



بررسی رابطه بین افشای گزارشگری پایداری و عملکرد IPO

رحمان دوستیان

استادیار گروه حسابداری، واحد خرم‌آباد، دانشگاه آزاد اسلامی، خرم‌آباد، ایران

غزل رضایی

دانشجوی کارشناسی ارشد، گروه حسابداری، واحد خرم‌آباد، دانشگاه آزاد اسلامی، خرم‌آباد، ایران

تاریخ دریافت: ۱۴۰۱/۰۵/۰۳ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۳/۰۶/۰۸

چکیده

هدف اصلی این پژوهش بررسی رابطه بین افشای گزارشگری پایداری و عملکرد IPO در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. بنویسید جامعه آماری این پژوهش، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۱۳۹۷-۱۴۰۱ می‌باشد که با توجه به نمونه‌گیری به صورت حذف سیستماتیک ۷۵ شرکت به عنوان نمونه آماری انتخاب شد. بررسی داده‌های گردآوری شده با نرم افزار Eviews13 و آزمون‌های رگرسیون داده‌های ترکیبی انجام پذیرفت. در کل نتایج حاصل از آزمون فرضیه پژوهش نشان داد که بین افشای گزارشگری پایداری و عملکرد IPO رابطه معناداری وجود دارد. با توجه به یافته‌های پژوهش می‌توان گفت که استفاده‌کنندگان از اطلاعات مالی شرکت به‌ویژه به سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان، هنگام تصمیم‌گیری در خصوص بازده سهام و تعیین نرخ بازده مورد انتظار به افشای گزارشگری پایداری توجه ویژه‌ای داشته باشند؛ زیرا شرکت‌هایی که افشای گزارشگری پایداری مناسبی دارند این شرکت‌ها از عملکرد سهام بالایی برخوردار هستند که این موضوع باعث کاهش ریسک شرکت می‌گردد. در نهایت این پژوهش برای اولین بار رابطه بین افشای گزارشگری پایداری و عملکرد IPO در شرکت‌های ارائه‌کننده عرضه اولیه را بررسی می‌کند.

واژه‌های کلیدی: گزارشگری پایداری، عملکرد، بورس، سهام خصوصی، IPO.

۱- مقدمه

در طول سال‌های گذشته، سرمایه‌گذاران هنگام تصمیم‌گیری برای تخصیص پول برای سرمایه‌گذاری، عوامل افشای گزارشگری پایداری را همراه با شاخص‌های سنتی مالی و اقتصادی در نظر می‌گرفتند (بلتون و همکاران، ۲۰۱۱). تعداد فزاینده‌ای از شرکت‌ها اذعان می‌کنند که اولویت دادن به محیط زیست، نیازهای کارکنان و منافع جوامع محلی منطبق مالی است در سال‌های اخیر، اهمیت عوامل افشای گزارشگری پایداری برای شرکت‌ها منجر به افزایش علاقه شده است تا جایی که امروزه داشتن یک عضو تیم مدیریت ارشد با عنوان "ESG^۱" رایج است (داتنا و همکاران، ۲۰۲۴). محققان همچنین به‌طور فزاینده‌ای تأثیر مثبت افشای گزارشگری پایداری را بر عملکرد مالی و قیمت سهام شرکت‌ها تشخیص داده‌اند. به‌عنوان مثال، تحقیقات نشان داده است که رتبه‌بندی‌های گزارشگری پایداری بالاتر با هزینه‌های سرمایه پایین‌تر، ارزش‌گذاری بیشتر شرکت و سودآوری بالاتر مرتبط است. علاوه بر این، کریفو و همکاران (۲۰۱۵) نشان دادند که شرکت‌های سهام خصوصی تنها مقدار کمی از بودجه را برای خرید شرکت‌هایی با شیوه‌های افشای گزارشگری پایداری ضعیف به دلیل بازده مورد انتظار کمتر سرمایه‌گذاری اختصاص می‌دهند. دلایل متعددی برای همبستگی مثبت بین ESG و عملکرد و ارزش شرکت وجود دارد (کراسول و همکاران، ۲۰۲۴). دیمسون و همکاران (۲۰۱۵) دریافتند که توجه ویژه شرکت به عناصر افشای گزارشگری پایداری تأثیر مهم و مثبتی بر عناصری مانند مشتری و وفاداری کارکنان که عناصری است که توسط سرمایه‌گذاران قدردانی می‌شود. لینز و همکاران (۲۰۱۷) اثر مثبت افشای گزارشگری پایداری را بر سرمایه اجتماعی و اعتماد شرکت‌ها نشان می‌دهند که ارزش بالاتر آن شرکت‌ها را در طول یک بحران احتمالی اطمینان توجیه می‌کند.

علاقه سرمایه‌گذاران به عوامل افشای گزارشگری پایداری باعث توسعه استراتژی‌های سرمایه‌گذاری بهبود یافته افشای گزارشگری پایداری و ایجاد ابزار سرمایه‌گذاری اختصاصی شده است. برخی از سرمایه‌گذاران اکنون از سرمایه‌گذاری در صنایعی که مشخص می‌شود ویژگی‌های گزارشگری پایداری ضعیفی دارند، با تأثیرات بالقوه بر محیط اطلاعاتی اطراف آن شرکت‌ها خودداری می‌کنند. در راستای این مشاهدات، هونگ و کاکرچیک (۲۰۰۹) دریافتند که شرکت‌هایی که در بخش‌های تولیدی تنباکو و فعالیت‌های ورزشی فعالیت می‌کنند، مالکیت نهادی و پوشش تحلیل‌گر کمتری نسبت به سایر صنایع دارند. یک مطالعه اخیر که رابطه بین افشای گزارشگری پایداری و قیمت سهام را بررسی می‌کند نشان می‌دهد که یک استراتژی کوتاه مدت با استفاده از سیگنال‌های کمی قیمت‌گذاری نادرست زمانی که برای سهام مورد علاقه شرکت‌های درگیر در سرمایه‌گذاری ESG اعمال می‌شود، بازده بالاتری ایجاد می‌کند. نویسندگان پیشنهاد می‌کنند که سرمایه‌گذاران ESG که وزن بیشتری بر عملکرد افشای گزارشگری پایداری می‌گذارند (چریستی، ۲۰۲۴)، نسبت به سرمایه‌گذارانی که عوامل افشای گزارشگری پایداری را در ارزیابی سرمایه‌گذاری‌های خود کاهش می‌دهند، نسبت به سیگنال‌های نادرست قیمت‌گذاری کمی حساس‌تر هستند. عرضه‌های عمومی اولیه (IPO) رویدادهای مهمی در تکامل شرکت‌های جدید و بزرگ هستند، زمانی که سهام آن‌ها برای اولین بار به سرمایه‌گذاران نهادی و خرد فروخته می‌شود تا متعاقباً در یک یا چند

^۱ عوامل محیطی، اجتماعی و حاکمیتی

بورس معامله شوند (قالیباف اصل و همکاران، ۲۰۲۱). آن‌ها سرمایه جدید سهام را برای سرمایه‌گذاری در پروژه‌های شرکت‌های بزرگ و کوچک فراهم می‌کنند و به بنیان‌گذاران و سرمایه‌گذاران سهام خصوصی امکان می‌دهند تا برخی از بازده سهام اولیه خود را در شرکت به دست آورند. علاوه بر این، آن‌ها نقدینگی را برای سرمایه‌گذاران فعلی و آینده تسهیل می‌کنند که برای گسترش پایگاه سرمایه‌گذار شرکت و همچنین برای افزایش سرمایه با رشد شرکت مفید است (هامن و همکاران، ۲۰۲۴). بورس اوراق بهادار به‌عنوان نماد بازار سرمایه ایران، تأثیرپذیری زیادی از تغییر چرخه‌های اقتصادی دارد. مدیران سرمایه‌گذاری و سایر اشخاص حقیقی و حقوقی که در این بازار به معاملات سهام و سایر دارایی‌های مالی می‌پردازند، برای حفظ و افزایش ارزش سبد سرمایه‌گذاری‌های خود نیاز به بررسی عوامل مختلف مؤثر بر بازده سرمایه‌گذاری دارایی‌های مالی خود تحت شرایط مختلف اقتصادی دارند (حائری نسب و همکاران، ۲۰۲۴). در سال‌های اخیر شرکت‌های بزرگ و کوچک بسیاری با انتشار سهام جدید برای اولین بار وارد بورس اوراق بهادار تهران شده‌اند. از آنجا که منابع در اختیار این شرکت‌ها برای استفاده از فرصت‌های جدید سرمایه‌گذاری کافی نیست یکی از اهداف اساسی واحدهای اقتصادی برای ورود به بازار سرمایه، تأمین مالی جهت رشد و توسعه و دستیابی به اهداف بلندمدت از پیش تعیین شده است (ساگیا، ۲۰۲۳). در صورتیکه واحد اقتصادی به اندازه کافی بزرگ باشد و سابقه مدونی داشته باشد که نشان دهد آن واحد می‌تواند روی پای خودش بایستد و قدرت کسب سود و درآمد دارد، عرضه سهام به مراتب ساده‌تر خواهد بود. علاوه بر آن مجموعه عوامل مدیریت و سیستم اطلاعاتی لازم نیز باید برای تجهیز واحد اقتصادی جهت ورود به بازار سرمایه و اطلاع‌رسانی به متقاضیان احتمالی خرید سهام وجود داشته باشد. از طرفی در صورتی که بازار سرمایه کارآمد و فعال بوده و دارای مکانیزم مشخص و سازمان یافته‌ای باشد که بتواند نقدینگی کافی برای سهام عرضه شده را جذب کند، عرضه‌کنندگان سهام جدید به راحتی می‌توانند سهام خود را در بورس اوراق بهادار جهت فروش به عامه مردم ارائه دهند.

بازده کوتاه مدت عرضه‌های اولیه نسبت به بازده کوتاه مدت شاخص بورس در همان مقطع زمانی، بیشتر است و از این پدیده تحت عنوان قیمت‌گذاری زیر ارزش ذاتی در عرضه‌های اولیه یاد می‌شود. بدیهی است که عامل اصلی در انجام این مبادلات و انتقال وجوه از یک گروه به گروه دیگر قیمت سهام می‌باشد. صدها شرکت با انتشار سهام برای اولین بار وارد بازار سرمایه می‌شوند. معمولاً این شرکت‌ها آنقدر سریع رشد می‌کنند که منابع رایج وجوه (مانند: وام‌های بانکی سود انباشته و سرمایه مالکان) اغلب برای تأمین مالی توسعه شان، کافی نیست (حائری نسب و همکاران، ۲۰۲۴). در سال‌های اخیر، توجه فزاینده‌ای به نقش عوامل افشای گزارشگری پایداری در صنعت مالی شده است. اهمیت فزاینده افشای گزارشگری پایداری نتیجه افزایش آگاهی و نگرانی در مورد تأثیر شرکت‌ها بر محیط زیست و جامعه و همچنین این باور است که شیوه‌های قوی افشای گزارشگری پایداری می‌تواند منجر به عملکرد مالی بلندمدت بهتر شود. در این زمینه، افشای گزارش پایداری نقشی حیاتی در بازارهای سرمایه ایفا می‌کند، زیرا به سرمایه‌گذاران کمک می‌کند تا تصمیمات آگاهانه‌ای در مورد شرکت‌ها و پتانسیل رشد آن‌ها بگیرند. هدف این پژوهش نشان دادن اهمیت افشای دانش از نظر اطلاعات افشای گزارشگری پایداری در بازارهای سرمایه و تأثیر آن بر ارزش شرکت، به‌ویژه در قیمت‌گذاری کمتر در طول عرضه

اولیه عمومی بود. با توجه به اهمیت عرضه‌های اولیه در بورس تهران و بررسی پیرامون عرضه‌های اولیه ضروری به نظر می‌رسد.

اکنون، سرمایه‌گذاران برای سرمایه‌گذاری شرکت‌هایی را انتخاب می‌کنند که نه تنها از نظر مالی سودآور هستند، بلکه در افق بلندمدت نیز پایدار هستند (بیسواس و جوشا، ۲۰۲۳)؛ بنابراین، این سرمایه‌گذاران عوامل ESG را همراه با شاخص‌های اقتصادی سنتی برای فرض تصمیمات سرمایه‌گذاری در نظر می‌گیرند (فلوی و همکاران، ۲۰۲۴). در شرایط فعلی، می‌توان عوامل ESG را به‌عنوان عناصر حیاتی برای انتخاب‌های به اصطلاح «تأمین‌کننده سرمایه» تعریف کرد (داتا و همکاران، ۲۰۲۴). با توجه به این موضوع، شرکت‌هایی که تصمیم می‌گیرند در یک بازار مالی فهرست شوند، می‌توانند شانس بیشتری برای موفقیت در انعقاد عرضه اولیه داشته باشند که نشان‌دهنده توانایی بهتر برای اجرای گذار به یک تجارت پایدار است. در مورد شرکت‌های خصوصی، داده‌های مربوط به شرکت‌های IPO اغلب ناقص است. مجموعه محدودی از داده‌ها باعث نابرابری اطلاعاتی بین پذیره‌نویسان و صادرکنندگان می‌شود. عملکرد کوتاه مدت عرضه اولیه سهام (IPO) یکی از مباحثی است که همواره مورد بحث و تحقیق در ادبیات مالی بوده است. به دلیل بازده کوتاه مدت غیرعادی سهام اولیه و افت قیمت در بلندمدت، تئوری‌های متعددی شکل گرفته است که در ادبیات مالی شواهدی هم سو و یا مخالف این نظریه‌ها ارائه شده است. در تحقیقات زیادی که بر روی عرضه اولیه سهام صورت گرفته، پدیده بازده کوتاه مدت غیرعادی IPO و افت قیمت در بلندمدت یا عملکرد بلندمدت عرضه اولیه سهام در اکثر کشورها مشاهده شده است (ماریانی و همکاران، ۲۰۲۳)؛ بنابراین هدف پژوهش حاضر بررسی رابطه بین افشای گزارشگری پایداری و عملکرد IPO می‌باشد؛ بنابراین سؤال اصلی پژوهش حاضر این است که آیا بین افشای گزارشگری پایداری و عملکرد IPO رابطه معناداری وجود دارد؟

در ادامه ساختار پژوهش حاضر شامل، مبانی نظری و پیشینه پژوهش، فرضیه‌های پژوهش، مدل پژوهش و شیوه اندازه‌گیری متغیرهای پژوهش، روش‌شناسی پژوهش، یافته‌ها، بحث و بررسی و نتیجه‌گیری می‌باشد.

پیشینه پژوهش

عرضه اولیه عمومی^۱

اصطلاح عرضه اولیه عمومی از اواخر دهه ۱۹۹۰ با رونق گرفتن بازار سهام در متن سخنرانی‌ها و ادبیات بازار سرمایه رواج بیشتری یافته است. به‌طور کلی اولین فروش سهام یک شرکت به عموم مردم را عرضه اولیه عمومی می‌نامند. شرکت‌ها می‌توانند از طریق استقراض یا انتشار سهام به سرمایه خود بیافزایند. عرضه اولیه سهام فرآیندی است که طی آن شرکت، برای اولین با سهام خود را به عموم عرضه می‌نماید به عبارت دیگر تا قبل از عرضه اولیه، شرکت سهام خود را برای عموم منتشر ننموده است. به‌طور کلی شرکت‌ها را می‌توان به دو گروه سهامی خاص و عام تقسیم نمود. معمولاً خریداری سهام شرکت‌های خصوصی کار چندان ساده‌ای نمی‌باشد؛ اما در شرکت‌های سهامی عام می‌توان حتی سهم کوچکی از سهام را خریداری و یا به فروش رساند و معمولاً چنین

^۱- IPO

سهامی در بورس اوراق بهادار، قابل داد و ستد می‌باشند. بسیاری از شرکت‌های سهامی عام دارای هزاران سهامدار بوده و بر اساس قوانین و مقررات مشخصی اداره می‌گردند، هیأت مدیره این‌گونه شرکت‌ها نیز ملزم به ارائه گزارشات مالی به‌طور سالانه، فصلی و ماهیانه در صورت بروز رخداد مالی با اهمیت می‌باشند. در ایالات متحده آمریکا شرکت‌های سهامی عام گزارشات خود را به کمیسیون بورس و اوراق بهادار ارائه می‌دهند و در سایر کشورها نیز شرکت‌های عام توسط ترجمان‌های مشابه کمیسیون بورس و اوراق بهادار نظارت می‌گردند. از نقطه نظر سرمایه‌گذاران، یکی از نکات قابل توجه در شرکت‌های سهامی عام این است که سهام چنین شرکت‌هایی همانند سایر کالاها در بازارهای باز، قابل معامله و خرید و فروش می‌باشد (ماریانی و همکاران، ۲۰۲۳).

گزارشگری پایداری

نظریه ذینفعان مفاهیمی را ارائه می‌دهد که چگونه انتظارات ذینفعان به‌وسیله بنگاه‌های اقتصادی مدنظر قرار گرفته و هدایت شود. این نظریه دارای شاخه‌های اخلاقی (دستوری) و مدیریتی است. شاخه اخلاقی بیان می‌کند که ذینفعان حق دارند تا سازمان با آن‌ها منصفانه رفتار کند و این موضوع به میزان تأثیرگذاری ذینفع در امور شرکت، ارتباطی ندارد. ذینفعان حقوق ذاتی دارند (به‌عنوان نمونه، کار کردن در شرایطی امن، پرداخت منصفانه و غیره) و این حقوق نباید مورد تعدی قرار گیرد. طبق شاخه مدیریتی هر چه ذینفعان برای سازمان مهم‌تر باشند تلاش بیشتری برای ایجاد رابطه با آن‌ها انجام می‌شود. سازمان به تمام ذینفعان به‌طور یکسان پاسخ نخواهد داد، بلکه فقط به آن دسته پاسخ می‌دهد که فرض می‌شود قدرتمند هستند. در واقع، قدرت ذینفعان و نیازهای اطلاعاتی آن‌ها می‌تواند سطوح و انواع افشا را تعیین کند. گروه‌های خاص ذینفعان می‌توانند نسبت به دیگران در تقاضا برای افشا اطلاعات در مورد مسئولیت اجتماعی در اولویت باشند (خواجوی و اعتمادی، ۱۳۹۴). شرکت‌ها نباید فقط نیازها و خواسته‌های سهامداران خود را مورد توجه قرار دهند؛ بلکه باید به خواسته‌های همه ذینفعان خود برای کسب موفقیت پایدار توجه نمایند (کلمنت، ۲۰۰۵). ادبیات پژوهش همچنین نشان می‌دهد که تحقیقات معدودی در زمینه متغیرهای پژوهش انجام گرفته شده است. به‌طوری که فری و همکاران (۲۰۲۳) در پژوهشی با بررسی رابطه بین افشای گزارشگری پایداری و عملکرد IPO نشان داد که انتشار یک گزارش پایدار قبل از عرضه اولیه عمومی با کاهش آن، تأثیر مثبتی بر کاهش قیمت‌گذاری دارد. سویتز و همکاران (۲۰۲۲) در پژوهش خود شواهد جدیدی در مورد تعامل بین اندازه شرکت و کاهش قیمت اولیه سهام (IPO) در بازارهای ایالات متحده و کانادا گزارش شده است که اثر اندازه بر عملکرد برای دوره‌های بیش از شش ماه از زمان عرضه اولیه سهام در هر دو کشور آشکار نیست، مطابق با اثرات چاشنی که عدم تقارن اطلاعات را در بین شرکت‌ها در افق‌های سرمایه‌گذاری طولانی‌تر کاهش می‌دهد. ممتاز (۲۰۲۱) در پژوهشی خود نشان دادند که سبب بودن شرکت بر بازده اولیه و عملکرد ضعیف IPO ها تأثیر منفی می‌گذارد. چان (۲۰۲۰) در پژوهشی با بررسی بازده غیرعادی و بلندمدت عرضه‌های اولیه نشان دادند که اندازه شرکت و طبقه‌بندی صنعت تأثیرات قابل توجهی بر قیمت‌گذاری پایین دارد. شرکت‌های کوچک قدرت چانه‌زنی ضعیفی در مورد قیمت‌های عرضه دارند. همچنین صنعت حمل و نقل، پلاستیک و الکترونیک قیمت پایین‌تری دارند. صنعت الکترونیک دوره ماه

عسل طولانی‌تری دارد. علاوه بر این، اندازه شرکت بر طول مدت عسل تأثیر می‌گذارد. شرکت‌های بزرگ‌تر تمایل دارند قیمت‌گذاری کمتری را تجربه کنند. جان‌دیک (۲۰۲۰) در پژوهشی با بررسی سرمایه اجتماعی مدیر عامل و عملکرد نشان دادند که معاملات فروش داخلی پس از عرضه اولیه سهام توسط مدیران عامل با سرمایه اجتماعی بالاتر، با بازده سهام غیرعادی به میزان قابل توجهی پایین‌تر انجام می‌شود و همچنین احتمال جایگزینی آن مدیران عامل به دنبال عملکرد بلندمدت ضعیف پس از عرضه اولیه عمومی کمتر است. در پژوهش‌های داخلی هاشمی گهر و همکاران (۱۴۰۱) در بررسی تأثیر افشای پایداری شرکت بر هزینه حقوق صاحبان سهام و ریسک غیر سیستماتیک نشان دادند که بین افشای پایداری و هزینه حقوق صاحبان سهام و ریسک غیر سیستماتیک رابطه منفی و معناداری وجود دارد. به این معنی که با افزایش افشای پایداری، ریسک غیر سیستماتیک و هزینه حقوق صاحبان سهام کاهش پیدا می‌کند. خلیفه سلطانی و علیشاهی بجستانی (۱۴۰۱) در پژوهشی با بررسی رابطه بین افشای پایداری شرکت و ریسک شرکت نشان دادند بین ریسک سیستماتیک و افشای پایداری رابطه معناداری وجود دارد. همچنین بین ریسک کل و افشای پایداری و همچنین بین ریسک غیرسیستماتیک و افشای پایداری رابطه معناداری وجود ندارد. همچنین قائمی (۱۳۹۹) در پژوهشی با عنوان بررسی بازده کوتاه مدت سهام شرکت‌های جدیدالورود به بورس اوراق بهادار تهران نشان داد که بین متغیرهایی هم چون شرایط بازار و وجود شرکت‌های مشابه با بازده غیرعادی سهام رابطه وجود دارد.

فرضیه پژوهش

در این تحقیق جهت روشن شدن چگونگی رابطه افشای گزارشگری پایداری و عملکرد بازده IPO و با توجه به مطالب از پیش گفته و مبانی نظری، پژوهش فرضیه‌ی به شرح زیر مطرح می‌گردد:

بین افشای گزارشگری پایداری و عملکرد بازده IPO رابطه معناداری وجود دارد.

روش‌شناسی پژوهش

پژوهش حاضر، از جهت هدف اجرا "کاربردی"، از جهت نوع داده "کمی"، از جهت زمان اجرا "توصیفی، علی و مقایسه‌ای"، از جهت منطق اجرا "استقرایی" و از جهت نحوه اجرا "توصیفی، پیمایشی و از نوع همبستگی" می‌باشد. جامعه آماری این پژوهش را کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بر می‌گیرد. شرکت‌های مورد مطالعه بدین صورت انتخاب گردیده‌اند؛ ابتدا کلیه شرکت‌های عرضه اولیه عمومی در بورس اوراق بهادار تهران در پایان سال ۱۳۹۷ تا ۱۴۰۱ فهرست گردیده، سپس از میان آن‌ها شرکت‌هایی انتخاب شده‌اند که تمامی شرایط زیر را دارا باشند و آن دسته از شرکت‌های پذیرفته شده که شرایط لازم (شرکت‌های که اطلاعات آن‌ها در بخش تعریف متغیرها در دسترس باشد، شرکت‌ها باید قبل از سال ۹۷ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند. شرکت‌ها در طول دوره مورد بررسی توقف عملیات بیش از سه ماه نداشته باشند. شرکت‌هایی که پایان سال مالی آن‌ها به پایان اسفندماه ختم می‌شود. شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه-های مالی، هلدینگ، بیمه و بانک نباشند. شرکت طی دوره مورد بررسی تغییر سال مالی نداشته باشند. در پایان

۷۵ شرکت به عنوان نمونه پژوهش باقی مانده و مورد بررسی قرار گرفته‌اند) را نداشته‌اند از جامعه آماری مورد مطالعه حذف گردیده‌اند. در جدول ۱ انتخاب نمونه پژوهش شرح داده شده است.

جدول ۱. چگونگی انتخاب شرکت‌های مورد مطالعه در پژوهش

شرح	تعداد	ملاحظات
اعضای جامعه آماری در پایان سال ۱۴۰۱	۱۰۸	جمع کل
شرکت‌های که اطلاعات آن‌ها در بخش تعریف متغیرها در دسترس نباشد.	(۱۱)	فیلتر
شرکت‌ها در طول دوره مورد بررسی توقف عملیات بیش از سه ماه داشته باشند.	(۲۱)	فیلتر
جمع شرکت‌های حذف شده از جامعه آماری	(۳۳)	کل فیلتر
جمع شرکت‌های عضو نمونه	۷۵	مانده

مدل پژوهش و شیوه اندازه‌گیری متغیرهای پژوهش

در این پژوهش افشای گزارشگری پایداری متغیر مستقل، عملکرد IPO به عنوان متغیر وابسته شناسایی شده‌اند؛ که به صورت زیر به توصیف هر یک از این متغیرها خواهیم پرداخت.

متغیر مستقل؛ (افشای گزارشگری پایداری)

افشای گزارشگری پایداری (ESG):

برای ثبت شیوه‌های افشای پایداری، ابتدا، ما از یک متغیر شاخص (GRIRreport) استفاده می‌کنیم که اگر یک شرکت نمونه گزارش پایداری GRI را در طول سال نمونه منتشر کند، برابر با یک است و در غیر این صورت صفر. این امتیازات بر اساس میزان گزارش‌های افشای ESG شرکت‌ها است، با نمرات بالاتر نشان‌دهنده سطح بالاتری از اطلاعات ESG افشا شده است؛ که در ایران به این صورت اندازه‌گیری می‌شود. سطح گزارشگری پایداری شرکت‌ها به عنوان متغیر وابسته در نظر گرفته شده است. شاخص مذکور با بررسی ادبیات نظری موضوع و متغیرهای مورد استفاده توسط سازمان ابتکار گزارشگری جهانی که ارائه‌دهنده استانداردها و دستورالعمل‌ها در بحث پایداری می‌باشد، استخراج می‌شود. این نهاد، چارچوب گزارشگری پایداری را برای کمک به سازمان‌ها جهت اندازه‌گیری و گزارشگری فعالیت‌ها و عملکرد مربوط به پایداری ایجاد می‌کند و توسعه می‌دهد. محتوای گزارشگری توصیه شده سازمان ابتکار گزارشگری جهانی شامل اثرات اقتصادی، زیست‌محیطی و اجتماعی فعالیت‌های یک شرکت می‌شود. در این پژوهش رویه امتیازدهی برای سنجش میزان گزارشگری پایداری شرکت‌ها بدین شکل می‌باشد که اگر یک قلم از افشای اقلام پایداری طبق سازمان گزارشگری جهانی انجام شده باشد، امتیاز یک و اگر افشا نشده باشد، امتیاز صفر در نظر گرفته می‌شود. اطلاعات لازم برای این متغیرها در گزارش هیات مدیره شرکت‌ها افشاء می‌شود و در پژوهش حاضر برای معرفی هر یک از ابعاد، با توجه به ماهیت افشاگری در ایران، از شاخص‌های گزارشگری پایداری در ایران (این نحوه سنجش در پژوهش‌های معصومی و

همکاران (۱۳۹۷) نیز بکار گرفته شده است) استفاده شده است. بنابراین در این پژوهش صرفاً از مدل سازمان گزارشگری جهانی استفاده نشده، بلکه معیارها مطابق با محیط ایران است و در گزارش هیات مدیره افشا می‌شود.

متغیر وابسته؛ (بازده IPO)

متغیر اصلی این تحقیق عبارت از اختلاف بازده کوتاه مدت شرکت‌های تازه پذیرفته شده در بورس نسبت به سایر شرکت فعالیته کننده در بازار طی دوره مشابه است. برای اندازه‌گیری این اختلاف بازده، قیمت سهام شرکت تازه‌وارد در زمان ورود با قیمت سهام آن در سه ماه پس از شروع فعالیت آن در بازار مقایسه شده و بازده کوتاه مدت شرکت تازه‌وارد به دست می‌آید. در مقابل بازده کوتاه مدت بازار نیز با استفاده از شاخص قیمت بورس طی دوره متناظر با دوره ورود شرکت به بازار محاسبه شده و تفاوت بین بازده کوتاه مدت شرکت جدید و بازده کوتاه مدت بازار از لحاظ آماری با استفاده از روش آماری آزمون تی مستقل مورد سنجش و بررسی قرار می‌گیرد. به این منظور تغییرات قیمت یا بازده کوتاه مدت سهام به صورت زیر تعریف می‌شود:

رابطه (۱)

$$IR_i = \frac{P_{i1} - P_{i0}}{P_b}$$

IRi: نشان دهنده بازده کوتاه مدت حاصل از تغییر قیمت سهام شرکت‌های تازه‌وارد به بورس اوراق بهادار

Pi1: نشان دهنده قیمت در پایان سومین ماه از معامله سهام در بازار

Pi: نشان دهنده قیمت پیشنهادی برای معامله سهام جدید در ابتدای پذیرفته شدن آن در بورس اوراق بهادار تهران است.

پس از محاسبه بازده کوتاه مدت شرکت تازه‌وارد به بازار با استفاده از معادله (۱-۱) بازده کوتاه مدت بازار در زمان متناظر با دوره مورد استفاده برای محاسبه بازده کوتاه مدت شرکت مورد نظر محاسبه می‌شود. این فرمول به شرح زیر است:

رابطه (۲)

$$IR_m = \frac{P_{m1} - P_{m0}}{P_{m0}}$$

IRm: عبارت از بازده کوتاه مدت حاصل از تغییر قیمت کلی شرکت‌ها در بازار سرمایه Pm1: شاخص قیمت در پایان دوره سه‌ماهه معامله سهام شرکت تازه‌وارد به بازار سرمایه Pm0: شاخص قیمت در ابتدای دوره معامله سهام شرکت تازه‌وارد به بازار سرمایه.

در نهایت با استفاده از نتایج حاصل از معادله (۱) و (۲) و مقایسه آن‌ها می‌توان معادله (۳) را برای سنجش و آزمون فرضیه اصلی این تحقیق مورد استفاده قرار داد:

رابطه (۳)

$$AIR_i = \frac{P_{i1} - P_{i0}}{P_{i0}} - \frac{P_{m1} - P_{m0}}{P_{m0}}$$

در فرمول بالا همان‌طور که قبلاً بیان گردید AIR عبارت از تفاوت بین تغییر قیمت سهام شرکت تازه‌وارد به بازار یا بازده کوتاه مدت آن ظرف سه ماه پس از پذیرفتن شدن آن در بورس در مقایسه با تغییرات قیمت یا بازده کوتاه مدت سایر شرکت‌های موجود در بازار در دوره متناظر با آن (سه ماه) است (لوگران و رایتر، ۲۰۰۴).

متغیرهای کنترلی

اندازه شرکت (Total Assets): لگاریتم مجموع دارایی‌ها
 عمر شرکت (Age): تعداد سال‌هایی که از تأسیس شرکت می‌گذرد.
 کل سود (Total Revenues): لگاریتم مجموع سود
 تعداد سهام (Number of Shares): لگاریتم تعداد سهام

مدل رگرسیون فرضیه پژوهش:

$$SP_{it} = \alpha_0 + \beta_1 ESG\ Reporting_{it} + \beta_2 Age_{it} + \beta_3 Total\ Assets_{it} + \beta_4 Total\ Revenues_{it} + \beta_5 Number\ of\ Shares_{it} + E_{it}$$

جدول ۱. نحوه اندازه‌گیری متغیرها

منبع گردآوری	منبع	نحوه اندازه‌گیری متغیرها	نماد متغیر	نام متغیر
یادداشت‌های همراه صورت‌های مالی	مقاله بیس لوگران و رایتر ۲۰۰۴.	به این منظور تغییرات قیمت یا بازده کوتاه مدت سهام به صورت زیر تعریف می‌شود: رابطه (۱-۱) $IR_i = \frac{P_{i1} - P_{i0}}{P_{i0}}$ IRi: نشان دهنده بازده کوتاه مدت حاصل از تغییر قیمت سهام شرکت‌های تازه‌وارد به بورس اوراق بهادار Pi1: نشان دهنده قیمت در پایان سومین ماه از معامله سهام در بازار Pi: نشان دهنده قیمت پیشنهادی برای معامله سهام جدید در ابتدای پذیرفته شدن آن در بورس اوراق بهادار تهران است.	SP	متغیر وابسته؛ (عملکرد بازده ipo)

نام متغیر	نماد متغیر	نحوه اندازه‌گیری متغیرها	منبع	منبع گردآوری
		<p>پس از محاسبه بازده کوتاه مدت شرکت تازه‌وارد به بازار با استفاده از معادله (۱-۳) بازده کوتاه مدت بازار در زمان متناظر با دوره مورد استفاده برای محاسبه بازده کوتاه مدت شرکت مورد نظر محاسبه می‌شود.</p> <p>این فرمول به شرح زیر است:</p> <p>رابطه (۱)</p> $IR_m = \frac{P_{m1} - P_{m0}}{P_{m0}}$ <p>IRm: عبارت از بازده کوتاه مدت حاصل از تغییر قیمت کلی شرکت‌ها در بازار سرمایه Pm1: شاخص قیمت در پایان دوره سه‌ماهه معامله سهام شرکت تازه‌وارد به بازار سرمایه Pm0: شاخص قیمت در ابتدای دوره معامله سهام شرکت تازه‌وارد به بازار سرمایه.</p> <p>در نهایت با استفاده از نتایج حاصل از معادله (۱) و (۲) و مقایسه آن‌ها می‌توان معادله (۳) را برای سنجش و آزمون فرضیه اصلی این تحقیق مورد استفاده قرار داد:</p> <p>رابطه (۳)</p> $AIR_i = \frac{P_{i1} - P_{i0}}{P_{m0}} - \frac{P_{m1} - P_{m0}}{P_{m0}}$ <p>در فرمول بالا همان‌طور که قبلاً بیان گردید AIR عبارت از تفاوت بین تغییر قیمت سهام شرکت تازه‌وارد به بازار یا بازده کوتاه مدت آن ظرف سه ماه پس از پذیرفتن شدن آن در بورس در مقایسه با تغییرات قیمت یا بازده کوتاه مدت سایر شرکت‌های موجود در بازار در دوره متناظر با آن (سه ماه) است (لوگران و رایتر، ۲۰۰۴).</p>		
متغیر مستقل؛ افشا گزارشگری (پایداری)	BE	<p>برای ثبت شیوه‌های افشای پایداری، ابتدا، ما از یک متغیر شاخص (GRIRreport) استفاده می‌کنیم که اگر یک شرکت نمونه گزارش پایداری GRI را در طول سال نمونه منتشر کند، برابر با یک است و در غیر این صورت صفر. این امتیازات بر اساس میزان گزارش‌های افشای ESG شرکت‌ها است، با نمرات بالاتر نشان‌دهنده سطح بالاتری از اطلاعات ESG افشا شده است؛ که در ایران به این صورت اندازه‌گیری می‌شود. سطح گزارشگری پایداری شرکت‌ها به‌عنوان متغیر وابسته در نظر گرفته شده است. شاخص مذکور با بررسی ادبیات نظری موضوع و متغیرهای مورد</p>	(معصومی و همکاران، ۱۳۹۷)	یادداشت‌های همراه صورت‌های مالی

نام متغیر	نماد متغیر	نحوه اندازه‌گیری متغیرها	منبع	منبع گردآوری
		استفاده توسط سازمان ابتکار گزارشگری جهانی که ارائه‌دهنده استانداردها و دستورالعمل‌ها در بحث پایداری می‌باشد، استخراج می‌شود. این نهاد، چارچوب گزارشگری پایداری را برای کمک به سازمان‌ها جهت اندازه‌گیری و گزارشگری فعالیت‌ها و عملکرد مربوط به پایداری ایجاد می‌کند و توسعه می‌دهد. محتوای گزارشگری توصیه شده سازمان ابتکار گزارشگری جهانی شامل اثرات اقتصادی، زیست‌محیطی و اجتماعی فعالیت‌های یک شرکت می‌شود. در این پژوهش رویه امتیازدهی برای سنجش میزان گزارشگری پایداری شرکت‌ها بدین شکل می‌باشد که اگر یک قلم از افشای اقلام پایداری طبق سازمان گزارشگری جهانی انجام شده باشد، امتیاز یک و اگر افشا نشده باشد، امتیاز صفر در نظر گرفته می‌شود. اطلاعات لازم برای این متغیرها در گزارش هیات مدیره شرکت‌ها افشاء می‌شود و در پژوهش حاضر برای معرفی هر یک از ابعاد، با توجه به ماهیت افشاگری در ایران، از شاخص‌های گزارشگری پایداری در ایران (این نحوه سنجش در پژوهش‌های معصومی و همکاران (۱۳۹۷) نیز بکار گرفته شده است) استفاده شده است. بنابراین در این پژوهش صرفاً از مدل سازمان گزارشگری جهانی استفاده نشده، بلکه معیارها مطابق با محیط ایران است و در گزارش هیات مدیره افشا می‌شود.		
متغیرهای کنترلی	Z-score	اندازه شرکت (Total Assets): لگاریتم مجموع دارایی‌ها عمر شرکت (Age): تعداد سال‌هایی که از تأسیس شرکت می‌گذرد. کل سود (Total Revenues): لگاریتم مجموع سود تعداد سهام (Number of Shares): لگاریتم تعداد سهام	مقاله بیس.	ترازنامه - صورت سود و زیان - یادداشت‌های توضیحی

یافته‌ها

در جدول (۲) برخی از مفاهیم آمار توصیفی متغیرها، شامل میانگین، میانه، حداقل مشاهدات، حداکثر مشاهدات و انحراف معیار ارائه شده است. نتایج نشان می‌دهد که میانگین متغیر عملکرد IPO ۰.۳۸۰ می‌باشد که با توجه با انحراف معیار (۰.۴۰۹) از نوسان پذیری بالایی برخوردار است. میانگین متغیر افشای گزارشگری پایداری ۱۴.۳۵۹ می‌باشد که با توجه به انحراف معیار (۳.۸۸۷) از نوسان پذیری پایینی برخوردار است.

جدول ۲. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

انحراف معیار	حداقل	حداکثر	میانه	میانگین	تعداد مشاهدات	نماد	نام متغیر
0.409	-0.236	1.294	0.325	0.380	710	SP	عملکرد IPO
3.887	5	22	15	14.359	710	ESG Reporting	افشای گزارشگری پایداری
0.333	2.708	4.263	3.818	3.719	710	Age	عمر شرکت
1.643	10.533	21.572	14.675	14.933	710	Total Assets	اندازه شرکت
1.723	9.726	21.355	14.577	14.717	710	Total Revenue	کل سود
1.669	9.210	20.500	13.122	13.334	710	Number of Share	تعداد سهام

با توجه به جدول ۳، نتایج به دست آمده از جدول ضریب همبستگی نشان می‌دهد که در سطح اطمینان ۹۵٪، افشای گزارشگری پایداری، عمر شرکت، اندازه شرکت، کل سود و تعداد سهام با عملکرد IPO همبستگی مستقیم (مثبت) و معناداری دارند.

جدول ۳. ضرایب همبستگی متغیرهای پژوهش

ردیف	متغیرها	(۱)	(۲)	(۳)	(۴)	(۵)	(۶)
(۱)	SP	1.000					
	احتمال	-----					
(۲)	ESG Reporting	0.162	1.000				
	احتمال	0.000	-----				
(۳)	Age	0.064	0.045	1.000			
	احتمال	0.016	0.088	-----			
(۴)	Total Assets	0.214	0.063	0.164	1.000		
	احتمال	0.000	0.017	0.000	-----		
(۵)	Total Revenue	0.297	0.074	0.137	0.925	1.000	
	احتمال	0.000	0.005	0.000	0.000	-----	
(۶)	Number of Share	0.183	-0.045	0.128	0.900	0.791	1.000
	احتمال	0.000	0.087	0.000	0.000	0.000	-----

نتایج آزمون مانایی در جدول ۴، درج گردیده است. بر اساس آزمون «لوین، لین و چو»^۱ چون مقدار احتمال همه متغیرها کمتر از ۵٪ بوده است، همه متغیرهای مستقل، وابسته و کنترلی در دوره پژوهش در سطح پایا^۲ بوده‌اند پایایی بدین معنی است که میانگین و واریانس متغیرهای پژوهش در طول زمان و کواریانس متغیرها بین سال‌های مختلف ثابت بوده است. همان‌گونه که در جدول ۴ ملاحظه می‌شود همه متغیرها مانا هستند و نیازی به آزمون هم‌جمعی^۳ وجود ندارد؛ بنابراین مشکل رگرسیون کاذب در ضرایب برآوردی وجود نخواهد داشت در رگرسیون کاذب معنی‌دار ضرایب به‌صورت کاذب است.

جدول ۴. نتایج آزمون مانایی متغیرهای پژوهش

نتایج	لوین، لین و چو		نماد	متغیرها
	احتمال	آماره		
مانا	0.0000	-14.4462	SP	عملکرد IPO
مانا	0.0000	-22.9666	ESG Reporting	افشای گزارشگری پایداری
مانا	0.0000	-71.8362	Age	عمر شرکت
مانا	0.0000	-21.8610	Total Assets	اندازه شرکت
مانا	0.0000	-25.0139	Total Revenue	کل سود
مانا	0.0000	-12.4780	Number of Share	تعداد سهام

همان‌طور که در جدول ۵، منعکس گردیده، احتمال F لیمر مدل پژوهش کمتر از ۵٪ می‌باشد لذا برای تخمین مدل از روش تابلویی استفاده می‌شود. همچنین با توجه به اینکه احتمال آزمون هاسمن کمتر از ۵٪ می‌باشد لذا از الگوی اثرات ثابت به‌منظور تخمین مدل استفاده می‌شود.

جدول ۵. نتایج حاصل از آزمون F لیمر و آزمون هاسمن

نتیجه	احتمال	آماره	آزمون	مدل پژوهش
روش تابلویی	0.0000	51.3182	F لیمر	
الگوی اثرات ثابت	0.0000	49.3350	هاسمن	

1-Levin, Lin & Chu.

2-Stationarity

3-Cointegration test

در این مطالعه فرض همسانی واریانس باقیمانده‌ها از طریق آزمون وایت^۱ مورد بررسی قرار گرفت؛ که نتایج آن در جدول ۶ نشان می‌دهد که در مدل پژوهش فرض صفر مبنی بر وجود همسانی واریانس رد می‌شود؛ بنابراین، به‌منظور رفع ناهمسانی واریانس از رگرسیون حداقل مربعات تعمیم یافته (GLS) استفاده می‌کنیم.

جدول ۶. نتایج حاصل از آزمون ثابت بودن واریانس جمله خطا

نتیجه	احتمال	آماره F	مدل پژوهش
ناهمسانی واریانس جزء خطا	0.000	2.9284	

نتایج حاصل از آزمون نشان می‌دهد که با توجه به اینکه در سطح اطمینان ۹۵٪ مقدار احتمال آماره F در مدل بیشتر از ۵٪ می‌باشد، فرض صفر مبنی بر عدم وجود خود همبستگی جزء خطا در مدل پذیرفته می‌شود به عبارت دیگر، در مدل فرض عدم وجود خود همبستگی جزء خطا برقرار است.

جدول ۷. نتایج حاصل از آزمون عدم وجود خود همبستگی جزء خطا

نتیجه	احتمال	آماره F	مدل پژوهش
عدم وجود خود همبستگی جزء خطا	0.5327	0.6332	

هم خطی به معنای وجود رابطه شدید بین متغیرهای مستقل و کنترلی موجود در مدل می‌باشد. در صورت وجود هم خطی، ضرایب برآوردی الگو دارای خطای معیار بالایی خواهد بود و در نتیجه این مسأله باعث می‌شود که تعداد متغیرهای معنی‌دار در معادله کاهش یابد. در این معادله برای بررسی عدم وجود هم خطی از معیار عامل تورم واریانس^۲ (VIF) استفاده شد. وقتی که شاخص تورم واریانس کمتر از ۱۰ باشد، نشان دهنده عدم وجود هم خطی می‌باشد. با توجه به جدول ۸، نتایج حاصل از این آزمون نشان می‌دهد که میزان تورم واریانس متغیرهای مستقل و کنترلی در مدل پژوهش در حد مجاز خود قرار داشته و لذا از این بابت مشکلی وجود ندارد.

جدول ۸. نتایج حاصل از آزمون عدم وجود هم خطی بین متغیرهای توضیحی مدل پژوهش

متغیر	نماد	واریانس ضریب	عامل تورم واریانس
افشای گزارشگری پایداری	ESG Reporting	0.000698	1.009150
عمر شرکت	Age	0.000979	1.035945
اندازه شرکت	Total Assets	0.000564	2.457761
کل سود	Total Revenue	0.000259	3.359806
تعداد سهام	Number of Share	0.000210	2.605347

1-White

2-Variance Inflation Factor (VIF)

به منظور آزمون فرضیه پژوهش از نتایج تخمین مدل ارائه شده در جدول ۹، بهره گرفته شده است. مقدار احتمال (سطح معنی داری) F برابر ۰.۰۰۰۰ بوده و چون این مقدار کمتر از ۰.۰۵ است، فرض صفر در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد می شود، یعنی مدل معنی دار است. مقدار آماره دوربین-واتسون ۱.۹۹۲ می باشد که این مقدار، عدم وجود خود همبستگی خطاها را نشان می دهد. نتایج مربوط به ضریب تعیین تعدیل شده نشان می دهد، تقریباً ۵۳.۸٪ تغییرات متغیر وابسته به وسیله متغیرهای مستقل و کنترلی مدل، توضیح داده می شوند. نتایج حاصل از متغیرهای کنترلی نشان می دهد که با توجه به آماره t در سطح اطمینان ۹۵٪، عمر شرکت، اندازه شرکت، کل سود و تعداد سهام با عملکرد IPO رابطه مثبت و معناداری دارند.

در حالت کلی نتایج نشان می دهد که ضریب متغیر گزارشگری پایداری، 0.015171 بوده که نشان دهنده رابطه مثبت بین گزارشگری پایداری و عملکرد IPO می باشد که با توجه به آماره t ضریب متغیر گزارشگری پایداری در سطح اطمینان ۹۵٪ معنی دار می باشد، با توجه به موارد فوق می توان در سطح اطمینان ۹۵٪ فرضیه پژوهش را تأیید کرد این موضوع نشان دهنده این است که بین افشای گزارشگری پایداری و عملکرد IPO رابطه مثبت و معناداری وجود دارد به عبارت دیگر، با افزایش افشای گزارشگری پایداری و عملکرد IPO نیز افزایش می یابد.

جدول ۹. نتایج تخمین مدل پژوهش

متغیر وابسته: عملکرد IPO					
روش: رگرسیون حداقل مربعات تعمیم یافته					
متغیر	نماد	ضریب برآوردی	خطای استاندارد	آماره t	احتمال
مقدار ثابت	C	0.325818	0.113941	2.859539	0.0043
افشای گزارشگری پایداری	ESG Reporting	0.015171	0.005590	2.714208	0.0072
عمر شرکت	Age	0.065527	0.027198	2.409218	0.0169
اندازه شرکت	Total Assets	0.136171	0.023997	5.674474	0.0000
کل سود	Total Revenue	0.131607	0.017129	7.683171	0.0000
تعداد سهام	Number of Share	0.026098	0.013103	1.991791	0.0477
ضریب تعیین			0.544		
ضریب تعیین تعدیل شده			0.538		
دوربین-واتسون			1.992		
آماره F			98.049		
احتمال (آماره F)			0.0000		

بحث و بررسی

جهت آزمون این فرضیه که می‌گوید بین افشای گزارشگری پایداری و عملکرد IPO رابطه معناداری وجود دارد، از رگرسیون خطی چند متغیره استفاده شده است. هم‌چنین مقدار دوربین واتسون برابر ۱.۹۹۲ که این مقدار نشان دهنده استقلال خطها از یکدیگر می‌باشد. ولی میزان تبیین مدل توسط متغیر مستقل برابر ۰.۵۳ درصد می‌باشد؛ بنابراین مدل توسط متغیر مستقل تبیین شده است هم‌چنین سطح معنی‌داری آزمون F کمتر از ۵ درصد می‌باشد، بنابراین وجود رابطه خطی بین متغیرها تأیید می‌شود. هم‌چنین سطح معنی‌داری آزمون t برای ضریب متغیر افشای گزارشگری پایداری کمتر از ۰.۰۵ می‌باشد و معنادار می‌باشد. از طرفی متغیرهای کنترلی عمر شرکت، اندازه شرکت، کل سود و تعداد سهام با عملکرد IPO رابطه مثبت و معناداری دارند. بنابراین این متغیرها می‌توانند در معادله شرکت نمایند. به‌طور کلی می‌توان گفت بین افشای گزارشگری پایداری و عملکرد IPO رابطه مثبت و معناداری وجود دارد به عبارت دیگر، با افزایش افشای گزارشگری پایداری و عملکرد IPO نیز افزایش می‌یابد؛ که نتایج این فرضیه با نتایج پژوهش فری و همکاران (۲۰۲۳) مطابقت دارد. فری و همکاران در پژوهشی به بررسی رابطه بین افشای گزارشگری پایداری و عملکرد IPO پرداختند. سرمایه‌گذاران به‌طور فزاینده‌ای نگران پایداری شرکت‌ها و تأثیر آن‌ها بر توسعه جهانی هستند که منجر به افزایش سرمایه‌گذاری اجتماعی مسئولیت‌پذیر (SRI) می‌شود که عوامل محیطی، اجتماعی و حاکمیتی (ESG) را در نظر می‌گیرد (آسراف و همکاران، ۲۰۲۴). ادغام پایداری در استراتژی‌های شرکت می‌تواند بر جنبه‌های مختلف یک سازمان، از جمله IPO ها (عرضه‌های عمومی اولیه) تأثیر بگذارد. با توجه به اهمیت فزاینده افشای اطلاعات ESG، این مطالعه تأثیر بالقوه افشای گزارش ESG را بر عملکرد IPO بررسی نمود، زیرا مطالعات متمرکز بر تجزیه و تحلیل چگونگی ارتباط عوامل ESG و عملکرد IPO وجود ندارد. این کار به تحقیق در مورد انگیزه‌های شرکت‌ها برای افشای اطلاعات ESG کمک می‌کند. مطالعه ما با حجم نمونه محدود شده است که محدود است و فقط بر شرکت‌های اروپایی متمرکز است؛ بنابراین، مطالعات آینده باید شرکت‌هایی را از سایر نقاط جهان و با داده‌های بیشتر مرتبط با عملکرد IPO در نظر بگیرد.

در طول سال‌های گذشته، سرمایه‌گذاران هنگام تصمیم‌گیری برای تخصیص پول برای سرمایه‌گذاری، عوامل ESG را همراه با شاخص‌های سنتی مالی و اقتصادی در نظر می‌گیرند (بلتون و همکاران، ۲۰۱۱). تعداد فزاینده‌ای از شرکت‌ها اذعان می‌کنند که اولویت دادن به محیط زیست، نیازهای کارکنان و منافع جوامع محلی منطبق مالی است در سال‌های اخیر، اهمیت عوامل ESG برای شرکت‌ها منجر به افزایش علاقه شده است تا جایی که امروزه داشتن یک عضو تیم مدیریت ارشد با عنوان "ESG" رایج است. محققان هم‌چنین به‌طور فزاینده‌ای تأثیر مثبت ESG را بر عملکرد مالی و قیمت سهام شرکت‌ها تشخیص داده‌اند. به‌عنوان مثال، تحقیقات نشان داده است که رتبه‌بندی‌های ESG بالاتر با هزینه‌های سرمایه پایین‌تر، ارزش‌گذاری بیشتر شرکت و سودآوری بالاتر مرتبط است (لانگ و همکاران، ۲۰۲۴). علاوه بر این، کریفو و همکاران (۲۰۱۵) نشان دادند که شرکت‌های سهام خصوصی تنها مقدار کمی از بودجه را برای خرید شرکت‌هایی با شیوه‌های ESG ضعیف به دلیل بازده مورد انتظار

کمتر سرمایه‌گذاری اختصاص می‌دهند. دلایل متعددی برای همبستگی مثبت بین ESG و عملکرد و ارزش شرکت وجود دارد. دیمسون و همکاران (۲۰۱۵) دریافتند که توجه ویژه شرکت به عناصر ESG تأثیر مهم و مثبتی بر عناصری مانند مشتری و وفاداری کارکنان که عناصری است که توسط سرمایه‌گذاران قدردانی می‌شود. لینز و همکاران (۲۰۱۷) اثر مثبت ESG را بر سرمایه اجتماعی و اعتماد شرکت‌ها نشان می‌دهند که ارزش بالاتر آن شرکت‌ها را در طول یک بحران احتمالی اطمینان توجیه می‌کند. علاقه سرمایه‌گذاران به عوامل ESG باعث توسعه استراتژی‌های سرمایه‌گذاری بهبود یافته ESG و ایجاد ابزار سرمایه‌گذاری اختصاصی شده است. برخی از سرمایه‌گذاران اکنون از سرمایه‌گذاری در صنایعی که مشخص می‌شود ویژگی‌های ESG ضعیفی دارند، با تأثیرات بالقوه بر محیط اطلاعاتی اطراف آن شرکت‌ها خودداری می‌کنند. در راستای این مشاهدات، هونگ و کاکرچیک (۲۰۰۹) دریافتند که شرکت‌هایی که در بخش‌های تنباکو و فعالیت می‌کنند، مالکیت نهادی و پوشش تحلیل‌گر کمتری نسبت به سایر صنایع دارند. یک مطالعه اخیر که رابطه بین ESG و قیمت سهام را بررسی می‌کند نشان می‌دهد که یک استراتژی کوتاه مدت با استفاده از سیگنال‌های کمی قیمت‌گذاری نادرست زمانی که برای سهام مورد علاقه شرکت‌های درگیر در سرمایه‌گذاری ESG اعمال می‌شود، بازده بالاتری ایجاد می‌کند. نویسندگان پیشنهاد می‌کنند که سرمایه‌گذاران ESG که وزن بیشتری بر عملکرد ESG می‌گذارند، نسبت به سرمایه‌گذارانی که عوامل ESG را در ارزیابی سرمایه‌گذاری‌های خود کاهش می‌دهند، نسبت به سیگنال‌های نادرست قیمت‌گذاری کمی حساس‌تر هستند.

اکنون، سرمایه‌گذاران حتی بیشتر را برای سرمایه‌گذاری در شرکت‌هایی انتخاب می‌کنند که نه تنها از نظر مالی سودآور هستند، بلکه در افق بلندمدت نیز پایدار هستند؛ بنابراین، این سرمایه‌گذاران عوامل ESG را همراه با شاخص‌های اقتصادی سنتی برای فرض تصمیمات سرمایه‌گذاری در نظر می‌گیرند. در شرایط فعلی، در نتیجه، می‌توان عوامل ESG را به‌عنوان عناصر حیاتی برای انتخاب‌های به اصطلاح «تأمین‌کننده سرمایه» تعریف کرد. با توجه به این موضوع، شرکت‌هایی که تصمیم می‌گیرند در یک بازار مالی فهرست شوند، می‌توانند شانس بیشتری برای موفقیت در انعقاد عرضه اولیه (IPO) داشته باشند که نشان‌دهنده توانایی بهتر برای اجرای گزار به یک تجارت پایدار است. در مورد شرکت‌های خصوصی، داده‌های مربوط به شرکت‌های IPO اغلب ناقص است. مجموعه محدودی از داده‌ها باعث ایجاد نابرابری اطلاعاتی بین پذیره نویسان و صادرکنندگان می‌شود.

نتیجه‌گیری و پیشنهادات

با توجه به اینکه مشخص شد، بین افشای گزارشگری پایداری و عملکرد IPO رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. لذا به استفاده‌کنندگان از اطلاعات مالی شرکت به‌ویژه به سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان پیشنهاد می‌شود هنگام تصمیم‌گیری در خصوص بازده سهام و تعیین نرخ بازده مورد انتظار به افشای گزارشگری پایداری توجه ویژه‌ای داشته باشند؛ زیرا شرکت‌هایی که افشای گزارشگری پایداری مناسبی دارند این شرکت‌ها از عملکرد سهام بالایی برخوردار هستند که این موضوع باعث کاهش ریسک شرکت می‌گردد. به تدوین‌کنندگان قوانین و مقررات پیشنهاد می‌شود به‌منظور افزایش کارایی بازار و همچنین کاهش بازده غیرعادی در عرضه اولیه سهام،

قوانین اثربخشی را تدوین کنند. همچنین می‌توان موضوع پژوهش حاضر را در صنایع مختلف مورد بررسی قرار دارد و انتظار می‌رود با توجه به تفاوت ماهیت فعالیت شرکت‌ها و صنایع مختلف نتایج متفاوتی حاصل شود. در نهایت می‌توان گفت که بررسی رابطه بین افشای گزارشگری پایداری و عملکرد IPO با توجه به نقش تحلیل تکنیکال روابط بین آن‌ها در پژوهش‌های آتی مورد بررسی قرار گیرد.

این پژوهش نیز به مانند هر پژوهشی دارای یک سری محدودیت بود. اول، با توجه به بررسی این پژوهش در نمونه محدود، پیشنهاد می‌شود در جهت رفع این محدودیت، پژوهشی در نمونه آماری بزرگ‌تر برای مثال شرکت‌های فرابورسی و مقایسه نتایج آن با نتیجه پژوهش حاضر انجام گیرد. دوم، اقلام مندرج در متن صورت‌های مالی به واسطه آثار تورم تعدیل نشده است و از آنجایی که واحدهای تجاری در زمان‌های متفاوت تأسیس شده‌اند و اقلام دارایی‌های خود را در زمان‌های متفاوت تحصیل نموده‌اند لذا کیفیت امکان اقلام می‌تواند بر نتایج تحقیق اثر بگذارد و تعمیم نتایج را با محدودیت‌هایی همراه سازد.

فهرست منابع

- حائری نسب، ز، سهیلی، ک، فتاحی، ش. (۲۰۲۴). محاسبه شاخص شرایط مالی با روش تحلیل مولفه اصلی در ایران. اقتصاد مالی، ۱۸(۶۶)، ۱۴۹-۱۶۶.
- خلیفه سلطانی س. ا.، علیشاهی بجستانی، م. (۱۴۰۱). رابطه بین افشای پایداری شرکت و ریسک. نشریه مطالعات حسابداری و حسابرسی، ۱۱. ۴۲-۵۰.
- خواجوی، ش.، و اعتمادی جوربابی، ه. (۱۳۹۴). مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها و گزارشگری آن. حسابداری سلامت، ۴، ۱۲۳-۱۴۶.
- قالیباف اصل، ح.، قره باغی، ه.، رحیمی، ر. (۲۰۲۱). رویداد پژوهی اثر رقابتی عرضه‌های عمومی اولیه در بورس اوراق بهادار تهران. راهبرد مدیریت مالی، ۹(۱)، ۹۳-۱۱۴.
- قائمی، م. (۱۳۹۹). بررسی بازده کوتاه مدت سهام شرکت‌های جدیدالورود به بورس اوراق بهادار تهران. نشریه حسابداری مالی، ۲. ۵۲-۶۴.
- معصومی، س. ر.، صالح نژاد، س. ح.، ذبیحی زرین کلابی، ع. (۱۳۹۹). شناسایی متغیرهای موثر بر میزان گزارشگری پایداری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران دانش حسابرسی، ۱۸(۷۰)، ۱۵۹-۲۰۱.
- هاشمی گهر، م.، ابراهیمی مقدم، م.، رضائی، م. ا. (۱۴۰۱). تاثیر افشای پایداری شرکت بر هزینه حقوق صاحبان سهام و ریسک غیر سیستماتیک. نشریه چشم‌انداز حسابداری و مدیریت، ۶(۸۰). ص ۲۴۰-۲۵۳.

Assaf, C., Monne, J., Harriet, L., & Meunier, L. (2024). ESG investing: Does one score fit all investors' preferences?. *Journal of Cleaner Production*, 443, 141094.

- Biswas, S., & Joshi, N. (2023). A performance based ranking of initial public offerings (IPOs) in India. *Journal of Decision Analytics and Intelligent Computing*, 3(1), 15-32.
- Boulton T.J, Smart S.B, Zutter C.J.2011. Earnings quality and international IPO underpricing. *Account. Rev*, 86, 483–505
- Christie, R. (2024). ESG Reporting as a Sustainability Performance Measurement in Educational Institutions (Doctoral dissertation, Hochschule Rhein-Waal).
- Chun Y.2020.A Discussion on the Abnormal Return Performance of IPO in Taiwan. Department of Finance.P49-83.
- Clement, Ronald, W. (2005). The lessons from stakeholder theory for U.S. business leadersB, *Business Horizons*, 48, 255-264.
- Crifo P, Forget V, Teyssier S.2015. The price of environmental, social and governance practice disclosure: An experiment with professional private equity investors. *J. Corp. Financ*, 30, 168–194.
- Datta, S., Gruskin, M., & Iskandar-Datta, M. (2024). Auditor certification and long-run performance of IPO stocks. *Journal of Financial Stability*, 70, 101214.
- Datta, S., Gruskin, M., & Iskandar-Datta, M. (2024). Auditor certification and long-run performance of IPO stocks. *Journal of Financial Stability*, 70, 101214.
- Dimson E, Karakas O, Li X.2015. Active ownership. *Rev. Financ. Stud*, 28, 3225–3268.
- Foley, A. M., Heffron, R. J., Al Kez, D., Del Rio, D. D. F., Mcinerney, C., & Welfle, A. (2024). Restoring trust in ESG investing through the adoption of just transition ethics. *Renewable and Sustainable Energy Reviews*, 199, 114557.
- Fri S, Tron A, Colantoni F, Savio R. 2023.Sustainability Disclosure and IPO Performance: Exploring the Impact of ESG Reporting. *Sustainability*, 15, 5144.
- Haman, J., Lu, W., & Naidu, D. (2024). Earnings management in the post-IPO years and their impact on the long-run stock performance of foreign versus domestic IPO firms. *Accounting & Finance*.
- Hong H, Kacperczyk M.2009. The price of sin: The effects of social norms on markets. *J. Financ. Econ*, 93, 15–36.
- Kräussl, R., Oladiran, T., & Stefanova, D. (2024). A review on ESG investing: Investors' expectations, beliefs and perceptions. *Journal of Economic Surveys*, 38(2), 476-502.
- Lins K, Servaes H, Tamayo A.2017. Social capital, trust, and firm performance: The value of corporate social responsibility during the financial crisis. *J. Financ*, 72, 1785–1824.
- Long, H., Chiah, M., Cakici, N., Zaremba, A., & Bilgin, M. H. (2024). ESG investing in good and bad times: An international study. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 91, 101916.
- Loughran, T., Ritter, J. (2004). Why has IPO underpricing changed over time? *Financ. Manag.* 33, 5–37.
- Mariani, M., Cardi, M., D'Ercole, F., Raimo, N., & Vitolla, F. (2023). Make it easy: the effect of prospectus readability on IPO performance. *Journal of Accounting Literature*.
- Mumtaz M.2021. Greenness index: IPO performance and portfolio allocation. *Research in International Business and Finance* Volume 57, October 2021, 101398.
- Sagai, R. T. L. (2023). Analyzing Financial Performance Of Stocks Listed In Idx (A Pre And Post Ipo Of Astra International, TBK.). *JMBI UNSRAT (Jurnal Ilmiah Manajemen Bisnis dan Inovasi Universitas Sam Ratulangi)*, 10(1), 644-663.

Investigating the relationship between sustainability reporting disclosure and IPO performance

Abstract

The main purpose of this research is to examine the relationship between sustainability reporting disclosure and IPO performance in companies listed on the Tehran Stock Exchange. The companies admitted to the Tehran Stock Exchange in the period of 2001-2017 are the statistical population of this research, and according to the systematic elimination sampling, 75 companies were selected as a statistical sample. The collected data were analyzed with Eviews13 software and combined data regression tests. In general, the results of the research hypothesis test showed that there is a significant relationship between the disclosure of sustainability reporting and IPO performance. According to the findings of the research, it can be said that users of the company's financial information, especially investors and creditors, should pay special attention to the disclosure of sustainability reporting when making decisions about stock returns and determining the expected rate of return; Because companies that have proper sustainability reporting disclosure, these companies have high stock performance, which reduces the company's risk. Finally, for the first time, this research examines the relationship between sustainability reporting disclosure and IPO performance in IPO companies.

Keywords: Sustainability reporting, Performance, Stock market, Private equity, IPO.