

The Mediating Role of Environmental, Social and Corporate Governance Performance in the Relationship between Female Managers and Company Financialization¹

Akram Afsay², Mohammad Nadiri³, Tila Kazemnezhad⁴

Received: 2024/09/25

Accepted: 2025/02/18

Research Paper

Abstract

Purpose: The purpose of this study is to investigate the effect of the presence of female managers on the board of directors on the level of company financialization. Additionally, this study examines the mediating role of environmental, social, and corporate governance (ESG) performance in the relationship between female managers and the financialization level of companies.

Method: To achieve the research objective, a sample of 121 companies listed on the Tehran Stock Exchange from 2017 to 2023, equivalent to 726 company-years, was analyzed using multiple regression analysis based on panel data.

Results: The findings indicate that an increase in the number of female managers on the board of directors significantly hinders company financialization. Furthermore, the results confirm the mediating role of ESG performance in the relationship between the presence of female managers and company financialization.

Conclusion: The presence of female managers on the board of directors can significantly reduce company financialization. Moreover, improvements in ESG performance strengthen the negative effect of female managers on company financialization.

Contribution: Overall, this study provides an effective approach to reducing the risk of company financialization from the perspective of internal governance structure and contributes to the literature on women's economic behavior in corporate governance.

Keywords: Financialization, Female Managers, Environmental, Social and Corporate Governance Performance, Gender Diversity.

JEL Classification: G32.

1. doi: 10.22051/jaasci.2025.48329.1879

2. Assistant Professor, Department of Accounting, Farabi Colleges, Tehran University, Qom, Iran. Corresponding Author. (a.afsay@ut.ac.ir).

3. Associate Professor, Department of Financial Management, Farabi Colleges, Tehran University, Qom, Iran. (m.nadiri@ut.ac.ir).

4. M.Sc. Student, Department of Accounting, Farabi Colleges, Tehran University, Qom, Iran. (t.kazemnezhad@ut.ac.ir).



نقش میانجی عملکرد زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیت شرکتی در رابطه بین حضور مدیران زن و سطح مالی شدن شرکت^۱

اکرم افسای^۲، محمد ندیری^۳، تیلا کاظم نژاد^۴

تاریخ دریافت: ۱۴۰۳/۰۷/۰۴

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۳/۱۱/۳۰

مقاله پژوهشی

چکیده

هدف: هدف این پژوهش بررسی تاثیر حضور مدیران زن در هیئت مدیره بر سطح مالی شدن شرکت هاست. همچنین این مطالعه به بررسی نقش میانجی عملکرد زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیت شرکتی در رابطه بین مدیران زن و میزان مالی شدن شرکت ها می پردازد.
روش: به منظور دستیابی به هدف پژوهش، نمونه‌ای برابر با ۱۲۱ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی بازه زمانی ۱۳۹۶ تا ۱۴۰۱ معادل ۷۲۶ سال- شرکت، با استفاده از تحلیل رگرسیون چندگانه مبتنی بر داده‌های ترکیبی مورد بررسی قرار گرفت.
یافته‌ها: یافته ها نشان داد که افزایش مدیران زن در هیئت مدیره به طور قابل توجهی مانع از مالی شدن شرکت می گردد. همچنین یافته‌ها نقش میانجی عملکرد زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیت شرکتی بر رابطه بین حضور مدیران زن و مالی شدن شرکت را تایید کرد.
نتیجه گیری: حضور مدیران زن در هیئت مدیره، می تواند سطح مالی شدن شرکت را کاهش دهد. همچنین بهبود عملکرد زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیت شرکتی تاثیر منفی مدیران زن بر سطح مالی شدن شرکت را تقویت می کند. در واقع با حضور مدیران زن و سرمایه گذاری بخشی از منابع شرکت در مسائل زیست محیطی و اجتماعی میزان مالی شدن شرکت ها تنزل می یابد. این مورد می تواند هم به دلیل کاهش منابع در دسترس باشد و هم به دلیل افزایش نظارت خارجی بر شرکت.
دانش افزایی: به طور کلی، این مطالعه روشی موثر برای کاهش ریسک مالی شدن شرکت ها از منظر ساختار حاکمیت داخلی شرکت ارائه داده و ادبیات رفتار اقتصادی زنان در حاکمیت شرکتی را توسعه می دهد.

واژه‌های کلیدی: مدیران زن، عملکرد زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیت شرکتی، مالی شدن شرکت، تنوع جنسیتی.

طبقه بندی موضوعی: G32

doi : 10.22051/jasci.2025.48329.1879

۲. استادیار، گروه حسابداری، دانشکده گان فارابی، دانشگاه تهران، قم، ایران. نویسنده مسئول. (a.afsay@ut.ac.ir).

۳. دانشیار، گروه مدیریت مالی، دانشکده گان فارابی، دانشگاه تهران، قم، ایران. (m.nadiri@ut.ac.ir).

۴. دانشجوی کارشناسی ارشد، گروه حسابداری، دانشکده گان فارابی، دانشگاه تهران، قم، ایران. (t.kazemnezhad@ut.ac.ir).

مقدمه

طی دهه گذشته، وضعیت سیاسی و اقتصادی بین‌المللی با تغییرات زیادی مواجه شده است. رشد اقتصادی در جهان کند شده و مشکلات مازاد ظرفیت و کاهش بازده سرمایه‌گذاری واقعی به تدریج به منحنی ظهور رسیده است. در پاسخ به این تغییرات، تعداد زیادی از بنگاه‌های اقتصادی وجوه خود را در بخش مالی سرمایه‌گذاری نموده و به توسعه سریع بخش مالی سرعت بخشیده‌اند که این موضوع به پدیده «مالی‌شدن»^۱ شرکت‌ها منجر شده است (یانگ^۲ و همکاران، ۲۰۲۴: ۲). در ایران نیز طی دهه اخیر، بخش مالی نسبت به بخش حقیقی اقتصاد با توسعه و رونق قابل ملاحظه‌ای همراه بوده است، به طوری که با توجه به وضعیت رکود اقتصادی، تورم‌های شدید، شوک‌های ارزی، تحریم‌های اقتصادی و کاهش درآمد حقیقی کشور، تمایل افراد و بنگاه‌های تجاری به سرمایه‌گذاری و فعالیت در بازارهای مالی و توسعه مالی شدن افزایش یافته است (معبودی و دره نظری، ۱۴۰۰: ۵۲). از منظر اثر، مالی‌شدن متوسط شرکت‌ها می‌تواند ریسک نقدینگی را کاهش دهد و مالی‌شدن بیش از حد شرکت‌ها می‌تواند هزینه تامین مالی شرکت‌های پرریسک را بالا ببرد، مقیاس بانکداری سایه^۳ را گسترش داده و حتی ریسک مالی سیستمی را افزایش دهد. از منظر توسعه، مالی‌شدن بخش حقیقی اقتصاد، در سراسر جهان در حال افزایش است (هانگ و لی^۴، ۲۰۲۴: ۲). کنفرانس مرکزی کار اقتصادی که در سال ۲۰۱۵ برگزار شد، اعلام کرد که مقدار زیادی از سرمایه به سمت اقتصاد مجازی سرازیر شده به طوری که به تورم حباب دارایی‌های مالی منجر گردیده است. خطرات این فرآیند به تدریج در حال ظاهر شدن است که بر چرخه کلی اقتصاد، تولید، گردش، توزیع و مصرف، اثر منفی می‌گذارد. اقتصاد ایران نیز در چند سال اخیر یکی از بدترین دوران خود را گذرانده، به طوری که رشد اقتصادی منفی و رشد نقدینگی بی سابقه مثبت بوده است. مطابق با آمار ارائه شده توسط بانک مرکزی ایران، نسبت نقدینگی به تولید ناخالص داخلی در سال ۱۳۹۸ برابر با ۱۰۴٪ بوده است (حاجی و همکاران، ۱۴۰۲: ۵۲). نوسان‌های

-
1. Financialization
 2. Yang
 3. Shadow Banking
 4. Huang and Lee

شدید متغیرهای اقتصادی در ایران تمایل بنگاه‌های تجاری را جهت سرمایه‌گذاری در عرصه اقتصاد حقیقی کاهش داده و شرکت‌ها برای ورود به بخش مالی انگیزه بیشتری پیدا کرده‌اند (اخگر و همکاران، ۱۴۰۲: ۶۱۸). در این شرایط، بررسی عوامل مؤثر بر مالی شدن شرکت‌ها، جلوگیری از مالی شدن بیش از حد و مقابله با هدایت اقتصاد به سمت انحراف از هدف اصلی آن ضروری است. با این حال مطالعات در این حوزه محدود است.

در سطح کلان، مطالعات نشان داده‌اند که عدم قطعیت سیاست اقتصادی به‌طور قابل توجهی باعث افزایش مالی شدن شرکت‌ها می‌گردد. در سطح خرد، مطالعات موجود تأثیر خاص ویژگی‌های تیم مدیران اجرایی و ساختار مالکیت شرکت را بر مالی شدن شرکت بررسی نموده‌اند (هانگ و لی، ۲۰۲۴: ۳). مکانیسم حاکمیت شرکتی همچون ویژگی‌های هیئت‌مدیره، عامل مهمی است که بر تصمیمات اجرایی یک شرکت تأثیرگذار است. در سال‌های اخیر، حضور زنان در هیئت‌مدیره‌ها و سایر مناصب مدیریتی مورد تأکید جدی قرار گرفته است و مدیران زن بیشتر در حاکمیت شرکتی قوی ایفای نقش می‌نمایند (ترجسن^۱ و همکاران، ۲۰۱۶: ۴۵۱). مدیران زن می‌توانند کانال‌های ارتباطی شرکت را گسترش دهند و کیفیت تصمیم‌گیری تیمی و کارایی مدیریت را بهبود بخشند (گارسیا و هررو^۲، ۲۰۲۱: ۵۹۴). علاوه بر این، مطالعات نشان داده‌اند شرکت‌هایی با نسبت بالاتری از مدیران زن، عملکرد زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیت شرکتی بهتری داشته‌اند (بشیری منش و همکاران، ۱۴۰۱: ۳۴۳). عملکرد زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیت شرکتی به عنوان یک عامل مؤثر برای دستیابی به توسعه پایدار شرکت‌ها، از اولویت ذینفعان حمایت می‌کند که می‌تواند به طور مؤثری از رفتار سوداگرانه مالی شدن بیش از حد شرکت جلوگیری نماید. با این حال مطالعات در حوزه عوامل مؤثر بر سطح مالی شدن شرکت‌ها، مخصوصاً در بین مطالعات داخلی بسیار محدود است. به طور خاص تاکنون هیچ مطالعه داخلی تأثیر حضور زنان بر سطح مالی شدن شرکت‌ها و همچنین نقش عملکرد زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیت شرکتی را بر مالی شدن مورد بررسی قرار نداده است. با هدف پر کردن این شکاف در ادبیات و با توجه به توسعه سطح مالی شدن در شرکت‌های ایرانی و

1. Terjesen

2. García and Herrero

اهمیت آن بر رشد اقتصادی واقعی کشور، این پژوهش به دنبال پاسخ به دو سوال است: (۱) آیا مدیران - زن بر سطح مالی شدن شرکت‌ها تاثیر گذارند؟ (۲) آیا عملکرد زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیت شرکتی در رابطه بین حضور مدیران زن و سطح مالی شدن شرکت نقش میانجی ایفا می‌کند؟ این مطالعه به بدنه رو به رشد ادبیاتی که بر مالی شدن شرکت‌ها تمرکز دارند، می‌افزاید. با توسعه مطالعات قبلی، این مطالعه شواهدی ارائه می‌دهد که حضور زنان در هیئت مدیره به کاهش مالی شدن شرکت‌ها کمک می‌کند. همچنین بهبود عملکرد زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیت شرکتی تاثیر منفی مدیران زن بر میزان مالی شدن شرکت را تقویت می‌کند. یافته‌های این پژوهش به شرکت‌ها کمک می‌کند تا تاثیرات مدیران زن را به طور جامع تری در نظر گیرند، اثربخشی وظایف نظارتی را با انتصاب مدیران زن افزایش دهند و از این طریق راهکاری برای جلوگیری از مالی شدن بیش از حد شرکت داشته باشند. در ادامه، پس از بررسی ادبیات و تدوین فرضیه‌ها، به روش‌شناسی پژوهش پرداخته، سپس یافته‌ها تشریح و نهایتاً بحث و نتیجه‌گیری بیان می‌گردد.

مبانی نظری و توسعه فرضیه‌ها

مدیران زن و سطح مالی شدن شرکت

ویژگی‌های هیئت مدیره می‌تواند بر رفتار سرمایه‌گذاری مالی شرکت‌ها تأثیر بگذارد. در مقایسه با مدیران مرد، مدیران زن ریسک‌گریزتر بوده و تمایل دارند در فعالیت‌های روزانه واحد تجاری تصمیمات کم‌ریسک‌تری اتخاذ نمایند (کامبرا^۱ و همکاران، ۲۰۲۳: ۴۳۰۲). این در حالی است که در مقایسه با روش‌های سرمایه‌گذاری واقعی، سرمایه‌گذاری‌های مالی شرکت‌ها به‌طور قابل توجهی با ریسک‌های بیشتری مواجه هستند و بازده این نوع سرمایه‌گذاری‌ها به شدت تحت تاثیر نوسانات سیاست‌های کلان اقتصادی است (اخگر و همکاران، ۱۴۰۲: ۶۱۸). براساس تئوری محدودیت منابع، افزایش سرمایه‌گذاری در دارایی‌های مالی بر سرمایه‌گذاری در دارایی‌های ثابت، تضعیف توان پرداخت بدهی‌ها، توانایی دستیابی به نقدینگی و افزایش ریسک مالی واحد تجاری تاثیر گذار است (هانگ و لی، ۲۰۲۴: ۲). بنابراین، هر چه نسبت مدیران زن بیشتر باشد، احتمال بیشتری وجود دارد

که از سرمایه‌گذاری شرکت در بخش مالی جلوگیری به عمل آید و سطح مالی شدن شرکت کاهش یابد. علاوه بر این، مدیران زن بیشتر نگران پایداری شرکت‌ها هستند و تأثیر کنترلی و نظارتی قوی‌تری بر رفتارهای غیرمنطقی شرکت در سرمایه‌گذاری‌های مالی دارند (چن^۱ و همکاران، ۲۰۲۱: ۲۵۶). از منظر توسعه سازمانی، نوآوری نقش مهمی در حفظ پایداری و پویایی شرکت‌ها دارد. با این حال، فعالیت‌های تحقیق و توسعه و نوآوری در شرکت‌ها یک چرخه طولانی مدت را طی می‌کند، نیاز به مبالغ بالای سرمایه‌گذاری دارد و در عین حال عدم اطمینان از بازدهی آن بالا است. مدیریت شرکت ممکن است برای دستیابی به سود مورد انتظار در کوتاه‌مدت، ناگزیر سرمایه‌گذاری در دارایی‌های مالی با بازده بالا را افزایش می‌دهد و سرمایه‌گذاری در تحقیق و توسعه و نوآوری شرکت را کاهش می‌دهد. این موضوع به نفع توسعه و پایداری بلندمدت شرکت نیست. مدیران زن تأثیر نظارتی بیشتری بر تصمیم‌گیری‌های واحد تجاری دارند، نقطه نظرات و دیدگاه‌های متفاوتی را به منظور تصمیم‌گیری به هیئت مدیره ارائه می‌دهند و خطاهای تصمیم‌گیری ناشی از ترجیحات ذهنی فردی را کاهش می‌دهند تا از مالی شدن بیش از حد شرکت جلوگیری شود (زالاتا^۲ و همکاران، ۲۰۱۹: ۳).

مدیران زن، عملکرد زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیت شرکتی و سطح مالی شدن شرکت

مدیران زن علاوه بر اینکه مستقیماً بر سطح مالی شدن شرکت تأثیر می‌گذارند، ممکن است به‌طور غیرمستقیم نیز از طریق عملکرد زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیت شرکتی بر مالی شدن شرکت تأثیرگذار باشند. از یک طرف، افزایش نسبت مدیران زن در هیئت مدیره به ارتقای عملکرد زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیت شرکتی شرکت کمک می‌کند. نظریه نقش اجتماعی نشان می‌دهد که تفاوت‌های آشکار ادراکی بین جنسیت زن و مرد می‌تواند بر تصمیمات رفتاری افراد تأثیر بگذارد. تفاوت معناداری در نحوه تفکر و انتخاب الگوهای اخلاقی و تصمیم‌گیری بین جنسیت زن و مرد وجود دارد (چن و همکاران، ۲۰۱۹: ۷۴). در مقایسه با مردان، زنان تمایل بیشتری به رعایت اخلاقیات به عنوان معیاری برای قضاوت، انتخاب و تصمیم‌گیری دارند. همچنین تمایل بیشتری برای پذیرفتن

1. Chen

2. Zalata

مسئولیت‌های اجتماعی شرکت در راستای افزایش عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیت-شرکتی از خود نشان می‌دهند (خماخم^۱ و همکاران، ۲۰۲۲: ۳). به علاوه، مدیران زن در تصمیم‌گیری‌های سازمانی علاوه بر نیازهای اقتصادی سهامداران، بر نیازهای ذینفعان مانند کارکنان، مشتریان و جوامع تمرکز دارند و با پاسخگویی به نیازهای آن‌ها، ارتباطات خود را با ذینفعان حفظ کرده و تعمیق می‌بخشند (گرین و همروی^۲، ۲۰۱۸: ۲۱). مدیران زن می‌توانند شرکت‌ها را به بهبود عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیت‌شرکتی ترغیب و هدایت نمایند. بر اساس مطالعات صورت گرفته، مدیران زن تمایل بیشتری به ادغام ملاحظات زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیت‌شرکتی در استراتژی‌های شرکت دارند (مرادی و ذوالفقاری، ۱۴۰۱: ۱۸). عبدی و همکاران (۱۳۹۸: ۵۶۳) دریافتند که حضور مدیران زن در شرکت، مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت را افزایش می‌دهد. مدیران زن کاهش آلودگی‌های زیست‌محیطی را به عنوان یک اولویت در نظر می‌گیرند و به احتمال زیاد از تنوع، شمول و همچنین اهداف مرتبط با محیط‌زیست حمایت می‌کنند، که به طور موثر ریسک‌های پیش روی کسب و کار را کاهش می‌دهد (هانگ و لی، ۲۰۲۴: ۳).

از سوی دیگر، عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیت‌شرکتی می‌تواند به مهار مالی شدن شرکت کمک کند. علت اصلی مالی شدن بیش از حد شرکت، مفهوم سنتی اولویت‌سهمداران است، که باعث می‌شود تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت در راستای حداکثرسازی سود برای سهامداران باشد (تحریری و افسای، ۱۴۰۰: ۷۲). عملکرد بهتر زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیت‌شرکتی حاکی از آن است که شرکت‌ها بیشتر بر توسعه بلندمدت تمرکز دارند، بنابراین از دیدگاه کوتاه‌مدت در سرمایه‌گذاری مالی اجتناب می‌کنند که این موضوع از مالی شدن بیش از حد شرکت جلوگیری می‌نماید (فیوریلو^۳ و همکاران، ۲۰۲۴: ۲). در واقع، عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیت‌شرکتی یک سرمایه‌گذاری بلندمدت است که به مجموعه‌ای از منابع مانند سرمایه‌گذاری در تجهیزات تصفیه آلودگی و ایجاد کمیته‌های خاص مسائل زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیت‌شرکتی نیاز دارد. در این فرآیند، شرکت‌ها تصمیم می‌گیرند برخی از دارایی‌های مالی نقد خود را

1. Khemakhem
2. Green and Homroy
3. Fiorillo

برای تأمین مالی فعالیت‌های مسئولانه اجتماعی بفرهوشند و در نتیجه سطح مالی شدن خود را کاهش دهند. علاوه بر این، شرکت‌ها با فعالیت در مسائل زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیت شرکتی نظارت بازار بر خود را افزایش می‌دهند که منجر به کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و به دنبال آن کاهش مالی شدن شرکت می‌گردد. عملکرد زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیت شرکتی نیازمند گزارشگری و افشای اطلاعات است که منجر به نظارت خارجی بیشتر بر رفتار شرکت می‌گردد (وانگ^۱، ۲۰۲۴: ۲). در این حالت، پنهان کردن رفتارهای سرمایه‌گذاری مالی بیش از حد برای مدیران دشوار است، از این رو احتمالاً سطح مالی شدن شرکت کاهش می‌یابد.

پژوهش‌های پیشین به اشکال مختلف تاثیر مدیران زن، عملکرد زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیتی و همچنین مالی شدن شرکت را به هم پیوند داده‌اند. هانگ و لی (۲۰۲۴: ۱۲) دریافتند حضور زنان، میزان مالی شدن را در شرکت کاهش می‌دهد. دانگ^۲ و همکاران (۲۰۲۲: ۵) نشان دادند بین حضور بانوان در هیئت مدیره شرکت‌ها و عملکرد اجتماعی شرکت‌ها رابطه مثبت وجود دارد. برونا^۳ و همکاران (۲۰۲۰: ۶) دریافتند در شرکت‌هایی که مسئولیت‌پذیری اجتماعی بالایی دارند رابطه بین حضور زنان در هیئت مدیره و عملکرد اجتماعی مثبت و درخور توجه می‌باشد. گارانینا و مورایو^۴ (۲۰۲۰: ۱۹) دریافتند که شرکت‌هایی با هیئت مدیره دارای تنوع جنسیتی، از ارزش بازار بالاتر و سودآوری بهتری برخوردار می‌باشند. این تأثیرات به ویژه زمانی مشخص می‌شود که شرکت‌ها چندین مدیر زن را به عنوان عضو هیئت مدیره در خدمت دارند. مارتینز^۵ و همکاران (۲۰۱۹: ۹) دریافتند که افزایش تعداد زنان در هیئت مدیره، عملکرد مالی شرکت‌ها را بهبود می‌بخشد. در بین مطالعات داخلی، اخگر و همکاران (۱۴۰۲: ۶۴۷) دریافتند که عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر مالی‌سازی، تاثیر منفی و معناداری دارد و با افزایش عدم قطعیت سیاست اقتصادی، سطح دارایی‌های مالی شرکت‌ها کاهش می‌یابد. معصومی و آذین‌جم (۱۴۰۱: ۶۲۹) دریافتند وجود زنان در هیئت مدیره موجب افزایش عملکرد زیست محیطی شرکت می‌گردد و توانایی شرکت را در ایجاد

1. Wang
2. Dang
3. Bruna
4. Garanina and Muravyev
5. Martínez

و جذب منابع مختلف برای انجام مسئولیت‌های زیست‌محیطی افزایش می‌دهد. مرادی و ذوالفقاری (۱۴۰۱: ۳۸) دریافتند تنوع‌جنسیتی هیئت‌مدیره، دوگانگی مدیرعامل و جا به جایی مدیرعامل بر مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت‌ها تأثیر مثبت دارد. بشیری منش (۱۴۰۰: ۳۵۹) دریافتند حضور زنان در هیئت‌مدیره موجب افزایش قابلیت‌مقایسه صورت‌های مالی شده و تأثیر مستقیم و معناداری بر بیان‌صادقانه و به موقع بودن گزارش‌های مالی دارد. محمدی و یوسف‌وند (۱۴۰۰: ۱۸) دریافتند که حضور زنان در کمیته‌حسابرسی منجر به تقویت توانایی مدیریت می‌گردد. کاظمی و همکاران (۱۳۹۸: ۱۶۲) دریافتند که حضور زنان در هیئت‌مدیره روش مناسبی برای بهبود نظارت بر مدیریت و کیفیت گزارشگری مالی است. عبدی و همکاران (۱۳۹۸: ۵۶۳) دریافتند که حضور مدیران زن در شرکت تأثیر مثبت و معناداری بر مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت‌ها دارد. ایمانی برندق و همکاران (۱۳۹۷: ۲۷۹) دریافتند که حضور زنان در هیئت‌مدیره منجر به نظارت بهتر و کاهش رفتارهای فرصت‌طلبانه می‌گردد که بهبود کیفیت کنترل‌های داخلی را به همراه دارد.

فرضیه‌های پژوهش

فرضیه اول: مدیران زن تأثیر منفی و معناداری بر سطح مالی‌شدن شرکت دارند.

فرضیه دوم: عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیت‌شرکتی در رابطه بین مدیران زن و سطح مالی‌شدن شرکت نقش میانجی دارد.

روش‌شناسی پژوهش

داده‌ها و اطلاعات بکارگرفته شده در این پژوهش از نوع تاریخی و پس‌رویدادی است. جامعه آماری این پژوهش شامل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد که از ابتدای سال ۱۳۹۶ تا پایان ۱۴۰۱ در بورس فعال بوده و حائز شرایطی به این ترتیب می‌باشند: ۱. طی بازه زمانی پژوهش عضویت آنها در بورس اوراق بهادار تهران تداوم داشته باشد. ۲. داده‌های مورد نیاز پژوهش برای آنها در بازه زمانی پژوهش در دسترس باشد. ۳. جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه‌گری مالی، هلدینگ، بانک و لیزینگ نباشند. ۴. پایان‌سال مالی شرکت‌ها طی بازه پژوهش تغییر نکرده باشد و منتهی به پایان اسفند ماه باشد. در نهایت پس‌از اعمال شروط فوق، تعداد ۱۲۱

شرکت (معادل ۷۲۶ سال-شرکت) به عنوان نمونه آماری انتخاب شدند. برای گردآوری داده‌ها از بانک اطلاعاتی ره‌آورد نوین و گزارش‌های منتشر شده در کدال استفاده شد. فرضیه‌های پژوهش بر اساس داده‌های ترکیبی و با استفاده از مدل‌های رگرسیون چندگانه آزمون شدند.

مدل‌های پژوهش

مدل رگرسیون زیر (مدل ۱) برای بررسی ارتباط بین درصد مدیران زن با میزان مالی شدن شرکت، جهت آزمون فرضیه اول پژوهش برآورد می‌گردد. متغیرهای کنترلی مدل‌های پژوهش از مطالعات قبلی (همچون، هانگ و لی، ۲۰۲۴) که مالی شدن را به عنوان متغیر وابسته بررسی نموده‌اند، اتخاذ شده است.

مدل (۱)

$$FIN_{it} = \beta_0 + \beta_1 FD_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 MBV_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \beta_5 FIX_{it} + \beta_6 CFO_{it} + \beta_7 BINDE_{it} + \beta_8 CONOWN_{it} + \beta_9 AGE_{it} + \varepsilon_{it}$$

مدل رگرسیون زیر (مدل ۲) برای بررسی نقش میانجی عملکرد زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیت شرکتی در رابطه بین حضور مدیران زن با میزان مالی شدن شرکت، جهت آزمون فرضیه دوم پژوهش برآورد می‌گردد.

مدل (۲)

$$FIN_{it} = \beta_0 + \beta_1 FD_{it} + \beta_2 ESG_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 MBV_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \beta_6 FIX_{it} + \beta_7 CFO_{it} + \beta_8 BINDE_{it} + \beta_9 CONOWN_{it} + \beta_{10} AGE_{it} + \varepsilon_{it}$$

نحوه اندازه‌گیری متغیرهای مدل‌های رگرسیونی فوق به ترتیب زیر است.

متغیر وابسته - سطح مالی شدن شرکت (FIN)

متغیر وابسته مدل‌های پژوهش، سطح مالی شدن شرکت (FIN) است. براساس پژوهش اخگر و همکاران (۱۴۰۲: ۶۳۲) و دمیر^۱ (۲۰۰۹: ۳۱۸) سطح مالی شدن از تقسیم دارایی‌های مالی

(شامل سرمایه‌گذاری شرکت در سهام، اوراق مشارکت و اوراق تامین مالی اسلامی، مشتقات مالی، سود سهام‌دریافتی، بهره‌های‌دریافتی، وام‌ها و پیش‌پرداخت‌ها) بر کل دارایی‌ها، اندازه‌گیری می‌شود. این داده‌ها از متن صورت‌های مالی و یادداشت‌های توضیحی استخراج شد.

متغیر مستقل - مدیران زن (FD)

متغیر مستقل مدل پژوهش است که در صورت وجود حداقل یک زن در هیئت مدیره این متغیر عدد یک و در غیر اینصورت برابر با صفر خواهد بود (چن و همکاران، ۲۰۱۶: ۲۷).

متغیر میانجی - عملکرد زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیت شرکتی (ESG)

عملکرد زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیت شرکتی (ESG) متغیر میانجی مدل دوم پژوهش است. به پیروی از ملکیان و همکاران (۱۳۹۸) و تحریری و افسای (۱۴۰۰) برای محاسبه این شاخص از چک لیست تدوین شده‌ای که فخاری و همکاران (۱۳۹۶: ۱۸۱) ارائه دادند استفاده می‌شود. بدین صورت که بر اساس چک‌لیست پژوهش مذکور، گزارش‌های هیئت‌مدیره به دقت مورد تحلیل محتوا قرار گرفته و در صورت وجود هر شاخص برای آن امتیاز ۱ و در غیر اینصورت امتیاز صفر در نظر گرفته می‌شود. کل امتیازات قابل حصول ۲۹ امتیاز است که شامل سه بعد زیست محیطی (۹ سوال)، اجتماعی (۱۱ سوال؛ حقوق نیروی کار از بعد اجتماعی این چک لیست حذف شد) و حاکمیتی (۹ سوال) است. سپس با استفاده از مدل وزنی زیر امتیاز مسئولیت زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیتی شرکت محاسبه می‌گردد:

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

ESG نمایانگر نمره میزان گزارشگری زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیتی؛ E نمایانگر نمره بعد زیست محیطی؛ S نمایانگر نمره بعد اجتماعی و G نمایانگر نمره بعد حاکمیتی است. ضرایب ارائه شده برای هر بعد، ضرایبی است که در پژوهش فخاری و همکاران (۱۳۹۶) شناسایی و تعیین شده‌اند. شاخص‌های مربوط به ابعاد افشاء زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیتی به شرح زیر است:

جدول ۱. شاخص های ابعاد زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیتی

شاخص های بعد حاکمیتی	شاخص های بعد اجتماعی	شاخص های بعد زیست محیطی
۱. رعایت حقوق سهامداران	۱. سلامت و امنیت و بهره وری	۱. آلاینده‌گی و آلودگی، ضایعات
۲. کمیته ها	۲. حقوق نیروی کار	۲. انرژی، بهره وری، آب
۳. مدیریت ریسک	۳. ادراک اجتماعی ذینفعان	۳. تنوع زیستی
۴. جبران عملکرد	۴. سلامت تولید	۴. تغییر آب و هوا
۵. اخلاق و اصول رفتاری	۵. عدم تبعیض و شمول اجتماعی	۵. ارزیابی ریسک محیطی
۶. شفاف سازی راهبری	۶. مسائل اجتماعی مشتریان و زنجیره تامین	۶. مسائل خدمات و زنجیره تامین
۷. انطباق با قوانین	۷. رعایت اصول حقوق بشر	۷. آموزش محیطی
۸. ترکیب هیئت مدیره	۸. توسعه اجتماعی و بشر دوستی	۸. سیستم مدیریت محیطی
۹. مدیریت ریسک سرمایه گذاری	۹. سرمایه گذاری مسئولیت اجتماعی	۹. شفاف سازی محیطی
	۱۰. حفظ نام تجاری و رفتار ضد رقابتی	
	۱۱. یادگیری و آموزش اجتماعی	
	۱۲. شفاف سازی اجتماعی	

متغیرهای کنترلی

مطابق با ادبیات پژوهش و با پیروی از مطالعات چن و همکاران (۲۰۲۱)، ژو و گو (۲۰۲۱) و هانگ و لی (۲۰۲۴) متغیرهایی که ارتباط تنگاتنگی با مالی شدن شرکت دارند به عنوان متغیرهای کنترلی مدل های پژوهش به کار گرفته شدند.

اندازه شرکت (SIZE): لگاریتم طبیعی کل دارایی های شرکت؛

فرصت های رشد (MBV): نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام؛

اهرم مالی (LEV): نسبت کل بدهی ها به کل دارایی ها؛

نسبت دارایی های ثابت (FIX): نسبت دارایی های ثابت به کل دارایی ها؛

جریان های نقد عملیاتی (CFO): نسبت جریان های نقد عملیاتی به کل دارایی ها؛ استقلال هیات-

مدیره (BINDE): نسبت اعضای غیرموظف هیئت مدیره به کل اعضای هیئت مدیره؛

تمرکز مالکیت (CONOWN): مجذور درصد سهامداران نهادی که مالک بیش از ۵ درصد

سهام شرکت هستند؛

سن شرکت (AGE): برابر است با لگاریتم طبیعی تفاوت بین سال تاسیس شرکت تا سال جاری.

یافته‌های پژوهش

آمار توصیفی

جدول ۲ و ۳ نتایج آمار توصیفی متغیرهای پژوهش را ارائه می‌دهد. لازم به ذکر است که به منظور کاهش پراکندگی داده‌ها، یک درصد بالاترین و پایین‌ترین داده‌های مربوط به هر متغیر، به عنوان داده‌های پرت، با آخرین رقم حد بالا و پایین جایگزین شد.

میانگین سطح مالی شدن شرکت‌های نمونه برابر ۱۰/۷ درصد است. از بین ۷۲۶ سال-شرکت مورد بررسی ۷۹ سال-شرکت دارای عضو هیئت مدیره خانم بودند که ۰/۱۰۹ نمونه را تشکیل می‌دهد. میانگین و میانه اهرم مالی به ترتیب ۰/۵۴۹ و ۰/۴۵۵ است که در محدوده معقولی قرار دارند که نشان می‌دهد در مجموع، شرکت‌ها ساختار بدهی خوبی دارند و ۵۴ درصد از منابع مالی شرکت‌ها از طریق بدهی، تامین مالی شده است. انحراف استاندارد آن ۰/۱۳۴ است که نشان می‌دهد تغییرات زیادی در نسبت بدهی بین شرکت‌ها است. به طور متوسط ۵۸ درصد از اعضای هیئت مدیره در شرکت‌های مورد بررسی مدیران غیرموظف هستند. تمرکز مالکیت دارای ارزش متوسط ۰/۴۵۱ است و نشان می‌دهد که بخش قابل توجهی از سهام شرکت در اختیار گروه نسبتاً کوچکی از سهامداران است که به طور بالقوه به آنها نفوذ قابل توجهی بر تصمیم‌گیری و حاکمیت شرکت می‌دهد.

جدول ۳. آمار توصیفی متغیر کمی پژوهش

متغیر	نماد	شرح	فراوانی	درصد
زنان	FD	۱	۷۹	۰/۱۰۹
		۰	۶۴۷	۰/۸۹۱

آمار استنباطی

در پژوهش حاضر برای تشخیص الگوی مناسب هر مدل، آزمون های F لیمر و هاسمن اجرا شد. مقدار کمتر از ۵٪ احتمال F نشان داد که مدل دارای اثرات ثابت یا تصادفی است. بنابراین آزمون هاسمن انجام و نتایج مقدار احتمال کمتر از ۵٪ را نشان داد. بنابراین الگوی داده‌های تابلویی با اثرات ثابت جهت برآورد مدل‌های پژوهش مناسب تشخیص داده شد.

جدول ۲. آمار توصیفی متغیرهای کمی پژوهش

متغیر	نماد	میانگین	میانه	حداکثر	حداقل	انحراف معیار
سطح مالی شدن شرکت	FIN	۰/۱۰۷	۰/۰۷۲	۰/۲۱۰	۰/۰۰۰	۰/۱۴۹
عملکرد زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیت شرکتی	ESG	۵/۰۱۴	۴/۷۱۷	۷/۵۲۴	۰/۶۱۹	۱/۵۳۰
اندازه شرکت	Size	۱۳/۲۱۷	۱۳/۹۱۱	۱۶/۸۸۹	۱۰/۷۱۲	۱/۴۸۳
فرصت‌های رشد	MBV	۲/۵۳۴	۲/۰۱۶	۹/۶۲۸	۰/۱۳۸	۱/۱۰۹
نسبت دارایی‌های ثابت	FIX	۰/۲۴۱	۰/۲۱۸	۰/۶۱۵	-۰/۰۴۲	۰/۱۸۳
اهرم مالی	LEV	۰/۵۴۹	۰/۴۵۵	۰/۸۵۲	۰/۱۲۶	۰/۱۳۴
جریان‌های نقد عملیاتی	CFO	۰/۲۹۹	۰/۱۸۷	۰/۷۵۶	۰/۰۷۱	۰/۱۵۷
استقلال هیئت مدیره	BDIND	۰/۵۸۳	۰/۵۰۰	۰/۸۰۰	۰/۲۰۰	۰/۱۳۳
تمرکز مالکیت	Conown	۰/۴۵۱	۰/۳۵۴	۰/۷۴۲	۰/۰۸۲	۰/۱۲۹
سن شرکت	AGE	۳/۳۴۷	۲/۸۵۲	۴/۶۴۸	۱/۹۷۷	۰/۲۶۰

به‌منظور برآورد مدل‌های پژوهش، آزمون عامل تورم واریانس (VIF) که یکی از پیش فرض‌ها در برآورد مشکل هم‌خطی در مدل‌های چندگانه می‌باشد انجام شد. آماره VIF تمام متغیرهای توضیحی کمتر از ۵ و مطلوب شناسایی شد. مطابق با افلاطونی (۱۳۹۸: ۳۲۶) برای رفع ناهمسانی واریانس و خودهمبستگی سریالی جملات خطای هر مقطع در بازه زمانی مورد بررسی از تصحیح خوشه‌ای در سطح شرکت‌ها (معادل خوشه‌بندی مقاطع) استفاده شد.

برآورد مدل اول پژوهش

جدول ۴. برآورد مدل اول پژوهش

متغیر وابسته: مالی شدن (FIN)					
متغیر	نماد	ضریب	آماره t	معناداری آماره t	VIF
مدیران زن	FD	-۰/۰۱۸	-۲/۰۴۷	۰/۰۴۱	۱/۴۲۳
اندازه شرکت	SIZE	۰/۰۴۱	۲/۶۱۸	۰/۰۰۹	۱/۲۰۶
فرصت‌های رشد	MBV	-۰/۰۰۲	-۱/۹۸۰	۰/۰۴۸	۲/۴۶۹
نسبت دارایی‌های ثابت	FIX	-۰/۰۳۵	-۶/۵۶۸	۰/۰۰۰	۱/۶۳۵

متغیر وابسته: مالی شدن (FIN)

متغیر	نماد	ضریب	آماره t	معناداری آماره t	VIF
اهرم مالی	LEV	-۰/۰۳۷	-۱/۶۷۶	۰/۰۹۴	۱/۸۲۸
تمرکز مالکیت	CONOWN	۰/۰۰۹	۱/۳۵۱	۰/۱۷۷	۱/۳۵۴
جریان‌های نقد عملیاتی	CFO	-۰/۰۴۶	-۵/۸۱۵	۰/۰۰۰	۱/۵۱۲
استقلال هیات مدیره	BINDE	۰/۰۱۰	۰/۶۶۵	۰/۵۰۶	۲/۰۱۹
سن شرکت	AGE	-۰/۰۲۳	-۲/۲۰۱	۰/۰۲۸	۲/۲۷۵
ضریب ثابت	C	۰/۳۱۵	۴/۱۲۶	۰/۰۰۰	-
ضریب تعیین تعدیل شده (R^2 Adjusted)		۰/۶۴۱	آماره فیشر (معناداری)	۳۶/۵۸۹	(۰/۰۰۰)

نتایج حاصل از آزمون مدل اول پژوهش در جدول ۴ ارائه شده است که در آن ضریب تعیین تعدیل شده مدل برابر است با ۰/۶۴۱ و نشان می‌دهد که متغیرهای توضیحی در مدل توانسته‌اند ۶۴ درصد از تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند. ضریب و احتمال مربوط به آماره t بدست آمده برای متغیر مدیران زن به ترتیب ۲/۰۴۷- و ۰/۰۴۱ است. بنابراین در سطح اطمینان ۹۵٪ حضور مدیران زن در هیئت مدیره بر مالی شدن شرکت تاثیر منفی و معناداری دارد و شرکت‌هایی با مدیران زن، کمتر در دارایی‌های مالی سرمایه‌گذاری می‌کنند. بدین ترتیب فرضیه اول پژوهش مبنی بر اینکه حضور زنان در هیئت مدیره سطح مالی شدن شرکت را کاهش می‌دهد، پذیرفته می‌شود.

همچنین نتایج مندرج در جدول ۴ بیانگر این است که اندازه شرکت تاثیر مثبت و معناداری بر سطح مالی شدن شرکت دارد که با یافته‌های اخگر و همکاران (۱۴۰۲) سازگار است. در واقع شرکت‌های بزرگتر، بیشتر در دارایی‌های مالی سرمایه‌گذاری می‌نمایند. فرصت‌های سود، نسبت دارایی‌های ثابت (سازگار با اخگر و همکاران، ۱۴۰۲)، جریان‌های نقد عملیاتی و سن شرکت (سازگار با هانگ و لی، ۲۰۲۴) نیز تاثیر منفی و معناداری بر سطح مالی شدن شرکت دارد. بنابراین شرکت‌هایی که بیشتر در دارایی‌های ثابت سرمایه‌گذاری نموده‌اند و همچنین شرکت‌هایی با قدمت، سودآوری و جریان‌های نقدی عملیاتی بیشتر، کمتر در دارایی‌های مالی سرمایه‌گذاری می‌کنند.

برآورد مدل دوم پژوهش

جدول ۵. برآورد مدل دوم پژوهش

متغیر وابسته: مالی شدن (FIN)					
متغیر	نماد	ضریب	آماره t	معناداری آماره t	VIF
مدیران زن	FD	-۰/۰۲۴	-۲/۲۹۵	۰/۰۲۲	۱/۴۵۶
عملکرد زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیت شرکتی	ESG	-۰/۰۰۳	-۲/۱۲۴	۰/۰۳۴	۱/۸۶۷
اندازه شرکت	SIZE	۰/۰۲۳	۲/۷۵۶	۰/۰۰۶	۱/۲۲۴
فرصت‌های رشد	MBV	-۰/۰۰۴	-۲/۲۴۶	۰/۰۲۵	۲/۵۰۱
نسبت دارایی‌های ثابت	FIX	-۰/۰۲۹	-۷/۴۱۳	۰/۰۰۰	۱/۶۳۲
اهرم مالی	LEV	-۰/۰۰۲	-۱/۷۹۵	۰/۰۷۳	۱/۸۴۹
تمرکز مالکیت	CONOWN	۰/۰۱۹	۱/۵۶۴	۰/۱۱۸	۱/۳۷۳
جریان‌های نقد عملیاتی	CFO	-۰/۰۳۸	-۵/۸۵۱	۰/۰۰۰	۱/۴۹۰
استقلال هیات مدیره	BINDE	۰/۰۱۷	۰/۶۷۶	۰/۴۹۹	۲/۰۲۸
سن شرکت	AGE	-۰/۰۳۵	-۲/۱۷۴	۰/۰۳۰	۲/۲۶۳
ضریب ثابت	C	۰/۴۳۶	۳/۳۰۴	۰/۰۰۱	-
ضریب تعیین تعدیل شده (Adjusted R ²)		۰/۶۶۳	آماره فیشر (معناداری)	۳۹/۲۴۶	(۰/۰۰۰)

جدول ۶. نتایج آزمون سوایل

احتمال آماره آزمون سوایل	آماره آزمون سوایل	مدل دوم
۰/۰۳۳	۲/۱۰۸	

نتایج حاصل از آزمون مدل دوم پژوهش در جدول ۵ ارائه شده است که در آن ضریب تعیین تعدیل شده مدل برابر است با ۰/۶۶۳ و نشان می‌دهد که متغیرهای توضیحی در مدل توانسته‌اند ۶۶ درصد از تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند. همچنین با توجه به سطح معناداری کمتر از ۵٪ مربوط به آماره فیشر، نیکویی برازش مدل بالا و مورد تایید است. ضریب و احتمال مربوط به آماره t بدست آمده برای متغیر مدیران زن به ترتیب برابر با ۲/۲۹۵- و ۰/۰۲۲ و برای متغیر میانجی عملکرد زیست

محیطی، اجتماعی و حاکمیت شرکتی به ترتیب برابر با ۲/۱۲۴- و ۰/۰۳۴ می باشد که در سطح اطمینان ۹۵٪ روابط معناداری را نشان می دهند. نتایج نشان می دهد که ورود متغیر میانجی عملکرد زیست-محیطی، اجتماعی و حاکمیت شرکتی، اثر منفی حضور مدیران زن بر سطح مالی شدن شرکت را تقویت می کند. بدین ترتیب فرضیه دوم پژوهش مبنی بر اینکه عملکرد زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیت شرکتی در رابطه بین مدیران زن و سطح مالی شدن شرکت نقش میانجی دارد، تایید می گردد. جهت اطمینان از نتایج حاصل شده، آزمون سوبل اجرا شد. مطابق با نتایج آزمون سوبل ارائه شده در جدول ۶ و معناداری آماره آزمون سوبل در سطح اطمینان ۹۵٪، نقش میانجی عملکرد زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیت شرکتی در رابطه بین مدیران زن و سطح مالی شدن شرکت تایید می گردد.

آزمون های تکمیلی

به عنوان آزمون های تکمیلی، ابتدا نمونه پژوهش بر اساس عملکرد زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیت شرکتی (ESG) به دو گروه "ESG بالاتر از میانگین" و "ESG پایین تر از میانگین" تقسیم شده و سپس آزمون فرضیه دوم پژوهش در هر گروه به طور جداگانه صورت پذیرفت. در واقع آزمون های تکمیلی به این منظور انجام شد که مشخص نماید آیا عملکرد زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیت شرکتی بالا، نسبت به عملکرد زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیت شرکتی پایین بر رابطه بین حضور مدیران زن و سطح مالی شدن شرکت به طور متفاوتی تاثیر گذار است یا خیر. مطابق با نتایج برآورد مدل ها که در جدول ۷ ارائه شده است، در شرکت هایی با عملکرد زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیت شرکتی بالاتر از میانگین، مدیران زن تاثیر منفی و معناداری بر مالی شدن شرکت داشتند. در حالی که در شرکت هایی با عملکرد زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیت شرکتی پایینتر از میانگین، حضور مدیران زن تاثیر معناداری بر سطح مالی شدن شرکت نداشت. همچنین نتایج نشان می دهد در شرکت هایی با عملکرد زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیت شرکتی بالاتر از میانگین، اندازه شرکت تاثیر مثبت و معنادار و فرصت های رشد، نسبت دارایی های ثابت، جریان های نقد عملیاتی و سن شرکت تاثیر منفی و معناداری بر سطح مالی شدن شرکت دارند. همچنین در شرکت هایی با عملکرد زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیت شرکتی پایین تر از میانگین، فرصت های

رشد، نسبت دارایی های ثابت و جریان های نقد عملیاتی تاثیر منفی و معناداری بر سطح مالی شدن شرکت دارند.

جدول ۷. نتایج آزمون های تکمیلی

متغیر وابسته: مالی شدن (FIN)					
ESG پایین تر از میانگین		ESG بالاتر از میانگین		نماد	متغیر
آماره t	ضریب	آماره t	ضریب		
-۱/۹۱۷	-۰/۰۰۴	-۲/۴۲۸*	-۰/۰۳۲	FD	مدیران زن
-	-	*-۲/۳۱۱	-۰/۰۰۸	ESG	عملکرد زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیت شرکتی بالاتر از میانگین
-۰/۹۸۴	-۰/۰۰۱	-	-	ESG	عملکرد زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیت شرکتی پایین تر از میانگین
۱/۵۳۹	۰/۰۴۷	۲/۷۰۶*	۰/۰۲۹	SIZE	اندازه شرکت
-۲/۰۸۳*	۰/۰۰۰-	-۲/۱۳۷*	۰/۰۰۶-	MBV	فرصت های رشد
-۷/۳۰۲*	-۰/۰۲۲	-۶/۲۶۳*	-۰/۰۴۱	FIX	نسبت دارایی های ثابت
-۱/۷۵۵	-۰/۰۳۶	-۱/۸۴۸	-۰/۰۱۲	LEV	اهرم مالی
۰/۶۸۸	۰/۰۱۸	۱/۰۲۵	۰/۰۲۰	CONOWN	تمرکز مالکیت
-۴/۰۳۷*	-۰/۰۳۳	-۵/۸۲۴*	-۰/۰۵۴	CFO	جریان های نقد عملیاتی
۰/۵۱۹	۰/۰۱۶	۰/۶۲۹	۰/۰۲۵	BINDE	استقلال هیات مدیره
-۱/۲۲۱	-۰/۰۳۷	-۲/۱۹۲*	-۰/۰۴۳	AGE	سن شرکت
۳/۹۱۵*	۰/۴۳۲	۴/۳۵۰*	۰/۳۹۶	C	ضریب ثابت
۰/۴۰۹		۰/۵۹۵		ضریب تعیین تعدیل شده (Adjusted R ²)	
(۰/۰۰۰) ۲۱/۸۱۶		(۰/۰۰۰) ۳۰/۷۳۴		آماره فیشر (معناداری)	

بحث و نتیجه گیری

در طی سال های اخیر ساختار اقتصادی کشور، رکود تورمی و افزایش سودآوری و جذابیت سرمایه گذاری در بازارهای مالی به افزایش مشارکت افراد و بنگاه های اقتصادی در بخش مالی منجر شده است، به نحوی که بسیاری از افراد و بنگاه های اقتصادی سرمایه خود را از بخش حقیقی به بخش

مالی اقتصاد انتقال داده‌اند. مالی شدن با فراهم آوردن فرصت‌های سرمایه‌گذاری مالی به کاهش سرمایه‌گذاری در بخش حقیقی اقتصاد و به دنبال آن کاهش سرمایه‌گذاری در تجهیزات دوست‌دار محیط‌زیست و مسائل اجتماعی و حاکمیت‌شرکتی منجر می‌گردد. حضور مدیران زن در هیئت‌مدیره، می‌تواند بر تصمیم‌گیری‌های شرکت تاثیرگذار باشد. زنان در تصمیمات خود ریسک‌گریزتر هستند و به مسائل زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیت‌شرکتی توجه بیشتری دارند. مطالعات قبلی نشان‌دهنده حضور مدیران زن در هیئت‌مدیره، می‌تواند سرمایه‌گذاری در پروژه‌های پُریسک را به طور چشمگیری کاهش دهد. پژوهش حاضر با توسعه مطالعات قبلی، ابعاد جدیدی از تاثیرگذاری مدیران زن در شرکت‌ها را مورد بررسی قرار می‌دهد. این پژوهش به دنبال پر کردن شکاف ادبیات، تلاش‌کرد حضور مدیران زن در هیئت‌مدیره، سطح مالی شدن شرکت و عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیت‌شرکتی را در یک چارچوب تحلیلی یکپارچه بگنجانند. در واقع این پژوهش به دنبال پاسخ به دو سوال بود. اول اینکه آیا مدیران زن بر سطح مالی شدن شرکت‌ها تاثیرگذارند؟ دوم اینکه آیا عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیت‌شرکتی در رابطه بین حضور مدیران زن و سطح مالی‌شدن شرکت نقش میانجی دارد؟ یافته‌ها تاثیر مدیران زن بر کاهش مالی شدن شرکت را تأیید کرد و نشان داد که افزایش نسبت مدیران زن در هیئت‌مدیره به طور معناداری مانع از مالی شدن شرکت می‌گردد که با یافته‌های هانگ و لی (۲۰۲۴) سازگار است. همچنین یافته‌ها نشان داد که رابطه بین حضور مدیران زن و سطح مالی شدن شرکت در شرکت‌هایی با مسئولیت اجتماعی بالا، تحت تاثیر متغیر میانجی عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیت‌شرکتی قرار می‌گیرد. در واقع حضور مدیران زن و به دنبال آن بهبود عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیت‌شرکتی منجر به کاهش سطح مالی شدن شرکت می‌گردد. مدیران زن با سرمایه‌گذاری و اختصاص بخشی از منابع شرکت‌ها در مسائل زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیت‌شرکتی به کاهش میزان مالی شدن شرکت کمک می‌کنند. این یافته‌ها با نتایج هانگ و لی (۲۰۲۴)، دانگ و همکاران (۲۰۲۲) و عبدی و همکاران (۱۳۹۸) سازگار است. همچنین مطابق با نتایج آزمون‌های تکمیلی، در شرکت‌هایی با عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیت‌شرکتی بالاتر از میانگین، حضور مدیران زن، سطح مالی شدن شرکت

را کاهش می دهد. درحالی که در شرکت هایی با عملکرد زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیت شرکتی پایین تر از میانگین، حضور مدیران زن تاثیر معناداری بر سطح مالی شدن شرکت ندارد. در واقع می توان نتیجه گرفت در صورتیکه مدیران زن بر بهبود عملکرد زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیت شرکتی تاثیرگذار نباشند بر سطح مالی شدن شرکت نیز تاثیرگذار نیستند و به طور کلی این دسته از مدیران زن بر انجام مسئولیت های اجتماعی شرکت تاکید چندانی ندارند.

بر اساس یافته های پژوهش، توصیه می شود ساختار هیئت مدیره ها با گنجاندن مدیران زن بهینه سازی گردد تا اثر بازدارنده مدیران زن بر مالی شدن شرکت اعمال گردد. همانطور که مطالعات قبلی همچون کامبرا و همکاران (۲۰۲۳) نشان دادند مدیران زن معمولاً هوشیاری بیشتری در شناسایی و مدیریت ریسک ها از خود نشان می دهند. این به شرکت ها کمک می کند تا ریسک های مالی را با احتیاط بیشتری در فرآیند مالی شدن ارزیابی و مدیریت کنند و از توسعه کور مالی شدن بیش از حد اجتناب نمایند. توصیه می شود سازمان بورس اوراق بهادار در دستورالعمل راهبری شرکتی و راهبردهای توسعه پایدار، افزایش نسبت مدیران زن تا یک سطح معین در هیئت مدیره ها را الزامی نماید تا انتخاب و انتصاب فعالانه مدیران زن در شرکت ها ترویج یابد. به سرمایه گذاران نیز پیشنهاد می شود که در کنار بررسی ویژگی هایی همچون تخصص و دانش مالی اعضای هیئت مدیره و سایر ارکان نظام راهبری شرکتی، به جنسیت آنها نیز توجه داشته باشند. شرکت ها باید استراتژی ها و اهداف مشخص زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیت شرکتی خود را تدوین نموده و آنها را در برنامه های توسعه بلندمدت خود بگنجانند. پیشنهاد می گردد شرکت ها از طریق آموزش ضمن خدمت، عملکرد زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیت شرکتی را در مدیران و کارکنان خود تقویت نموده و آگاهی و احساس مسئولیت پذیری زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیت شرکتی را در آنها افزایش دهند. مناسب است که شرکت ها به پیشرفت ها و روندها در زمینه مسائل زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیت شرکتی توجه داشته و به طور مستمر در این حوزه ها بهبود یابند. با بکارگیری فناوری های جدید، بهینه سازی فرآیندهای تولید و توسعه محصولات دوست دار محیط زیست، شرکت ها می توانند عملکرد زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیت شرکتی خود را بهبود بخشند و در عین حال از رشد

بیش از حد بخش مالی جلوگیری نموده و رقابت‌پذیری و پایداری خود را افزایش دهند. به عنوان پیشنهاداتی برای تحقیقات آتی، پژوهشگران می‌توانند تاثیر سایر ویژگی‌های اعضای هیئت‌مدیره به غیر از جنسیت همچون سن، تجربه و تحصیلات را بر سطح مالی شدن شرکت مورد بررسی قرار دهند. همچنین پژوهش‌های آتی می‌توانند تاثیر حضور زنان در سمت مدیرعامل و یا سایر ارکان راهبری-شرکتی همچون کمیته حسابرسی بر سطح مالی شدن شرکت را مورد بررسی قرار دهند. مهمترین محرومیت این پژوهش، تعداد کم اعضای زن در هیئت‌مدیره شرکت‌ها می‌باشد.



منابع

- اخگر، محمد امید؛ سجادی، زانیار؛ رسولی کردستانی، نادر. (۱۴۰۲). عدم قطعیت سیاست اقتصادی و ریسک پذیری شرکت: نقش رقابت بازار محصول، اصطکاک مالی و مالی شدن. بررسی های حسابداری و حسابرسی، ۳۰ (۴)، ۶۵۸-۶۱۴.
- ایمانی برندقی محمد، کاظمی علوم مهدی، عبدی مصطفی. (۱۳۹۷). بررسی تاثیر تنوع جنسیتی در هیئت مدیره بر احتمال وجود ضعف در کنترل های داخلی. دو فصلنامه حسابداری ارزشی و رفتاری، ۳ (۵)، ۲۶۳-۲۸۵.
- بشیری منش، نازنین؛ قدمیاری، نسرین؛ احمدی، حدیث. (۱۴۰۱). مسئولیت اجتماعی شرکت و حضور زنان در هیأت مدیره. زن در توسعه و سیاست، ۲۰ (۳)، ۳۶۳-۳۴۳.
- تحریری، آرش؛ افسای، اکرم. (۱۴۰۰). تاثیر افشای زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیتی بر تلاش حسابرس و کیفیت حسابرسی. مجله دانش حسابداری، ۱۲ (۳)، ۸۱-۶۹.
- حاجی، مجید؛ نصیری اقدام، علی؛ محمدی، تیمور؛ شاکری، عباس. (۱۴۰۲). تاثیر مالی سازی بر سرمایه گذاری واقعی شرکت های غیرمالی طی سال های ۱۳۹۸-۱۳۸۸. فصلنامه مطالعات اقتصادی کاربردی ایران، ۱۲ (۴۵)، ۷۸-۴۷.
- عبدی، مصطفی؛ کاظمی علوم، مهدی؛ محمدپور زنجانی، مسعود؛ پرویزی، آرزو. (۱۳۹۸). تنوع جنسیتی اعضای کمیته حسابرسی، هیئت مدیره و مدیر مالی و افشای مسئولیت پذیری اجتماعی شرکت. بررسی های حسابداری و حسابرسی. ۲۶ (۴)، ۵۶۹-۵۴۴.
- کاظمی علوم، مهدی؛ ایمانی برندقی، محمد؛ عبدی، مصطفی. (۱۳۹۸). بررسی تاثیر تنوع جنسیتی در هیئت مدیره بر کیفیت سود. مجله دانش حسابداری، ۱۰ (۱)، ۱۶۸-۱۳۷.
- معبودی، رضا؛ دره نظری، زینب. (۱۴۰۰). رابطه مالی سازی با توزیع درآمد و رشد اقتصادی در ایران. پژوهشنامه اقتصادی، ۲۱ (۸۲)، ۹۰-۴۹.
- معصومی، جواد؛ آذین جم، محسن. (۱۴۰۱). تاثیر حضور زنان در هیئت مدیره بر عملکرد محیط زیستی. زن در توسعه و سیاست. ۲۰ (۴)، ۶۳۱-۶۰۹.

References

- Abdi, M; Kazemiolum, M; Mohammadpoorzanjani, M. and Parvizi, A. (2020). Gender Diversity within Audit Committee, Board of Directors and Chief Financial Officer and Disclosure of Corporate Social Responsibility: An Altruism Theory Test. *Accounting and Auditing Review*, 26(4), 544-569. [In Persian]
- Akhgar, M. Sajjadi, Z. and Rasooli kordestani, N. (2023). Uncertainty in Economic Policy and Corporate Risk-taking: Product Market Competition, Financial Friction, and Financialization. *Accounting and Auditing Review*, 30(4), 614-658. [In Persian]
- Bashirimanesh, N; ghadamyari, N. and ahmadi, H. (2022). Corporate Social Responsibility And Women On Corporate Boards. *Woman in Development & Politics*, 20(3), 343-363. [In Persian]
- Bruna, M. G; Dăng, R; Ammari, A; & Houanti, L. H. (2020). The effect of board gender diversity on corporate social performance. *Finance Research Letters*, 40 (3).
- Cambrea, D. R; Paolone, F; Cucari, N; 2023. Advisory or monitoring role in ESG scenario. *Business Strategy and the Environment*, 32(7), 4299-4314.
- Chen, J; Leung, W. S; Song, W; et al; 2019. Why female board representation matters: The role of female directors in reducing male CEO overconfidence. *Journal of Empirical Finance*, 53, 70-90.
- Chen, R; Tong, J. Y; Zhang, F. F; et al; 2021. Do female directors enhance R&D?. *International Review of Economics & Finance*, 74, 253-275.
- Dang, R; Houanti, L. H; Sahut, J. M; & Simioni, M. (2021). Do women on corporate boards influence corporate social performance? A control function approach. *Finance Research Letters*, 39, 101645.
- Demir, F. (2009). Financial liberalization, private investment, and portfolio choice: financialization of real sectors in emerging markets. *Journal of Development Economics*, 88(2), 314-324.
- Fiorillo, P; Meles, A; Pellegrino, L. R; et al; 2024. Geopolitical risk and stock price crash risk: The mitigating role of ESG performance. *International Review of Financial Analysis*, 91, 102958.
- Green, C. P; Homroy, S; 2018. Female directors, board committees and enterprise performance. *European Economic Review*, 102, 19-38.

- García, C. J; Herrero, B; 2021. Female directors, capital structure, and financial distress. *Journal of Business Research*, 136, 592-601.
- Garanina, T; & Muravyev, A. (2021). The gender composition of corporate boards and firm performance: Evidence from Russia. *Emerging Markets Review*, 48, 100772.
- Huang, Y; & Li, S. (2024). Female directors, ESG performance and enterprise financialization. *Finance Research Letters*, 62.
- Imani Barandagh M, Kazemi Olum M, Abdi M. (2018). The Investigation of Gender Diversity's Impact on The Directors Board's on the likelihood of Internal Control Weaknesses. *Aapc*, 3 (5) :263-285. [In Persian]
- KAZEMI OLUM, MAHDI, IMANI BARANDAGH, MOHAMMAD, & ABDI, MOSTAFA. (2019). Impacts of Gender Diversity in Board of Directors and Audit Committee on Earnings Quality. *JOURNAL OF ACCOUNTING KNOWLEDGE*, 10(1 (36)), 137-168. [In Persian]
- Khemakhem, H; Arroyo, P; Montecinos, J; 2022. Gender diversity on board committees and ESG disclosure: Evidence from Canada. *Journal of Management and Governance*, 1-26.
- Martínez, M. D. C. V; & Rambaud, S. C. (2019, September). Women on corporate boards and firm's financial performance. In *Women's Studies International Forum* (Vol. 76, p. 102251). Pergamon.
- Masomi, J; Azinjam, M. (2022). The Effect of Women's Presence on the Board of Directors on the Environmental Performance of Companies Listed on the Tehran Stock Exchange. *Woman in Development & Politics*, 20(4), 609-631. [In Persian]
- Maboudi, Reza; Darreh Nazari, Zeinab. (2021). The relationship between financialization, income distribution and economic growth in Iran. *Journal of Economic Research*, 21 (82), 49-90. [In Persian]
- Tahriri, A. and Afsay, A. (2021). The Impact of Environmental, Social and Governance Disclosure on Auditor Effort and Audit Quality. *Journal of Accounting Knowledge*, 12(3), 69-88. doi: 10.22103/jak.2021.16637.3349 [In Persian]
- Terjesen, S; Couto, E. B; Francisco, P. M; 2016. Does the presence of independent and female directors impact enterprise performance? A multi-country study of board diversity. *Journal of Management & Governance*, 20, 447-483.

- Wang, H; 2024. ESG investment preference and fund vulnerability. *International Review of Financial Analysis*, 91, 103002.
- Zalata, A. M; Ntim, C. G; Choudhry, T; et al; 2019. Female directors and managerial opportunism: Monitoring versus advisory female directors. *The Leadership Quarterly*, 30(5), 101309.
- Yang, X; Zhao, R; Yang, Z; 2024. Preventive regulation and corporate financialization. *International review of f*

COPYRIGHTS



This is an open access article under the CC-BY 4.0 license.

