه‌گذاران نهادی از اطلاعات حسابداری افشا شده انجام شده است. یافته‌های این پژوهش نشان می‌دهد که سازوکار درک سرمایه‌گذاران نهادی از اطلاعات حسابداری افشاشده، متأثر از لایه‌ای پیچیده از مؤلفه‌های نهادی، اجتماعی، شناختی و عاطفی است. در سطح ساختاری، قوانین افشای اطلاعات، کارکردهای افشا و چالش‌های موجود در فرآیند افشا به‌مثابه عوامل ساختاری و زمینه‌ای، تأثیر بسزایی بر شکل‌گیری بعد نهادی و بعد اجتماعی و محیطی دارند. این دو بعد، نمایانگر بستر فرهنگی، قانونی و اخلاقی هستند که در آن سرمایه‌گذاران نهادی معنا و اعتبار اطلاعات را درک می‌کنند. به بیان دیگر، سرمایه‌گذاران نه تنها بر مبنای محتوا و قالب اطلاعات تصمیم‌گیری می‌کنند، بلکه زمینه‌هایی نظیر قوانین حاکم، درجه شفافیت، اعتبار نهاد حسابرسی و حساسیت اجتماعی نسبت به افشای موضوعات محیطی و اجتماعی، چارچوب اصلی برداشت آن‌ها را شکل می‌دهد. این نتایج، تأکید می‌کنند که بدون درک صحیح از این لایه‌های زمینه‌ای، نمی‌توان به درک واقعی نحوه تفسیر اطلاعات افشاشده توسط این بازیگران مهم بازار دست یافت. در سطح روان‌شناختی و رفتاری، یافته‌ها نشان داد که ابعاد شناختی و اطلاعاتی، پیش‌زمینه‌ای برای واکنش‌های احساسی و در پی آن، رفتارهای سرمایه‌گذاری هستند. این رابطه، تصویری روان‌فهم از چگونگی گذار از ادراک اطلاعات به کنش‌های واقعی سرمایه‌گذاران ترسیم می‌کند. سرمایه‌گذاران نهادی، پس از پردازش ذهنی اطلاعات مالی و غیرمالی، بر اساس تجارب گذشته، سوگیری‌های ادراکی، و میزان اعتماد به افشای اطلاعات، واکنش‌های احساسی نظیر اطمینان، تردید یا اضطراب را تجربه می‌کنند که این واکنش‌ها بر رفتارهای عملی آنان مانند خرید، نگهداری یا فروش سهام تأثیر مستقیم دارد. در نهایت، این روند منجر به انتخاب یا طرد افشای خاصی از اطلاعات مالی یا غیرمالی می‌شود. بدین‌سان، پژوهش حاضر الگویی ارائه می‌دهد که در آن فهم سرمایه‌گذار نهادی از افشا، صرفاً تابع داده‌های عددی یا رسمی نیست، بلکه فرایندی چندلایه، پویا و بستمند است که نیازمند تحلیل

هم‌زمان زمینه‌های نهادی، شناختی، احساسی و اجتماعی است.

یافته‌های پژوهش حاضر، ضمن هم‌راستایی با مطالعات بین‌المللی، ابعاد تازه‌ای از سازوکار درک سرمایه‌گذاران نهادی را در بافت نهادی ایران آشکار می‌سازد. در حالی که مطالعاتی مانند کوهن و همکاران (۲۰۲۳) و سانگ و شیان (۲۰۲۴) بر نقش فعال و هدایت‌گر سرمایه‌گذاران در ارتقای کیفیت افشای اقلیمی تأکید دارند. پژوهش باسه و همکاران (۲۰۲۴) نیز به تأثیر مثبت فشار سرمایه‌گذاران خارجی بر کیفیت افشا اشاره می‌کند، یافته‌های پژوهش حاضر نشان می‌دهد که درک سرمایه‌گذاران نهادی از اطلاعات افشاشده تنها تابع کیفیت و محتوا نیست، بلکه تحت تأثیر لایه‌های شناختی، احساسی، نهادی و اجتماعی نیز قرار دارد. به بیان دیگر، پژوهش حاضر پا را از سطح محتوایی افشا فراتر گذاشته و نشان می‌دهد که ادراک و تفسیر این اطلاعات یک فرایند پیچیده روان‌اجتماعی است. در مقایسه با نتایج پژوهش خواجهی و همکاران (۱۴۰۳) تأکید دارد که عواملی نظیر توانمندی مدیرعامل، خوانایی گزارشگری و مدیریت سود، نقش معناداری در تصمیم‌گیری این دسته از سرمایه‌گذاران دارند؛ این یافته‌ها نشان‌دهنده توجه به متغیرهای محتوایی و مدیریتی در فرایند افشا است. در همین راستا، پژوهش‌های دادار و روشن (۱۴۰۳) و نیز ندیری و پناهیان (۱۴۰۳) به لایه‌های ادراکی و احساسی سرمایه‌گذاران توجه کرده‌اند، که با تأکید پژوهش حاضر بر ابعاد شناختی و عاطفی کاملاً هم‌راستا است. همچنین، صمدی و خوشکار (۱۴۰۲) بر اهمیت کیفیت سیستم گزارشگری مالی و قلعه و دستگیر (۱۴۰۲) بر اثرگذاری شاخص‌های حسابداری مانند اهرم مالی، اندازه شرکت و بازده دارایی بر تصمیم‌گیری نهادی تأکید کرده‌اند؛ این موارد بیانگر توجه به عوامل زمینه‌ای و ساختاری در شکل‌گیری درک سرمایه‌گذاران است. از سوی دیگر، یافته پژوهش ولیان و همکاران (۱۴۰۰) در مورد رابطه منفی بین افق سرمایه‌گذاری نهادی و کوتاه‌بینی مدیریتی، نقش نگرش بلندمدت سرمایه‌گذاران را برجسته می‌سازد.

درخصوص بعد «قوانین افشای اطلاعات» به سرمایه‌گذاران نهادی پیشنهاد می‌شود با رصد مستمر تغییرات مقرراتی و آگاهی از الزامات به‌روز افشا، به‌ویژه در حوزه صورت‌های مالی تلفیقی، گزارش‌های تفسیری مدیریت و گزارش‌های پایداری، توان تحلیلی خود را ارتقا دهند و با بهره‌گیری هدفمند از افشاهای اختیاری مانند برنامه‌های استراتژیک، ریسک‌های آینده‌نگر و اقدامات مسئولیت اجتماعی، دیدگاه جامع‌تری در ارزیابی شفافیت و اعتبار شرکت‌ها به دست آورند.

درخصوص بعد «کارکردهای افشای اطلاعات» توصیه می‌شود سرمایه‌گذاران نهادی با

به‌کارگیری رویکرد تحلیلی و داده‌محور، و تمرکز بر افشاهای کلیدی نظیر ریسک‌های عملیاتی، سیاست‌های درآمدی و برنامه‌های سرمایه‌گذاری، تصمیمات آگاهانه‌تری اتخاذ کنند و با استفاده از ابزارهای تحلیل پیشرفته و سامانه‌های پایش هوشمند، دقت ارزیابی، پیش‌بینی و نظارت خود بر عملکرد شرکت‌ها را افزایش دهند.

درخصوص بعد «چالش‌های افشای اطلاعات حسابداری» به مدیران و کارشناسان شرکت‌های کارگزاری بورس اوراق بهادار پیشنهاد می‌شود با ایجاد تعادل میان شفافیت اطلاعاتی و حفظ منافع رقابتی، نظام‌های سطح‌بندی افشا متناسب با حساسیت اطلاعات و گروه‌های مخاطب طراحی کنند. بهره‌گیری از آموزش مستمر تحلیل‌گران، مشاوران خبره گزارشگری مالی بین‌المللی، سامانه‌های هوشمند و اتوماسیون گزارشگری می‌تواند دقت و بهره‌وری فرآیندهای تحلیلی را افزایش دهد. همچنین جذب نیروی متخصص در حوزه حسابداری تحلیلی، تحلیل داده و گزارشگری دیجیتال همراه با توسعه زیرساخت‌های فناورانه از اولویت‌های راهبردی محسوب می‌شود.

درخصوص بعد «شناختی» توصیه می‌شود با تقویت زیرساخت‌های آموزشی و ارتقای سواد تحلیلی، سطح ادراک سرمایه‌گذاران نهادی از افشاهای مالی و غیرمالی به‌صورت هدفمند افزایش یابد. به‌کارگیری تحلیل‌های بنیادی و تکنیکال باید بر پایه شناخت دقیق استانداردهای حسابداری، چارچوب‌های گزارشگری مالی و سازوکارهای حاکمیت شرکتی انجام شود تا تصمیم‌گیری‌ها بر واقعیت‌های اطلاعاتی استوار گردد. همچنین با درک عمیق ریسک‌ها و عدم قطعیت‌های اطلاعات افشاشده، ظرفیت پیش‌بینی و تفسیر پیامدهای اقتصادی ارتقا یابد و وزن اطلاعات غیرمالی نظیر ESG به‌طور علمی در مدل‌های ارزش‌گذاری لحاظ شود تا تصمیمات تخصیص منابع با رویکرد بلندمدت‌تری اتخاذ گردد.

درخصوص بعد «احساسی» به مدیران و کارشناسان شرکت‌های کارگزاری بورس اوراق بهادار پیشنهاد می‌شود با در نظر گرفتن نقش پررنگ احساسات در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران، ابزارهای روان‌شناسی مالی و رفتارشناسی بازار را در تحلیل‌های خود به‌کار گیرند. ارزیابی میزان ریسک‌پذیری یا ریسک‌گریزی سرمایه‌گذاران به‌ویژه در شرایط نوسانی، همراه با سنجش احساساتی مانند اعتماد و اطمینان ناشی از شفافیت اطلاعات، می‌تواند به شناسایی الگوهای رفتاری دقیق‌تر و ارائه پیشنهادات سرمایه‌گذاری متناسب کمک کند. همچنین، شفافیت در ارائه اطلاعات و انطباق آن با انتظارات پیشین، حس رضایت و اطمینان را تقویت کرده و انگیزه سرمایه‌گذاری را افزایش می‌دهد.

درخصوص بعد «رفتاری» توصیه می‌شود با تحلیل دقیق رفتار سرمایه‌گذاران، از جمله رفتار گله‌ای و تغییرات در استراتژی‌های نگهداری دارایی، راهبردهایی برای بهینه‌سازی تصمیمات سرمایه‌گذاری تدوین شود. توجه به افق‌های زمانی متفاوت و همسوسازی استراتژی‌ها با اهداف بلندمدت، در کنار بهره‌گیری از ظرفیت گرایش‌های جمعی مانند تشکیل ائتلاف‌های سرمایه‌گذاری، می‌تواند کارایی تصمیمات را ارتقا دهد. همچنین، تقویت نظارت و حاکمیت شرکتی به‌عنوان عاملی مؤثر در کاهش ریسک و تضمین رعایت اصول اخلاقی و قانونی، محیطی باثبات و شفاف ایجاد کرده و اثرات مثبت پایداری بر رفتار سرمایه‌گذاران خواهد داشت.

درخصوص بعد «اطلاعاتی» به مدیران و کارشناسان شرکت‌های کارگزاری بورس اوراق بهادار پیشنهاد می‌شود با بهره‌گیری یکپارچه از منابع اطلاعاتی متنوع شامل گزارش‌های مالی، تحلیل‌های اقتصادی و اخبار سیاسی و اجتماعی، تصمیمات سرمایه‌گذاری را بر پایه داده‌های جامع و معتبر اتخاذ کنند. ضروری است اطلاعات حسابداری افشاشده به‌صورت شفاف، دقیق و قابل مقایسه بین‌دوره‌ای منتشر شود تا ارزیابی وضعیت مالی شرکت‌ها تسهیل گردد. بهبود سرعت و دقت در پردازش داده‌ها، شفافیت ساختاری گزارش‌ها، سهولت دسترسی و بازیابی اطلاعات و استفاده از فناوری‌های نوین برای مدیریت و اعتبارسنجی داده‌ها می‌تواند اعتماد و اتکاپذیری اطلاعات را به شکل چشمگیری افزایش دهد.

درخصوص بعد «نهادی» توصیه می‌شود با درک عمیق الزامات مقرراتی و نظارتی، فرآیندهای داخلی کارگزاری‌ها به‌گونه‌ای تنظیم شود که حداکثر انطباق با استانداردهای حرفه‌ای و الزامات قانونی حاصل گردد. تعامل مستمر و مؤثر با نهادهای تنظیم‌گر مانند سازمان بورس و بانک مرکزی، همراه با پایبندی به اصول حاکمیت شرکتی و تقویت شفافیت و پاسخ‌گویی در ساختار مدیریتی، می‌تواند هماهنگی نهادی و انطباق قانونی را ارتقا دهد. همچنین انسجام شبکه‌های نهادی و گسترش مشارکت‌های سازمانی، بستر لازم برای همکاری‌های مؤثر در بازار و کاهش ریسک‌های قانونی و نظارتی را فراهم کرده و مسیر تحقق رشد پایدار را هموار می‌سازد.

درخصوص بعد «اجتماعی و محیطی» به مدیران و کارشناسان شرکت‌های کارگزاری بورس اوراق بهادار پیشنهاد می‌شود با تمرکز بر سرمایه‌گذاری پایدار و مسئولیت اجتماعی، سیاست‌هایی تدوین کنند که علاوه بر سودآوری، پیامدهای اجتماعی و زیست‌محیطی را نیز مدنظر قرار دهد. این رویکرد می‌تواند اعتبار شرکت‌ها را ارتقا داده و سرمایه‌گذاران آگاه و مسئولیت‌پذیر را جذب کند. همچنین، با توجه به نقش فزاینده مقررات زیست‌محیطی در تصمیمات سرمایه‌گذاری، لازم است

سازوکارهایی برای انطباق با این الزامات و رعایت اصول زیست‌محیطی در فرآیندهای سرمایه‌گذاری به‌کار گرفته شود. درک عمیق از تأثیرات فرهنگی و اجتماعی بر رفتار سرمایه‌گذاران نیز می‌تواند مبنایی برای طراحی استراتژی‌های همسو با ارزش‌های اجتماعی فراهم آورد و به بهبود تصویر برند و جذب منابع مالی پایدار منجر شود.

در کنار محدودیت‌های ذاتی رایج در این‌گونه مطالعات، پژوهش حاضر با چند محدودیت خاص نیز مواجه بوده است. نخست، به دلیل محدودیت زمانی و هماهنگی با خبرگان، دسترسی به تمامی افرادی که می‌توانستند دیدگاه‌های کلیدی در حوزه افشای اطلاعات و درک سرمایه‌گذاران نهادی ارائه دهند، امکان‌پذیر نبود و برخی مصاحبه‌ها با تعداد محدودی از خبرگان واجد شرایط انجام شد. دوم، گردآوری داده‌ها در یک بازه زمانی مشخص و نسبتاً کوتاه انجام گرفت که ممکن است نتایج را تحت تأثیر شرایط خاص بازار سرمایه در همان دوره قرار داده باشد. سوم، تمرکز پژوهش بر جامعه مدیران و کارشناسان شرکت‌های کارگزاری بورس اوراق بهادار باعث شد دیدگاه‌های مستقیم سایر نهادهای مالی فعال در بازار سرمایه ایران، مانند صندوق‌های سرمایه‌گذاری و شرکت‌های بیمه، به‌طور مستقیم در تحلیل‌ها لحاظ نشود. این موارد می‌تواند دامنه تعمیم نتایج را محدود ساخته و ضرورت آزمون مدل در جوامع و بسترهای متنوع‌تر را در پژوهش‌های آتی برجسته کند.

یادداشت‌ها

- | | |
|---------------------------|---------------------|
| 1. Cao | 2. Tanaka & Iwasaki |
| 3. Lin | 4. Choi & Chung |
| 5. Bose | 6. Zhu |
| 7. Song & Xian | 8. Giordino |
| 9. Chen | 10. Zhao |
| 11. Wei | 12. Yao |
| 13. Cheng | 14. Folorunso |
| 15. Purposive Sampling | 16. Braun & Clarke |
| 17. Partial Least Squares | 18. Chin |
| 19. Stone & Geisser | 20. Hair |

منابع

الف. فارسی

- احمدیان، اعظم؛ قلیچ، وهاب. (۱۴۰۳). اثر افشای اطلاعات عمومی بانک‌ها بر سودآوری با توجه به عوامل محیطی اقتصادی. *پژوهش‌ها و سیاست‌های اقتصادی*، ۳۲ (۱۰۹)، ۱۴۰-۱۷۴.
<http://dx.doi.org/10.61186/qjerp.32.109.140>
- انواری رستمی، علی‌اصغر؛ بازاریار، مریم. (۱۴۰۳). تأثیر محدودیت‌های تأمین مالی و سرمایه‌گذاران نهادی بر حساسیت نگهداشت وجوه نقد به جریان‌های نقدی عملیاتی نامتقارن. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۳۱ (۲)، ۲۲۲-۲۵۸.
<https://doi.org/10.22059/acctgrev.2024.367878.1008877>
- آذر، عادل؛ غلامزاده، رسول. (۱۳۹۸). کمترین مربعات جزئی. تهران: نگاه دانش.
- حبیبی، آرش؛ جلال‌نیا، راحله. (۱۴۰۱). *حداقل مربعات جزئی*. تهران: نارون.
- خواجه‌جوی، شکرالله؛ ویسی‌حصار، ثریا؛ غیوری‌مقدم، علی. (۱۴۰۳). تأثیر قدرت مدیرعامل بر خوانایی گزارش‌های مالی با تأکید بر نقش مدیریت سود و سرمایه‌گذاران نهادی. *مجله دانش حسابداری*، ۱۵ (۴)، ۱-۲۰.
<https://doi.org/10.22103/jak.2024.22274.3953>
- دادار، ام‌البنین؛ روشن دوست، ملیحه. (۱۴۰۳). بررسی رابطه بین گرایش احساسی سرمایه‌گذاران و محرک‌های بازار سهام محورهای موضوعی، *پژوهشنامه اقتصاد و کسب و کار*، ۱۵ (۳۴)، ۱۰-۸۹.
<https://doi.org/https://doi.org/10.82247/jebr.2025.1121851>
- ستایش، محمدحسین؛ شمس‌الدینی، کاظم. (۱۴۰۳). بررسی رابطه بین گرایش احساسی سرمایه‌گذاران و محرک‌های بازار سهام. *پژوهشنامه اقتصاد و کسب و کار*، ۱۵ (۳۴)، ۸۹-۱۰۲.
- سنگ‌بهرام، حسین؛ مجیدی‌فر، مجید. (۱۴۰۳). افشای اطلاعات حسابداری محیط زیست در صنعت فولاد. *پژوهش‌های جدید در مدیریت و حسابداری*، ۳ (۹)، ۱۹-۳۱.
<https://civilica.com/doc/2103583>
- صمدی، سیدامین؛ خوشکار، فرزین. (۱۴۰۲). رابطه کیفیت سیستم‌های گزارشگری مالی و سرمایه‌گذاران نهادی در شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران. *چشم‌انداز حسابداری و مدیریت*، ۶ (۸۷)، ۱۰۱-۱۱۶.
https://www.jamv.ir/article_192699.html
- عزیزی، کیوان؛ ایوانی، فرزاد؛ عبدی، حدیث؛ دلاوری، سیدجواد. (۱۴۰۳). اثر توانایی مدیران بر رابطه بین کیفیت اطلاعات حسابداری و رفتار و عملکرد معاملاتی سرمایه‌گذاران. *قضاوت و تصمیم‌گیری در حسابداری*، ۳ (۹)، ۱-۳۰.

قلعه، زهرا؛ دستگیر، محسن. (۱۴۰۲). تأثیر سرمایه‌گذاران نهادی بر رابطه بین کیفیت گزارشگری حسابداری و هزینه سرمایه. *تحقیقات حسابداری و حسابرسی*، ۱۵(۵۷)، ۲۸-۵.

<https://doi.org/10.22034/iaar.2023.172750>

محمدی، محمد؛ خالقی‌محمدی، شهره. (۱۴۰۳). بررسی ارتباط بین بی توجهی سرمایه‌گذاران نهادی، کیفیت اقلام تعهدی و محافظه کاری مشروط. *حسابداری و شفافیت مالی*، ۲(۱)، ۱۱۱-۱۳۱.

مقصودی، نصراله؛ گلشاهی‌چمندانی، محمد. (۱۴۰۲). حاکمیت شرکتی، افشای اطلاعات و حساسیت جریان سرمایه‌گذاری جریان وجوه نقد، هفدهمین کنفرانس ملی اقتصاد، مدیریت و حسابداری، شیروان. <https://civilica.com/doc/1898302>

ندیری، محمد؛ پناهیان، حمیدرضا. (۱۴۰۳). احساسات عقلانی و غیرعقلانی سرمایه‌گذاران و بازده بازار سهام: شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران، *تحقیقات مالی*، ۷(۲۶)، ۶۰۰-۶۲۹.

<https://doi.org/10.22059/frj.2023.337938.1007292>

ولیان، حسن؛ صفری‌گرایلی، مهدی؛ رضائی پیتنه نویی، یاسر. (۱۴۰۰). افق سرمایه‌گذاری سهامداران نهادی و کوتاه‌بینی مدیریتی. *بوس اوراق بهادار*، ۱۴(۵۶)، ۲۶۹-۲۹۶.

<https://doi.org/10.22034/jse.2020.11295.1493>

ب. انگلیسی

Ahmadian, A., Ghelich, V. (2024). The effect of banks' public information disclosure on profitability with respect to economic environmental factors. *Economic Research and Policy*, 32 (109), 140-174. (In Persian)

Anvarrostami, A.A., Baziar, M. (2024). The effect of financing constraints and institutional investors on the sensitivity of cash holdings to asymmetric operating cash flows. *Accounting and Auditing Reviews*, 31 (2), 222-258. (In Persian)

Azar, A., Gholamzadeh, R. (2020). *Partial least squares*. Tehran: Negah Danesh. (In Persian)

Azizi, K., Ivani, F., Abdi, H., Delavari, S. J. (2024). The Effect of Managerial Ability on the Relationship Between the Quality of Accounting Information and Investors' Trading Behavior and Performance. *Judgment and Decision Making in Accounting*, 3 (9), 1-30. (In Persian)

Bose, S., Lim, E. K., Minnick, K., & Shams, S. (2024). Do foreign institutional investors influence corporate climate change disclosure quality? International evidence. *Corporate Governance: An International Review*,

- 32(2), 322-347. <https://doi.org/10.1111/corg.12535>
- Braun, V., & Clarke, V. (2022). *Thematic analysis: A practical guide*. Sage.
- Cao, Z., Du, X., & Zhao, L. (2025). Institutional investors' information access and executive pay gaps: Evidence from corporate site visits in China. *Pacific-Basin Finance Journal*, 90, 662-671. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2025.102671>
- Chen, C. C., Ho, K. C., Li, H. M., & Yu, M. T. (2023). Impact of information disclosure ratings on investment efficiency: Evidence from China. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 60(2), 471-500. <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4386718>
- Cheng, H., Cao, A., Hong, C., Liu, D., & Wang, M. (2025). Can green investors improve the quality of corporate environmental information disclosure?. *International Review of Economics & Finance*, 103901. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2025.103901>
- Chin, W. W. (1998). The partial least squares approach to structural equation modeling. *Modern methods for business research*, 295(2), 295-33.
- Choi, W., & Chung, C. Y. (2023). Does better firm information disclosure enhance institutional blockholder monitoring on information asymmetry? Evidence from 10-K readability. *International Review of Financial Analysis*, 90, 882-899. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2023.102899>
- Cohen, J. E. (2013). *Statistical Power Analysis for the Behavioral Sciences*. Hillsdale, NJ: Lawrence Erlbaum Associates, Inc.
- Cohen, S., Kadach, I., & Ormazabal, G. (2023). Institutional investors, climate disclosure, and carbon emissions. *Journal of Accounting and Economics*, 76(2-3), 101640. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2023.101640>
- Dadar, U.B., Roshan Doost, M. (2024). Investigating the relationship between investors' emotional orientation and stock market drivers. Thematic axes, *Journal of Economics and Business*, 15(34), 10-89. (In Persian)
- Folorunso, A., Okwu, T. A., Johnson, E., & Jones, U. (2024). Accounting information disclosure: How far is so far. *International Journal of Professional Business Review*, 9(4), 2. <https://doi.org/10.26668/businessreview/2024.v9i4.4298>
- Ghale, Z., Dastgir, M. (2023). The effect of institutional investors on the relationship between accounting reporting quality and cost of capital. *Accounting and Auditing Research*, 15(57), 5-28. (In Persian)
- Giordino, D., Jabeen, F., Nirino, N., & Bresciani, S. (2024). Institutional investors ownership concentration and its effect on disclosure and transparency of sustainable development goals. *Technological Forecasting*

- and Social Change, 200, 123132. <https://doi.org/10.1016/j.techfore.2023.123132>
- Habibi, A., Jalalnia, R. (2022). Partial Least Squares. Tehran: Naroon. (In Persian)
- Hair Jr, J. F., Hult, G. T. M., Ringle, C. M., & Sarstedt, M. (2021). *A primer on partial least squares structural equation modeling (PLS-SEM)*. Sage publications.
- Holsti, O. R. (1969). *Content analysis for the social sciences and humanities*, Reading, MA: Addison-Wesley.
- Khajoui, Sh., Vaisi-Hesar, S., Ghyori-Moghaddam, A. (2024). The Effect of CEO Power on the Readability of Financial Reports with Emphasis on the Role of Earnings Management and Institutional Investors. *Journal of Accounting Knowledge*, 15(4), 1-20. (In Persian)
- Lin, P. T., Li, P., & Akbar, A. (2024). Examining the influence of institutional investors on the readability of environmental disclosure in CSR reports of Chinese listed firms. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 31(2), 1254-1267. <https://doi.org/10.1002/csr.2629>
- Lincoln, Y. S., & Guba, E. G. (1985). *Naturalistic Inquiry*. Beverly Hills, CA: Sage Publications, Inc.
- Maghsoudi, N., Golshahi-Chamandani, M. (2023). Corporate governance, information disclosure and cash flow investment sensitivity, 17th National Conference on Economics, *Management and Accounting*, Shirvan. (In Persian)
- Miller, E., Cross, L., & Lopez, M. (2010). Sampling in qualitative research. *FBB research group*, 19(3), 249-261. [http://dx.doi.org/10.1016/S0001-2092\(06\)61990-X](http://dx.doi.org/10.1016/S0001-2092(06)61990-X)
- Mohammadi, M., Khaleghi-Mohammadi, Sh. (2024). Investigating the relationship between institutional investor inattention, accrual quality and conditional conservatism. *Accounting and Financial Transparency*, 2(1), 111-131. (In Persian)
- Nadiri, M., Panahian, H. (2024). Rational and irrational investor sentiments and stock market returns: Evidence from Tehran Stock Exchange, *Financial Research*, 7 (26), 600-629. (In Persian)
- Samadi, S. A., Khoshkar, F. (2023). The Relationship between the Quality of Financial Reporting Systems and Institutional Investors in Companies on the Tehran Stock Exchange. *Accounting and Management Perspective*, 6(87), 101-116. (In Persian)

- Sang-Bahram, H., Majidifar, M. (2024). Disclosure of Environmental Accounting Information in the Steel Industry. *New Research in Management and Accounting*, 3(9), 19-31. (In Persian)
- Setayesh, M.H., Shams-aldini, K. (2024). Investigating the Relationship Between Investors' Emotional Orientation and Stock Market Stimuli. *Journal of Economics and Business*, 9(34), 89-102. (In Persian)
- Song, Y., & Xian, R. (2024). Institutional investors' corporate site visits and firm-level climate change risk disclosure. *International Review of Financial Analysis*, 93, 103145. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2024.103145>
- Tanaka, W., & Iwasaki, M. (2023). Homogeneity and Heterogeneity in How Institutional Investors Perceive Corporate and Securities Regulations. *European Business Organization Law Review*, 24(3), 507-554. <https://doi.org/10.1007/s40804-022-00260-4>
- Valian, H., Safari-Grayli, M., Rezaei-Pite-Noui, Y. (2021). The Investment Horizon of Institutional Shareholders and Managerial Shortsightedness. *Journal of Securities Exchange*, 14 (56), 269-296. (In Persian)
- Wei, L., & Chengshu, W. (2024). Company ESG performance and institutional investor ownership preferences. *Business Ethics, the Environment & Responsibility*, 33(3), 287-307. <https://doi.org/10.1111/beer.12602>
- Yao, J., Bo, Q., & Zhang, Y. (2025). Corporate Digital Transformation and Environmental Accounting Information Disclosure: A Dual Examination of Internal Empowerment and External Monitoring. *Sustainability*, 17(7), 2898. <https://doi.org/10.3390/su17072898>
- Zhao, J., Qu, J., Wei, J., Yin, H., & Xi, X. (2023). The effects of institutional investors on firms' green innovation. *Journal of Product Innovation Management*, 40(2), 195-230. <http://dx.doi.org/10.1111/jpim.12652>
- Zhu, F., Fan, H., & Zheng, Z. (2025). The Disclosure Fog: Institutional Investors and Corporate Greenwashing. *International Journal of Finance & Economics*, 19(4), 177-195. <https://doi.org/10.1002/ijfe.3096>