



The Relationship between Corporate Sustainability Performance and Firm Value: Emphasizing the Role of Disclosure Score and Firm Size

*Fatemeh Babaei**

*Ali Rahmani***

*Saeed Homayoun****

*Vahid Amin*****

Abstract

Objective: Sustainable development represents an ethical concept related to the fight against poverty and protecting the environment simultaneously and on a macro-level. Corporations, as major actors, have a particularly substantive role to play in the process of achieving sustainable development. The sustainable business operation and its reporting promote the company's image among its stakeholders. The continuous development has led to companies publishing different types of sustainability-related content and reports along with annual reports.

In recent years, corporate sustainability has gone main stream, and many companies have taken meaningful steps to improve their own sustainability performance. Corporate sustainability is essential to long-term corporate success and it has the potential to improve the transparency and reliability of information for investors and stakeholders. This research aims to investigate the relationship between corporate sustainability performance and firm value by emphasizing the role of disclosure score and firm size.

Method: Using a theoretical framework combining stakeholder, signal, and legitimacy theories and a resource-based perspective, a set of hypotheses were developed regarding the relationship between corporate sustainability performance and firm value. The panel data for the study was collected from 92 companies listed on the Tehran Stock Exchange (TSE) between 2013 and 2019 and analyzed using the robust regression method.

Results: The research findings revealed that there is a positive and significant relationship between the financial (economic dimension) and non-financial dimensions of corporate sustainability performance (social, governance, environmental, and ethical dimensions) and firm

Journal of Accounting Knowledge, Vol. 12, No. 3, Ser.46, pp. 1-27.

* **Corresponding Author**, Instructor, Department of Accounting, Payame Noor University (PNU), Tehran, Iran. (Email: f.babaei@pnu.ac.ir).

** Professor of Accounting, Al-Zahra University, Tehran, Iran. (Email: rahmani@alzahra.ac.ir).

*** Senior Lecturer in Accounting, University of Gävle, Sweden. (Email: sadhon@hig.se).

**** Instructor, Department of Accounting, Payame Noor University (PNU), Tehran, Iran. (Email: vahid.amin1985@yahoo.com).

Submitted: 5 October 2020 **Accepted:** 8 May 2021

Publisher: Faculty of Management & Economics, Shahid Bahonar University of Kerman.

DOI: 10.22103/jak.2021.16583.3340

©The Authors.



Abstract

value, and the effect of sustainability performance on firm value is greater in corporates with higher sustainability performance. The findings also confirm that the effect of sustainability performance on firm value is greater in corporations with a higher disclosure score, and the effect of sustainability performance on firm value in large and small companies is almost equal.

Conclusion: The results of this research indicate that sustainability activities would be a worthwhile use of corporate resources for firms. These results support the conclusion that there are incentives for some types of firms to invest more heavily in corporate sustainability programs because such investments help to maintain the firm's competitive position.

The achievement of this research is that it investigates the relationship between corporate sustainability performance and firm value and the role of determining factors in this regard, providing valuable insight into the usefulness of sustainability activities in firm value creation. Considering that sustainability reports have valuable benefits such as improving the level of accountability and transparency of company operations, improving the overall image of the company in society, strengthening social relations and legitimacy of company activities, aligning company activities with community expectations, influencing current and future community welfare, helping companies participate in global financial markets and attract foreign investors, and the possibility of more accurate financial forecasts and better portfolio risk assessment for capital market participants, this issue should be considered at the micro and macro levels by the government and capital market regulators and standards and necessary guidelines and supervisory strategies to improve the sustainability performance of companies should be developed by relevant organizations.

Keywords: *Corporate Sustainability Performance, Firm Value, Disclosure Score, Firm Size.*

Paper Type: *Research Paper.*

Citation: Babaei, F., Rahmani, A., Homayoun, S., Amin, V. (2021). The relationship between corporate sustainability performance and firm value: Emphasizing the role of disclosure score and firm size. *Journal of Accounting Knowledge*, 12(3), 1-27 [In Persian].



رابطه بین عملکرد پایداری شرکتی و ارزش شرکت: با تأکید بر نقش امتیاز افشا و اندازه شرکت

فاطمه بابائی*
علی رحمانی**
سعید همایون***
وحید امین****

چکیده

هدف: پایداری شرکتی برای موفقیت بلندمدت شرکت ضروری است و ظرفیت بالقوه‌ای برای بهبود شفافیت و قابلیت اطمینان اطلاعات برای سرمایه‌گذاران و ذی‌نفعان دارد. هدف پژوهش حاضر بررسی رابطه بین عملکرد پایداری شرکتی و ارزش شرکت با تأکید بر نقش امتیاز افشا و اندازه شرکت است.

روش: با استفاده از چارچوب نظری متشکل از تئوری‌های ذی‌نفعان، علامت‌دهی و مشروعیت و دیدگاه مبتنی بر منابع، فرضیه‌هایی جهت تشریح رابطه بین عملکرد پایداری شرکتی و ارزش شرکت تدوین شد. در راستای هدف پژوهش، داده‌های ترکیبی ۹۲ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، طی دوره زمانی ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۷، جمع‌آوری و با استفاده از روش رگرسیون مقاوم مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت.

یافته‌ها: یافته‌های پژوهش نشان داد که بین ابعاد مالی (بعد اقتصادی) و غیرمالی عملکرد پایداری شرکتی (ابعاد اجتماعی، حاکمیتی، زیست‌محیطی و اخلاقی) و ارزش شرکت رابطه مثبت و معناداری وجود دارد و شرکت‌هایی که عملکرد پایداری بالاتری دارند، تأثیر عملکرد پایداری بر ارزش شرکت در آن‌ها بیشتر است. همچنین یافته‌ها مؤید این است که شرکت‌هایی که امتیاز افشای بالاتری دارند،

مجله دانش حسابداری، دوره دوازدهم، ش ۳، پیاپی ۴۶، صص. ۲۷-۱.

* نویسنده مسئول، مربی گروه حسابداری، دانشگاه پیام نور، تهران، ایران. (rahmani@alzahra.ac.ir)

** استاد گروه حسابداری، دانشگاه الزهرا (س)، تهران، ایران. (rahmani@alzahra.ac.ir)

*** دانشیار گروه حسابداری، دانشگاه یوله، سوئد. (sadhon@hig.se)

**** مربی گروه حسابداری، دانشگاه پیام نور، تهران، ایران. (vahid.amin1985@yahoo.com)

تاریخ دریافت: ۹۹/۵/۲۵ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۰/۲/۱۸

ناشر: دانشکده مدیریت و اقتصاد، دانشگاه شهید باهنر کرمان.



تأثیر عملکرد پایداری بر ارزش شرکت در آن‌ها بیشتر است و تأثیر عملکرد پایداری بر ارزش شرکت در شرکت‌های بزرگ و کوچک تقریباً برابر است.

نتیجه‌گیری: نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که تخصیص منابع شرکت جهت فعالیت‌های پایداری ارزشمند است. دستاورد پژوهش حاضر این است که با بررسی رابطه بین عملکرد پایداری شرکتی و ارزش شرکت و نقش عوامل تعیین‌کننده در این رابطه، پیش‌ارزشمندی را در زمینه سودمندی فعالیت‌های پایداری در مسیر ارزش‌آفرینی شرکت فراهم می‌نماید.

واژه‌های کلیدی: عملکرد پایداری شرکتی، ارزش شرکت، امتیاز افشا، اندازه شرکت.

نوع مقاله: پژوهشی.

استناد: بابائی، فاطمه؛ رحمانی، علی؛ همایون، سعید؛ امین، وحید. (۱۴۰۰). رابطه بین عملکرد پایداری شرکتی و ارزش شرکت: با تأکید بر نقش امتیاز افشا و اندازه شرکت. *مجله دانش حسابداری*، ۱۲(۳)، ۱-۲۷.

مقدمه

مقدار و کیفیت افشای محیطی و اجتماعی شرکت‌ها پس از انتقادات صورت گرفته از کامل نبودن چارچوب گزارشگری مالی سنتی در انعکاس تصویری کامل از عملیات شرکت، در بسیاری از کشورها افزایش یافته است (بجو^۱ و همکاران، ۲۰۱۲). از آنجا که اکثر فعالیت‌های تجاری و اقتصادی شرکت‌ها سبب ایجاد مسائل اجتماعی، زیست‌محیطی و بشردوستانه می‌شود؛ لذا، شرکت‌ها باید به این مسائل توجه کنند و به‌طور منطقی در جهت بهبود محیط زیستشان مشارکت نمایند (نامانی^۲ و همکاران، ۲۰۱۷). بسیاری از شرکت‌ها با تخصیص بخش قابل توجهی از منابع خود در جهت فعالیت‌های مسئولیت‌پذیری اجتماعی، تلاش‌هایی را برای کاهش این نگرانی‌ها انجام داده‌اند. باین وجود، برخی از شرکت‌ها بر این باورند که فعالیت‌های مرتبط با مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت (CSR)^۳ در راستای حداکثر کردن سود نیست، بنابراین، از مشارکت در چنین فعالیت‌هایی اجتناب می‌کنند (وتمن^۴، ۲۰۱۸). هدف مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکتی دستیابی به توسعه پایدار اقتصادی از طریق بهبود کیفیت زندگی کارکنان واحدهای اقتصادی و خانواده‌های آن‌ها، محیط‌زیست و کل جامعه است. مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکتی بر موضوعات مهمی مانند اخلاق، محیط‌زیست، سلامت، آموزش، حقوق بشر و ... تأکید دارد. اگرچه فعالیت‌های مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکتی برای واحدهای اقتصادی هزینه دارد، اما انتظار می‌رود با ارتقای شهرت و اعتبار آن‌ها در طولانی مدت منجر به کاهش هزینه‌ها و افزایش فروش، بهبود عملکرد مالی و توانایی رقابت و کاهش ریسک از جمله ریسک ورشکستگی شود (کمالی زارعی و همکاران، ۲۰۱۹). سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان به شرکت‌هایی که ابعاد مختلف مسئولیت‌پذیری اجتماعی را به‌خوبی اجرامی نمایند، اهمیت بیشتری می‌دهند. این امر منجر می‌گردد که این شرکت‌ها نزد سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان اعتبار بالاتری به واسطه اجرای بندهای مسئولیت‌پذیری اجتماعی بیابند (حاجیها و قربانی، ۱۴۰۰).

در سال‌های اخیر گرایش‌های جهانی به سمت حفاظت از محیط‌زیست و پیشگام بودن شرکت‌ها در مسیر تحقق مسئولیت‌های اجتماعی مرتبط با مسائل زیست‌محیطی بوده است. افشای اطلاعات زیست‌محیطی، شفافیت داده‌های مالی شرکت را بهبود می‌بخشد و به جامعه کمک می‌کند تا روش‌های حفاظت از محیط‌زیست، سود و هزینه‌های مصرف منابع را ارزیابی کنند و صنایع، شرکت‌ها و مردم را به توسعه پایدار هدایت می‌کند (محمدی و همکاران، ۲۰۱۸). پس از انتشار گزارش «آینده مشترک ما» توسط کمیته جهانی محیط‌زیست و توسعه (WCED)^۵، توسعه پایدار (SD)^۶ به‌عنوان مفهومی از اهمیت استراتژیک مطرح شد. این کمیته در سال ۱۹۸۷ توسعه پایدار را ابزاری برای پاسخ‌گویی به نیازهای نسل فعلی بدون آسیب رساندن به توانایی نسل‌های آینده برای رفع نیازهای خود، تعریف کرد. بر اساس این گزارش، سازمان‌ها باید نقش کلیدی در کمک به توسعه پایدار داشته باشند. انتشار این گزارش شرکت‌ها را ترغیب کرد تا اهداف پایداری را در فرایند مدیریتی‌شان لحاظ کنند. هدف پایداری حفظ همبستگی اجتماعی، حفاظت از محیط‌زیست و تضمین توسعه اقتصادی به روش متعادل است (لسکر^۷، ۲۰۱۸). مقبول‌ترین تعریف از پایداری توجه به ابعاد سه‌گانه اثربخشی اقتصادی، مسئولیت‌پذیری اجتماعی و زیست‌محیطی است. توجه به ابعاد سه‌گانه پایداری نه تنها محیط‌زیست و نظارت بر منابع طبیعی را در برمی‌گیرد بلکه شامل شرایط اقتصادی و اجتماعی انجام کسب و کار، از جمله سیستم‌های کسب و کار، الگوها و رویه‌های لازم برای ایجاد ارزش بلندمدت است (یو و ژائو^۸، ۲۰۱۵).

در محیط کنونی کسب و کار با توجه به افزایش تعداد سرمایه‌گذاران حرفه‌ای عملکرد غیرمالی شرکت‌ها به‌طور فزاینده‌ای مورد توجه قرار گرفته است. سرمایه‌گذاران حرفه‌ای بر این باورند که سودآوری شرکت برای رشد بلندمدت آن کافی نیست. گزارشگری پایداری با نگاهی فراتر از عوامل اقتصادی، استراتژیک و عملیاتی و با در نظر گرفتن ملاحظات زیست‌محیطی و اجتماعی به ارتقای سطح شفافیت شرکت‌ها، مدیریت ریسک و بهبود روابط با سهامداران و ذی‌نفعان کمک می‌کند (لو^۹ و همکاران، ۲۰۱۷). رشد چشم‌گیر صندوق‌های سرمایه‌گذاری اخلاقی^{۱۰} و محبوبیت گسترده شاخص‌های پایداری مانند شاخص پایداری داو جونز (DJSI)^{۱۱} و شاخص اف‌تی‌اس‌ای ۴ گود^{۱۲} نیز در افزایش میزان افشای اطلاعات پایداری تأثیر گذار بوده است (بچو و همکاران، ۲۰۱۲).

به‌منظور بهبود گزارشگری پایداری، عملکرد شرکت‌ها در این زمینه باید اندازه‌گیری شود. در این راستا چارچوب‌های روش‌شناختی متعددی ارائه شده است تا پایداری شرکت‌ها را قابل‌درک‌تر، کاربردی‌تر و کمی‌تر کنند (نیکلا^{۱۳} و همکاران، ۲۰۱۸). کمیسیون انجمن‌های اروپایی^{۱۴} (۲۰۰۱) عملکرد پایداری شرکتی (CSP)^{۱۵} را به‌عنوان میزان مشارکت شرکت در توسعه محیطی، اجتماعی و اقتصادی تعریف می‌کند. مفهوم عملکرد پایداری نشان می‌دهد که شرکت باید با در نظر گرفتن تأثیر عملکرد خود بر مزایای همه ذی‌نفعان از جمله جامعه و محیط‌زیست، بر مواردی فراتر از حداکثر کردن سود سهامداران تمرکز کند. رابطه بین عملکرد پایداری شرکتی و عملکرد شرکت موضوع بسیاری از مطالعات تجربی قرار گرفته است (مانند پژوهش‌های لرنکو و برنکو^{۱۶} (۲۰۱۳) و جانگک^{۱۷} و همکاران (۲۰۱۷)) (دیبر و سامر^{۱۸}، ۲۰۱۶). اگرچه در طول سال‌های اخیر آگاهی سرمایه‌گذاران از پایداری به‌عنوان استراتژی بلندمدت شرکت‌ها افزایش یافته است با این وجود، پژوهش‌هایی که

تاکنون انجام شده است دربرگیرنده شواهد اندکی است که درک بالای سهامداران (به‌ویژه در خارج از ایالات متحده آمریکا) از اهمیت انجام فعالیت‌های محیطی، اجتماعی و پایداری را نشان دهد (یو و ژائو، ۲۰۱۵). به‌علاوه، با توجه به بالا بودن هزینه‌های تهیه و افشای اطلاعات پایداری بحث‌های متعددی در ارتباط با سودمندی گزارش‌های پایداری مطرح شده است. بنابراین، سؤال اصلی پژوهش این است که رابطه بین عملکرد پایداری شرکتی و ارزش شرکت در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران چگونه است؟

نوآوری پژوهش حاضر این است که عملکرد پایداری شرکتی را به‌عنوان یکی از موضوعات مطرح در حوزه پایداری شرکتی مورد بررسی قرار داده و چگونگی رابطه آن با ارزش شرکت را مورد بررسی قرار می‌دهد. در حال حاضر در ایران مقررات و استانداردهای مشخصی برای افشای گزارش‌های پایداری در سطح شرکت‌ها به‌طور جداگانه یا یکپارچه وجود ندارد. با توجه به رویکرد توسعه پایدار کشور بر اساس قانون اساسی، سیاست‌های کلی سند چشم‌انداز ۱۴۰۴ و برنامه پنجم توسعه اقتصادی و اجتماعی و فرآیند خصوصی‌سازی ضروری به نظر می‌رسد تا بتوان بر مبنای مطالعات تجربی و نتایج حاصل از آن، به درک و توسعه عملکرد پایداری در شرکت‌های ایرانی کمک کرد. ساختار پژوهش حاضر بدین صورت است که بعد از مقدمه، مبانی نظری و پیشینه پژوهش بیان می‌شود. در بخش بعدی فرضیه‌ها و روش‌شناسی پژوهش ارائه می‌شود. در بخش ششم یافته‌های پژوهش بیان می‌شود و بخش پایانی نیز به نتیجه‌گیری اختصاص داده شده است.

مبانی نظری پژوهش

سازمان گزارشگری جهانی (GRI)^{۱۹} (۲۰۰۶) گزارشگری پایداری را رویه اندازه‌گیری، افشا و پاسخ‌گویی نسبت به ذی‌نفعان داخلی و خارجی در رابطه با عملکرد شرکت در راستای اهداف توسعه پایدار تعریف است (سازمان گزارشگری جهانی، ۲۰۰۶). بر اساس این تعریف گزارش پایداری، گزارش منتشرشده توسط شرکت یا سازمان در مورد اثرات اقتصادی، زیست‌محیطی و اجتماعی ناشی از فعالیت‌های روزمره آن است. در راستای تلاش محققان جهت اندازه‌گیری مسئولیت اجتماعی شرکت، گزارش‌های پایداری به‌عنوان شاخص مسئولیت اجتماعی شرکت در تجزیه و تحلیل اقتصادسنجی عمل خواهند کرد. این گزارش‌ها شرکت‌ها را قادر می‌سازند تا اطلاعات مربوط به جنبه‌های غیرمالی عملیات خود را ارائه دهند و آن‌ها را در مسیر بهبود پاسخ‌گویی و شفافیت قرار می‌دهند تا در نهایت تصویر مطلوبی از شرکت در جامعه نمایان شود (وتمن، ۲۰۱۸).

برخلاف گزارشگری مالی، گزارشگری پایداری در اکثر کشورها داوطلبانه است؛ به همین دلیل اکثر شرکت‌ها جهت ارائه اطلاعات در مورد حفاظت از جامعه و محیط‌زیست از سیستم‌های گزارشگری داوطلبانه استفاده می‌کنند (کارپ^{۲۰} و همکاران، ۲۰۱۹). سازمان‌های حرفه‌ای متعددی از جمله سازمان گزارشگری جهانی، هیئت گزارشگری یکپارچه بین‌المللی (IIRC)^{۲۱}، هیئت استانداردهای حسابداری پایداری (SASB)^{۲۲} و گفت‌وگوی گزارشگری شرکتی (CRD)^{۲۳} رهنمودهای گزارشگری و اطمینان‌بخشی پایداری را منتشر کرده‌اند تا به شرکت‌ها در زمان افشای عملکرد پایداری اقتصادی،

زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبردی کمک کنند (رضایی، ۱۳۹۶). مؤسسه منابع جهانی (WRI)^{۲۴} نیز با انتشار پروتکل گازهای گلخانه‌ای (GHG)^{۲۵} در زمره سازمان‌های فعال در حوزه گزارشگری پایداری قرار گرفته است (کارپ و همکاران، ۲۰۱۹).

سازمان گزارشگری جهانی به‌عنوان یکی از پیشگامان این حوزه، گزارشگری پایداری را به رویه‌ای تبدیل کرده است که توسط اغلب سازمان‌ها در سراسر جهان پذیرفته شده است. صرف‌نظر از اثرات مثبت یا منفی، گزارش پایداری شامل ارزش‌های شرکت و الگوی حاکمیتی است و رویکرد آن ایجاد اقتصاد جهانی پایدار است. همانند گزارشگری مالی شرکت‌های سهامی، گزارشگری غیرمالی به بازارها اجازه می‌دهد تا به شرایط در حال تغییر پاسخ دهند، سهامداران را آگاه سازند و زمینه شفافیت فعالیت‌های شرکت را فراهم کنند (وتمن، ۲۰۱۸). سازمان گزارشگری جهانی رهنمودهای سودمندی را برای کمک به شرکت‌ها جهت ارائه گزارش‌های پایداری ارائه می‌دهد (رضایی و همکاران، ۲۰۱۹). این سازمان در کشور هلند مستقر است و «چارچوب مشترک گزارشگری پایداری» را تدوین کرده است. سازمان گزارشگری جهانی برای اولین بار در ماه ژوئن سال ۲۰۰۰، مجموعه‌ای از رهنمودها شامل اصول گزارشگری و شاخص‌های محتوایی مشخصی را برای گزارشگری پایداری منتشر کرد. بعد از آن، در سال ۲۰۰۶ نسخه جدیدی به نام G3 (نسل سوم) را جهت ارائه رهنمودی برای تهیه گزارش‌های پایداری منتشر کرد (اتامی^{۲۶}، ۲۰۱۵). آخرین نسخه این رهنمودها، به نام G4، در سال ۲۰۱۳ منتشر شد. هدف از تدوین G4، ارائه جزئیاتی جامع از مراحل انجام گزارشگری پایداری است تا شرکت‌ها اطمینان یابند که روش آن‌ها با بهترین روش گزارشگری پایداری انطباق دارد. این رهنمودها شامل دو بخش است: ۱) اصول و موارد افشا ۲) پیاده‌سازی. اولین طبقه این رهنمود، سازمان را در آماده‌سازی گزارش‌های پایداری کمک می‌کند. دومین طبقه نیز رهنمودهایی را در مورد چگونگی پیاده‌سازی و استفاده از داده‌ها به شیوه‌ای مناسب و کارا ارائه می‌دهد. روش پیشنهادی برای ایجاد گزارش پایداری مناسب به شرح زیر است:

۱. رهنمودهای G4 را مرور کنید.
۲. مشخص کنید که آیا درصدد تهیه گزارش جامع هستید یا فقط بر موضوعات مهم تمرکز خواهید کرد.
۳. الزامات استانداردهای عمومی افشا که توسط همه شرکت‌ها افشا می‌شود را فراهم کنید.
- برای افشای موارد خاصی که برای شرکت مهم است، برنامه‌ریزی کنید.
۴. گزارش پایداری را تهیه کنید.

در صورتی که این رهنمودها پیگیری و اعمال شوند، شرکت‌هایی که خود را با آن‌ها مطابقت می‌دهند، به‌خوبی در مسیر دستیابی به رویه‌های پایداری قرار می‌گیرند. سازمان گزارشگری جهانی از شرکت‌هایی که گزارش‌های پایداری را منتشر می‌کنند، درخواست می‌کند که این گزارش‌ها را به این سازمان ارسال کنند تا اطمینان حاصل شود که رهنمودهای آن‌ها به شیوه‌ای مناسب دنبال می‌شود. اصول گزارشگری سازمان گزارشگری جهانی برای تعریف محتوا و کیفیت گزارش‌های پایداری مورد استفاده قرار می‌گیرد و تمام موارد مورد توجه ذی‌نفعان، محیط پایدار، اهمیت، کامل بودن، دقت، به‌موقع بودن،

قابلیت اطمینان، قابلیت درک و شفافیت را در برمی گیرد (رضایی و همکاران، ۲۰۱۹). شواهد حاصل از پژوهش‌های پیشین نشان می‌دهد که گزارشگری پایداری با استفاده از رهنمودهای سازمان گزارشگری جهانی عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سهامداران را کاهش داده (پژوهش شادویتز و نیسکلا^{۲۷} (۲۰۱۰)) و ارزش شرکت را افزایش (پژوهش‌های شادویتز و نیسکلا (۲۰۱۰) و لو و همکاران (۲۰۱۷)) و عملکرد آن را ارتقا می‌دهد (پژوهش‌های کارمن^{۲۸} و همکاران (۲۰۱۸) و جوهری و کمتی^{۲۹} (۲۰۱۹)). افشای موضوعات مربوط به پایداری به ذی‌نفعان، پاسخ‌گویی و شفافیت عملیات شرکت را افزایش می‌دهد و به سرمایه‌گذاران برای ارزیابی مناسب شرکت کمک می‌کند. علاوه بر این، این نوع گزارش‌ها، مزایای دیگری شامل بهبود تصویر کلی شرکت در جامعه، تقویت روابط اجتماعی و مشروعیت فعالیت‌های شرکت را نیز در برمی‌گیرد (اویار و کزی^{۳۰}، ۲۰۱۶).

انگیزه‌های متعددی وجود دارد که بر اساس آن شرکت‌ها علاوه بر افشای اجباری، اقدام به افشای اطلاعات مربوط به پایداری می‌کنند (بچو و همکاران، ۲۰۱۲). ویلر و مارکوس^{۳۱} (۲۰۱۶) دو دلیل برای افشای اختیاری اطلاعات پایداری شرکت‌ها بیان می‌کنند: اولین دلیل این است که با انتظارات جامعه همسو و همگرا باشند و از این طریق بتوانند نسبت به دسترسی مداوم به منابع و بازارها اطمینان حاصل کنند. دلیل دوم برای ارائه اطلاعات اضافی این است که امکان پیش‌بینی‌های مالی دقیق‌تر و ارزیابی بهتر ریسک پرتفوی را برای مشارکت‌کنندگان بازار سرمایه فراهم می‌کند که در نهایت منجر به افزایش ارزش سهام و ارزش بازار شرکت می‌شود (سارنوپالی و لی^{۳۲}، ۲۰۱۸). افشای شرکت برای عملکرد مناسب بازارهای سرمایه بسیار مهم است. گزارشگری مالی اجباری و افشای اختیاری کانال‌هایی برای افشای اطلاعات شرکت‌ها هستند که به وسیله آن‌ها مدیران اطلاعات محرمانه را به بازارهای سرمایه ارائه می‌کنند و همان‌طور که تأیید شده است (پژوهش‌های ولکر^{۳۳} (۱۹۹۵)؛ لوز و وراچیا^{۳۴} (۲۰۰۰)؛ لوز و شرنده^{۳۵} (۲۰۰۹) و بلکریشنان^{۳۶} و همکاران (۲۰۱۲))، هر دو نوع افشا با قیمت سهام و همچنین تغییرات نقدینگی مرتبط هستند (بلکریشنان و همکاران، ۲۰۱۲). افشای اختیاری و افشای اجباری هر دو مهم هستند و دائماً با یکدیگر تعامل دارند و مغایرتی با یکدیگر ندارند (پوپووا^{۳۷} و همکاران، ۲۰۱۳).

حتی اگر هیچ رابطه‌ای هم بین افشای اختیاری و افشای اجباری وجود نداشته باشد، افشای اجباری ممکن است بر محتوای اطلاعاتی سرمایه‌گذاران در مورد افشای اختیاری تأثیر بگذارد و بنابراین، ممکن است عامل تعیین‌کننده‌ای برای استراتژی‌های افشای اختیاری شرکت محسوب شود (اینهورن^{۳۸}، ۲۰۰۵). الزامات افشای اجباری در همه کشورهای جهان توسط نهادهای نظارتی تعیین می‌شود. نهادهای نظارتی شرکت‌ها را مجبور به افشای اطلاعاتی می‌کنند که ممکن است شرکت‌ها بخواهند آن‌ها را پنهان کنند. یکی از توجیحات مربوط به تنظیم مقررات افشا، نگرانی نهادهای نظارتی جهت تأمین رفاه سرمایه‌گذاران عادی است. انتظار می‌رود نهادهای نظارتی با توزیع مجدد ثروت بین سرمایه‌گذاران آگاه و ناآگاه از طریق الزام به افشای حداقل میزان اطلاعات، شکاف اطلاعاتی را کاهش دهند. به علاوه، مقررات افشای اطلاعات بر اعتبار اطلاعات در بازارهای سرمایه تأثیر مثبتی دارد و رعایت الزامات نظارتی توسط شرکت‌ها را نیز تحت تأثیر قرار می‌دهد؛ اما گاهی ممکن است افشای اجباری برای پاسخ‌گویی به انتظارات سرمایه‌گذاران کافی نباشد؛ بنابراین، مدیران از افشای اختیاری برای ارائه بهترین

اطلاعات درباره عملکرد شرکت به سرمایه‌گذاران استفاده می‌کنند (پوپووا و همکاران، ۲۰۱۳). افشای اختیاری شامل هرگونه اطلاعات مالی و غیرمالی است که توسط مدیریت علاوه بر گزارش‌های مالی اجباری افشا می‌شود. افشای اختیاری می‌تواند شامل اطلاعات استراتژیک (محصول، رقابت و مشتریان)، اطلاعات مالی (پیش‌بینی سودهای مدیریت و قیمت سهام) و اطلاعات غیرمالی (عملکرد پایداری زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی) باشد. تعامل بین افشای اختیاری و اجباری در پژوهش‌های قبلی (پژوهش اینهورن، ۲۰۰۵) مورد بررسی قرار گرفته است (رضایی و تو، ۲۰۱۷). سطح الزامات افشا هر کشور عامل مهمی است که می‌تواند درک سرمایه‌گذاران از پایداری را نیز توضیح دهد. به بیان دقیق‌تر، هرچه الزامات افشای اطلاعات مالی در سطح بالاتری باشد، سیستم نظارتی بهتری برای محدود کردن اختیارات مدیریت و اطمینان از اثر افزایش ارزش پایداری ایجاد می‌شود؛ بنابراین، پیش‌بینی می‌شود ارتباط بیشتر (کمتر) مثبتی بین پایداری و ارزش شرکت در کشورهای دارای سطح شفافیت بالاتر (پایین‌تر) وجود داشته باشد (یو و ژائو، ۲۰۱۵).

افزایش تقاضا برای اطلاعات عملکرد پایداری و رابطه آن با ارزش شرکت نیز در پژوهش‌های قبلی بررسی شده است. به عنوان مثال، اکلز^{۴۰} و همکاران (۲۰۱۲) پیشنهاد می‌کنند که شرکت‌هایی که عملکرد پایداری بهتری دارند، تمایل دارند که در بلندمدت در بازار سهام و در عملکرد حسابداری از رقبای خود بهتر عمل کنند. به علاوه، سایر مطالعات رابطه مثبتی را بین عملکرد غیرمالی پایداری و عملکرد مالی و تأثیر آن‌ها بر هزینه سهام گزارش می‌دهند (مانند پژوهش انجی^{۴۱} و رضایی (۲۰۱۵)). هومل و اسپلیک^{۴۲} (۲۰۱۶) دریافته‌اند که شرکت‌های با عملکرد پایداری برتر افشای پایداری باکیفیت بالا را انتخاب می‌کنند تا عملکرد پایدار برتر خود را مطابق با تئوری علامت‌دهی^{۴۳} یا افشای اختیاری نشان دهند (رضایی و تو، ۲۰۱۷). اگر اطلاعات شرکت‌ها ناقص بوده و دارای کیفیت لازم نباشد، ممکن است این‌گونه استنباط شود که آن‌ها اطلاعات سیاسی و اقتصادی نامطلوب خود را درباره عملکرد جاری و ریسک مربوط به فعالیت‌های آتی خود را پنهان می‌کنند. به علاوه، افشای زیست‌محیطی ممکن است در نتیجه هم‌افزایی بین عملکرد اقتصادی و محیط‌زیست منجر به ایجاد ارزش شرکت شود (بجو و همکاران، ۲۰۱۲).

تئوری علامت‌دهی به توضیح انگیزه‌های مدیریت برای دستیابی به ابعاد مالی (اقتصادی) و غیرمالی (ابعاد زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی) عملکرد پایداری و واکنش سرمایه‌گذاران نسبت به افشای اطلاعات عملکرد پایداری نیز کمک می‌کند. ابعاد مالی و غیرمالی عملکرد پایداری با یکدیگر مرتبط‌اند و هنگام تجزیه و تحلیل تأثیر آن‌ها بر ثروت سهامداران و هزینه سهام باید باهم بررسی شوند. نهادهای نظارتی، سرمایه‌گذاران و شرکت‌ها به‌طور فزاینده‌ای به افشای ابعاد مالی و غیرمالی عملکرد پایداری علاقه‌مند هستند. تئوری مشروعیت^{۴۴}، نشان می‌دهد که واحدهای تجاری با فشارهای اجتماعی و سیاسی برای حفظ مشروعیت مواجه هستند که پایبندی به قرارداد اجتماعی از طریق انجام فعالیت‌هایی در جهت تحقق ابعاد غیرمالی عملکرد پایداری ابزاری در این راستا محسوب می‌شود (انجی و رضایی، ۲۰۱۵).

اگر شرکت‌ها بخواهند در بلندمدت به حیات خود ادامه دهند، باید مشروعیت فعالیت‌های خود را به جامعه نشان دهند. شرکت‌هایی که فعالیت‌های آن‌ها به‌طور قابل توجهی با انتظارات جامعه انطباق ندارد، مورد تحریم مصرف‌کنندگان یا

تأمین کنندگان قرار می‌گیرند و یا ممکن است فعالیت‌های نادرست آن‌ها با اقدامات قانونی گروه‌های مذکور در آینده محدود شود (بجو و همکاران، ۲۰۱۲). از دیدگاه تئوری مشروعیت، گزارشگری اجتماعی شرکت که هدف آن تأثیرگذاری بر ذی‌نفعان و ادراکات جامعه در مورد شرکت است، اطلاعاتی را ارائه می‌دهد که به رفتار شرکت مشروعیت می‌بخشد و موجب ایجاد ارزش بیشتر برای شرکت می‌شود (لو و همکاران، ۲۰۱۷). شرکت با ذی‌نفعان متعددی در ارتباط است که بر فعالیت‌های شرکت تأثیر می‌گذارند یا از آن تأثیر می‌پذیرند. فریمن^{۴۵} (۱۹۸۴) استدلال می‌کند که در نظر گرفتن منافع ذی‌نفعان برای موفقیت شرکت‌ها بسیار حیاتی است و منطقی نیست که مدیریت تنها به دنبال حداکثر کردن منافع سهامداران باشد، بلکه باید اقداماتی را انجام دهد که برای همه ذی‌نفعان بهینه باشد (انجی و رضایی، ۲۰۱۵). ذی‌نفعان می‌توانند شرکت را مجبور به اتخاذ فعالیت‌های زیست‌محیطی برای افزایش عملکرد محیطی کنند که در نهایت بر عملکرد مالی شرکت نیز تأثیر می‌گذارد. علاوه بر این، افزایش عملکرد می‌تواند بازده داخلی و مشروعیت خارجی شرکت را بهبود بخشد و در نهایت منجر به مزیت رقابتی و افزایش ارزش شرکت شود (کوسوکی و سوروکو^{۴۶}، ۲۰۱۹).

از دیدگاه تئوری ذی‌نفعان^{۴۷} عملکرد پایداری شرکتی را می‌توان این‌گونه ارزیابی کرد که شرکت با خواسته‌های گروه‌های مختلفی از ذی‌نفعان مواجه است و باید تقاضاهای آن‌ها را به‌عنوان هزینه‌های غیرقابل اجتناب انجام کسب و کار برآورده کند. تئوری ذی‌نفعان می‌تواند با دیدگاه مبتنی بر منابع (RBP)^{۴۸} تکمیل شود، زیرا شرکت‌ها ممکن است پاسخ‌گویی به تقاضای ذی‌نفعان را به‌عنوان نوعی سرمایه‌گذاری استراتژیک در نظر بگیرند و این امر نیازمند الزاماتی بیش از حداقل الزامات موردنیاز برای جلب رضایت ذی‌نفعان است. مشارکت در فعالیت‌های پایداری شرکتی در شرایطی که انتظار می‌رود این‌گونه فعالیت‌ها در جهت منافع شرکت باشد، رفتاری است که می‌تواند از طریق دیدگاه مبتنی بر منابع بررسی شود. دیدگاه مبتنی بر منابع پیشنهاد می‌کند که شرکت‌ها با کنترل و دست‌کاری مؤثر منابع خود که ارزشمند و کمیاب هستند و هیچ جایگزینی کامل برای آن‌ها در دسترس نیست، مزایای رقابتی پایدار ایجاد می‌کنند. پایداری شرکتی می‌تواند از طریق بهبود روابط با ذی‌نفعان و کاهش هزینه تضاد با آن‌ها، ایجاد اعتبار و بهره‌وری کارکنان منافع شرکت را در بلندمدت افزایش دهد. همه این جنبه‌ها باعث جذابیت بیشتر شرکت‌ها برای سرمایه‌گذاران می‌شود. سطوح بالاتر عملکرد پایداری شرکتی منجر به عدم اطمینان اقتصادی پایین‌تر، سود قابل پیش‌بینی‌تر و ریسک کمتری برای سرمایه‌گذاران می‌شود؛ بنابراین، انتظار داریم که بازار برای شرکت‌های با عملکرد پایداری کمتر در مقایسه با شرکت‌های با عملکرد پایداری بیشتر ارزش کمتری را در نظر می‌گیرد (لرنکو و همکاران، ۲۰۱۲).

هر چه شرکت‌ها بزرگ‌تر می‌شوند، بیشتر در معرض دید و ارزیابی‌های موشکافانه ذی‌نفعان خود قرار می‌گیرند؛ از این رو نسبت به واکنش‌های نامطلوب این گروه‌ها آسیب‌پذیرتر هستند. شرکت‌های بزرگ، به‌طور متوسط، بازارهای جغرافیایی و محصولات متنوع‌تری دارند، به این معنی که آن‌ها بزرگ‌تر هستند و ذی‌نفعان بیشتر و متنوع‌تری دارند. آرتیچ^{۴۹} و همکاران (۲۰۱۰) نشان دادند که شرکت‌های بزرگ‌تر احتمالاً سطح بالاتری از عملکرد پایداری شرکتی دارند. این شرکت‌ها از نظر سیاسی بیشتر دیده می‌شوند و بنابراین، توجه بیشتر مردم، دولت و سایر ذی‌نفعان را به خود جلب می‌کنند. این شرکت‌ها

به احتمال زیاد به دلیل گستردگی و اهمیت فعالیت‌هایشان، مشکلات اجتماعی بزرگ‌تری را ایجاد می‌کنند؛ بنابراین، بعید است که پاسخی منفعلانه یا حتی منفی به خواسته‌های ذی‌نفعان نوعی استراتژی موفقیت‌آمیز برای شرکت‌های بزرگ محسوب شود که با نظارت بیشتر مردم و فشارهای خارجی مواجه هستند. **گادفری^{۵۰} و همکاران (۲۰۱۰)** بیان کردند که شرکت‌هایی که حضور گسترده‌تری در بازار دارند نسبت به شرکت‌های رقیب که کوچک‌تر هستند، ریسک بیشتری متحمل می‌شوند. آن‌ها استدلال می‌کنند که حضور بیشتر در بازار به معاملات بیشتری منجر می‌شود و احتمال رخداد وقایع منفی بیشتر می‌شود. در نتیجه شرکت‌های بزرگ‌تر برای پوشش ریسک بیشتر فعالیت‌های خود نسبت به شرکت‌های کوچک‌تر باید تمایل بیشتری به انجام فعالیت‌های مربوط به مسئولیت‌های اجتماعی و زیست‌محیطی داشته باشند (**لرنکو و همکاران، ۲۰۱۲**).

پیشینه پژوهش

بجو و همکاران (۲۰۱۲) رابطه بین ارزش شرکت و کیفیت گزارشگری پایداری شرکت‌های ارائه‌کننده گزارش‌های پایداری را در استرالیا مورد بررسی قرار دادند. یافته‌های پژوهش نشان داد که رابطه منفی بااهمیتی بین کیفیت گزارشگری پایداری و هزینه سرمایه برای شرکت‌های مورد بررسی طی سال‌های ۲۰۰۳ تا ۲۰۰۵ وجود دارد. همچنین نتایج حاکی از این بود که بین عملکرد مورد انتظار شرکت‌های مذکور در آینده و کیفیت گزارشگری پایداری رابطه مثبتی وجود دارد. **لرنکو و همکاران (۲۰۱۲)** چگونگی رابطه بین عملکرد پایداری شرکتی و ارزش بازار سهام را در نمونه‌ای متشکل از شرکت‌های آمریکای شمالی عضو شاخص داو جونز را در پایان سال ۲۰۰۹ مورد بررسی قرار دادند. نتایج اولیه پژوهش نشان داد که عملکرد پایداری شرکتی نسبت به معیارهای سنتی حسابداری مانند سود و ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام دارای قدرت توضیحی بااهمیتی برای قیمت سهام است. تجزیه و تحلیل بیشتر نشان داد که نباید فقط بر پایداری شرکتی تمرکز کنیم. یافته‌ها حاکی از این است که سرمایه‌گذاران در عمل ارزش کمتری را برای شرکت‌های سودآور بزرگ در نظر می‌گیرند که عملکرد پایداری شرکتی آن‌ها پایین است.

انجی و رضایی (۲۰۱۵) به بررسی رابطه بین ابعاد مختلف عملکرد پایداری شرکتی (شامل ابعاد اقتصادی، زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی) و هزینه سرمایه به‌طور کلی و جداگانه در نمونه‌ای بیش از ۳۰۰۰ شرکت (که در پایگاه داده‌های KLD^{۵۱} قرار داشتند) طی سال‌های ۱۹۹۰ تا ۲۰۱۳ پرداختند. در این پژوهش عملکرد پایداری از دو بعد مالی (بعد اقتصادی) و غیرمالی (ابعاد زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی) (ESG)^{۵۲} مورد ارزیابی قرار گرفت. نتایج پژوهش نشان داد که ابعاد مالی و غیرمالی عملکرد پایداری شرکتی با هزینه سرمایه رابطه منفی دارد. لازم به ذکر است که ابعاد زیست‌محیطی و حاکمیتی عملکرد پایداری در این رابطه نقش دارند و بعد اجتماعی عملکرد پایداری به‌میزان جزئی با هزینه سرمایه رابطه دارد. به‌علاوه یافته‌ها نشان داد که بالا بودن عملکرد زیست‌محیطی و حاکمیتی پایداری رابطه منفی بین بعد اقتصادی و هزینه سرمایه را تقویت می‌کند.

اتامی (۲۰۱۵) طی پژوهشی تأثیر اهرم، سودآوری و کیفیت افشای پایداری را بر ارزش شرکت با استفاده از اطلاعات شرکت‌های تولیدی پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار اندونزی طی سال‌های ۲۰۱۱ تا ۲۰۱۳ مورد بررسی قرار داد. نتایج نشان

داد که اهرم و سودآوری اثر مثبتی بر ارزش شرکت دارد. علاوه بر این، نتایج این مطالعه نشان داد که متغیر رشد درآمد، تعدیل کننده رابطه بین کیفیت افشای پایداری شرکت و ارزش شرکت است.

یو و ژائو (۲۰۱۵) به بررسی رابطه بین عملکرد پایداری و ارزش شرکت در شرکت‌های بین‌المللی بزرگ طی سال‌های ۱۹۹۹ تا ۲۰۱۱ پرداختند. نتایج پژوهش نشان داد که رابطه مثبتی بین عملکرد پایداری و ارزش شرکت (پس از کنترل متغیرهایی که بر ارزش شرکت در ادبیات موجود تأثیر می‌گذارند) وجود دارد. نتایج آزمون با تئوری افزایش ارزش در مورد نقش افشای پایداری در ارزش‌گذاری شرکت سازگار است. به علاوه این رابطه مثبت در کشورهای بیشتری است که در آن‌ها حمایت بالایی از سرمایه‌گذاران وجود دارد و دارای سطح افشای بالایی هستند. **اویار و کوزی (۲۰۱۶)** تأثیر عوامل مؤثر بر گزارشگری پایداری بر مبنای الزامات سازمان گزارشگری جهانی، ۲) بیانیه‌های اطمینان‌بخشی در گزارشگری پایداری و ۳) سطوح کاربردی گزارشگری پایداری را مورد بررسی قرار دادند. علاوه بر این، در این پژوهش ارتباط ارزشی گزارشگری پایداری در نمونه‌ای متشکل از ۲۲۷ شرکت پذیرفته‌شده طی سال‌های ۲۰۱۱ تا ۲۰۱۳ در بورس اوراق بهادار استانبول در کشور ترکیه مورد بررسی قرار گرفت. نتایج پژوهش بیانگر آگاهی رو به رشد نسبت به گزارشگری پایداری بر مبنای الزامات سازمان گزارشگری جهانی در شرکت‌های مورد بررسی و روند در حال پیشرفت گزارشگری پایداری بود، با این حال، نتایج حاکی از این بود که ارائه گزارش‌های پایداری تأییدشده توسط ارزیابان مستقل هنوز متداول نیست. همچنین نتایج این پژوهش نشان داد که گزارشگری پایداری در شرکت‌های مورد بررسی دارای ارتباط ارزشی است.

دیگر و سامر (۲۰۱۶) طی پژوهشی تأثیر عملکرد پایداری شرکتی بر عدم تقارن اطلاعاتی را در نمونه‌ای متشکل از شرکت‌های اروپایی پذیرفته‌شده در شاخص استاکس ۶۰۰ اروپا^{۵۳} طی سال‌های ۲۰۰۲ تا ۲۰۱۳ مورد بررسی قرار دادند. نتایج پژوهش حاکی از این بود که عملکرد پایداری شرکتی تأثیر منفی بر عدم تقارن اطلاعاتی دارد. با در نظر گرفتن تفاوت‌های نهادی در کشورهای اروپایی آن‌ها به این نتیجه رسیدند که تأثیر منفی عملکرد پایداری شرکتی بر عدم تقارن اطلاعاتی در کشورهایی که دارای اقتصاد بازار آزاد هستند بیشتر از کشورهایی است که دارای اقتصاد بازار هماهنگ هستند. همچنین این تأثیر در کشورهایی بیشتر است که دارای الزامات افشای دقیق‌تری هستند. **لو و همکاران (۲۰۱۷)** رابطه بین گزارشگری پایداری و ارزش شرکت را در سنگاپور مورد بررسی قرار دادند. نتایج تجربی نشان داد که گزارشگری پایداری رابطه مثبتی با ارزش بازار شرکت دارد و این رابطه مستقل از نوع صنعت یا نوع شرکت (شرکت‌های دولتی و خانوادگی) است.

وتمن (۲۰۱۸) رابطه بین گزارشگری پایداری و سودآوری شرکت را در نمونه‌ای متشکل از ۹۵ شرکت سهامی عام در آمریکا طی سال‌های ۲۰۱۵ تا ۲۰۱۶ مورد بررسی قرار داد. نتایج پژوهش حاکی از این بود که گزارشگری پایداری تأثیر مثبت و بااهمیتی بر بازده سهام شرکت، بازده دارایی‌ها و حاشیه سود سال بعد دارد. البته، این رابطه تنها برای شرکت‌هایی با مالکیت نهادی کم برقرار بود. **سارنوپالی و لی (۲۰۱۸)** رابطه بین گزارشگری پایداری و ارزش بازار شرکت را در نمونه‌ای متشکل از ۲۲۰ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار کلمبو در سریلانکا طی سال‌های ۲۰۱۲ تا ۲۰۱۶ مورد بررسی قرار دادند. نتایج پژوهش نشان داد که رابطه مثبتی بین گزارشگری پایداری و ارزش بازار شرکت وجود دارد. **نامانی و همکاران (۲۰۱۷)** به

بررسی تأثیر حسابداری و گزارشگری پایداری بر عملکرد مالی شرکت های تولیدی در نیجریه طی سال های ۲۰۱۰ تا ۲۰۱۴ پرداختند. نتایج حاصل نشان داد که گزارش های پایداری تأثیر مثبت و معناداری بر عملکرد مالی شرکت های مورد مطالعه دارد. در پی این یافته ها، این مطالعه توصیه می کند که شرکت های نیجریه ای بهتر است مقدار قابل توجهی از سود خود را در فعالیت های پایداری سرمایه گذاری کنند. شورای گزارشگری مالی نیجریه و سایر نهادهای ذی ربط نیز باید با تنظیم مصوبات لازم، ارائه گزارش های پایداری را الزامی کنند

جا و رنجرجن^{۵۴} (۲۰۲۰) رابطه بین عملکرد پایداری شرکتی و عملکرد شرکت ها را در نمونه ای متشکل از ۵۰۰ شرکت برتر هندی طی سال های ۲۰۰۸ تا ۲۰۱۸ بررسی کردند. متغیرهای عملکرد پایداری شرکتی به صورت کلی و جداگانه در سطوح عملکرد زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیتی و متغیر عملکرد شرکتی در سطوح معیارهای حسابداری و معیارهای مبتنی بر بازار مورد ارزیابی قرار گرفتند. یافته های این مطالعه حاکی از عدم وجود علیت بین بسیاری از متغیرهای عملکرد پایداری شرکتی و عملکرد شرکت است و نشان می دهد که رابطه بین عملکرد پایداری شرکتی و عملکرد شرکت ها برای شرکت های هندی عمدتاً در سطح کل ناچیز است. در سطح شرکت نیز، در برخی موارد بین عملکرد پایداری شرکتی و عملکرد شرکت روابط منفی یافت شد که این رابطه تأثیر نامطلوبی بر رابطه کلی بین عملکرد پایداری شرکتی و عملکرد شرکت دارد؛ این بدان معناست که سرمایه گذاری های انجام شده شرکت های هندی برای پایداری دارای مزایای عملکرد مالی برای آن ها نیست. همچنین یافته های این پژوهش نشان می دهد که شرکت هایی با عملکرد پایداری شرکتی بالاتر یا پایین تر در ابعاد زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیتی در رابطه با عملکرد شرکت مشابه خواهند بود.

نوبین و همکاران^{۵۵} (۲۰۲۰) تأثیر ساختار هیئت مدیره بر ابعاد اقتصادی، زیست محیطی و اجتماعی عملکرد پایداری شرکتی را بر اساس تجزیه و تحلیل داده های بازارهای نوظهور آسیای شرقی بین سال های ۲۰۱۱ و ۲۰۱۶ از دیدگاه تئوری های نمایندگی و ذی نفعان بررسی کردند. یافته های این مطالعه حاکی از این است که رابطه معناداری بین سه ویژگی هیئت مدیره (اندازه هیئت مدیره، نسبت مدیران مستقل و دوگانگی مدیرعامل) و بعد اقتصادی عملکرد پایداری وجود ندارد. اندازه هیئت مدیره و نسبت مدیران مستقل بر ابعاد زیست محیطی و اجتماعی پایداری تأثیر مثبتی دارد با این وجود، هیچ رابطه معناداری بین دوگانگی مدیرعامل و ابعاد عملکرد پایداری وجود ندارد.

اعتمادی و همکاران (۱۳۹۰) محتوای ارزشی افشای اجباری شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را طی سال های ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۳ مورد بررسی قرار دادند. نتایج پژوهش نشان داد که افشاهای صورت گرفته در گزارش های شرکت ها حاوی محتوای اطلاعاتی درباره سودهای آتی بوده و سرمایه گذاران از این اطلاعات افشاشده در تصمیم گیری هایشان استفاده می کنند. **دارابی و همکاران** (۱۳۹۵) ارتباط گزارشگری مسئولیت اجتماعی با ارزش و ریسک شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را طی سال های ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۴ مورد بررسی قرار دادند. نتایج این پژوهش نشان داد که بین گزارشگری مسئولیت اجتماعی با ریسک و ارزش شرکت رابطه معناداری وجود دارد. **خوزین و همکاران** (۱۳۹۷) طی پژوهشی به بررسی اثر ساختار مالکیت بر توسعه سطح گزارشگری پایداری شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار

تهران طی سال‌های ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۳ پرداختند. نتایج پژوهش نشان داد که درصد سهام بزرگ‌ترین سهامدار و درصد سهام دولتی اثری بر سطح گزارشگری پایداری شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران ندارد. از سوی دیگر، با افزایش درصد سهام شناور آزاد از سطح گزارشگری پایداری در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران کاسته می‌شود.

کردستانی و همکاران (۱۳۹۷) تأثیر افشای مسئولیت اجتماعی بر معیارهای حسابداری، اقتصادی و بازار ارزیابی عملکرد شرکت‌ها را طی سال‌های ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۴ مورد بررسی قرار دادند. یافته‌های پژوهش نشان داد که سطح افشای مسئولیت اجتماعی تأثیر مثبت معناداری بر نرخ بازده دارایی‌ها، سود هر سهم و ارزش افزوده اقتصادی شرکت‌ها دارد؛ همچنین سطح افشای مسئولیت اجتماعی تأثیر منفی معناداری بر نرخ هزینه سرمایه شرکت‌ها دارد. با این حال نتایج حاکی از این بود که سطح افشای مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها بر معیارهای ارزش افزوده بازار و نرخ بازده سهام تأثیر معناداری نداشته است.

کاشانی‌پور و همکاران (۱۳۹۷) رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی با افشای اطلاعات پایداری شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران را طی سال‌های ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۳ مورد بررسی قرار دادند. نتایج حاصل نشان داد که بین مدیریت سود، محافظه‌کاری و کیفیت ارقام تعهدی با افشای اطلاعات پایداری رابطه مثبت و معناداری وجود دارد؛ اما بین امتیاز افشای الزامی و افشای اطلاعات پایداری رابطه معناداری مشاهده نشده است. بر اساس یافته‌های پژوهش مشخص گردید که شرکت‌هایی که مدیریت سود انجام می‌دهند از اطلاعات پایداری به‌عنوان جایگزینی برای کیفیت پایین گزارشگری استفاده می‌کنند. همچنین شرکت‌های محافظه‌کارتر و شرکت‌هایی که کیفیت ارقام تعهدی بالاتری دارند، اطلاعات پایداری را به‌عنوان مکملی برای کیفیت گزارشگری خود در نظر می‌گیرند؛ اما از روی امتیاز افشای الزامی بورس نمی‌توان در مورد هدف افشای اطلاعات پایداری اظهار نظر کرد.

عبدی و همکاران (۱۳۹۹) طی پژوهش کیفی و اکتشافی به شناسایی و رتبه‌بندی محرک‌ها و شاخص‌های گزارشگری پایداری پرداختند. یافته‌های پژوهش نشان داد که محرک‌های گزارشگری پایداری در ۵ گروه اصلی و ۲۴ شاخص طبقه‌بندی می‌شود. در بین محرک‌ها، محرک‌های الزامات محیطی، ویژگی‌های حاکمیت شرکتی و ویژگی‌های ساختاری شرکت از نظر افراد خبره دارای بالاترین اهمیت بوده و همچنین رتبه‌بندی شاخص‌ها نیز نشان داد که شاخص‌های الزامات قانونی، استقلال اعضای هیئت‌مدیره و سودآوری دارای بالاترین رتبه هستند.

فرضیه‌های پژوهش

فرضیه اول: بین بعد مالی عملکرد پایداری شرکتی و ارزش شرکت رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.
فرضیه دوم: بین بعد غیرمالی عملکرد پایداری شرکتی و ارزش شرکت رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.
فرضیه سوم: در شرکت‌های با عملکرد پایداری بالاتر نسبت به شرکت‌های با عملکرد پایداری پایین‌تر، تأثیر عملکرد پایداری بر ارزش شرکت بیشتر است.

فرضیه چهارم: در شرکت‌های با امتیاز افشای بالاتر نسبت به شرکت‌های با امتیاز افشای پایین‌تر، تأثیر عملکرد پایداری بر ارزش شرکت بیشتر است.

فرضیه پنجم: در شرکت‌های بزرگ‌تر نسبت به شرکت‌های کوچک‌تر، تأثیر عملکرد پایداری بر ارزش شرکت بیشتر است.

روش‌شناسی پژوهش

پژوهش حاضر از نوع پژوهش‌های آرشیوی و پس‌رویدادی است؛ بدین معنی که از داده‌های واقعی منتشرشده در پایگاه‌های اطلاعاتی مختلف، مانند گزارش‌های سالانه شرکت‌ها و گزارش‌های بورس اوراق بهادار تهران جهت انجام پژوهش استفاده شده است. همچنین، این پژوهش در حوزه پژوهش‌های اثباتی حسابداری قرار می‌گیرد و رابطه بین متغیرهای مستقل و وابسته به صورت همبستگی است. دوره زمانی پژوهش از سال ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۷ است. لازم به ذکر است که از آنجا که عملکرد پایداری شرکتی و متغیرهای کنترلی برای یک سال قبل محاسبه می‌شود، لذا، دوره زمانی جمع‌آوری داده‌های پژوهش از سال ۱۳۹۰ الی ۱۳۹۷ است. جامعه آماری پژوهش نیز شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران با در نظر گرفتن شرایط زیر است:

۱. شرکت‌هایی که قبل از سال ۱۳۹۰ در بورس پذیرفته‌شده باشند و از ابتدای سال ۱۳۹۰ سهام آن‌ها در بورس مورد معامله قرار گیرد.
 ۲. شرکت‌هایی که در طول سال‌های ۱۳۹۰-۱۳۹۷ وقفه معاملاتی بیش از سه ماه نداشته باشند.
 ۳. زمینه فعالیت آن‌ها واسطه‌گری مالی و سرمایه‌گذاری نباشد.
 ۴. شرکت‌هایی که پایان سال مالی آن‌ها منتهی به پایان اسفندماه هر سال باشد و در فاصله سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۷ تغییر سال مالی نداده باشند.
 ۵. دسترسی لازم به صورت‌های مالی و یادداشت‌های توضیحی همراه آن‌ها وجود داشته باشد.
- بنابراین، شرکت‌های فاقد شرایط پیش‌گفته خارج از جامعه آماری پژوهش محسوب می‌شوند. به این ترتیب از بین شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران از ابتدای سال ۱۳۹۰، تعداد ۹۲ شرکت که حائز شرایط فوق بودند، به‌عنوان نمونه آماری این پژوهش انتخاب شدند.
- در پژوهش حاضر سعی شده است با استفاده از الگوها و روابط زیر، ارتباط بین متغیرهای مستقل و وابسته مورد بررسی قرار می‌گیرد. به این منظور برای آزمون فرضیه سوم شرکت‌ها با استفاده از شاخص میانه متغیر عملکرد پایداری شرکتی، به دو گروه، به‌منظور آزمون فرضیه چهارم شرکت‌ها با استفاده از شاخص میانه متغیر امتیاز افشا، به دو گروه و همچنین برای آزمون فرضیه پنجم شرکت‌ها با استفاده از شاخص میانه متغیر اندازه شرکت‌ها، به دو گروه تقسیم شده است. در این پژوهش از الگوی تعدیل‌شده لانگ^{۵۶} و همکاران (۲۰۰۴) برای آزمون فرضیه‌های پژوهش استفاده شده است که روابط آن به‌صورت زیر است:

الگوی اول پژوهش جهت آزمون فرضیه‌های اول و دوم:

$$TOBINSQ_{it} = a_0 + a_1 FCSP_{it-1} + a_2 NFCSP_{it-1} + a_3 SIZE_{it-1} + a_4 LEV_{it-1} + a_5 CFO_{it-1} + a_6 SG_{it-1} + a_7 AGE_{it-1} + \sum_{n=1}^7 ajYear + \sum_{n=1}^{19} ai Industry + \varepsilon_{it}$$

الگوی دوم پژوهش جهت آزمون فرضیه‌های سوم الی پنجم:

$$TOBINSQ_{it} = a_0 + a_1 CSP_{it-1} + a_2 SIZE_{it-1} + a_3 LEV_{it-1} + a_4 CFO_{it-1} + a_5 SG_{it-1} + a_6 AGE_{it-1} + \sum_{n=1}^7 ajYear + \sum_{n=1}^{19} ai Industry + \varepsilon_{it}$$

در الگوهای مذکور:

FCSP: بعد مالی عملکرد پایداری شرکتی	CSP: عملکرد پایداری شرکتی	TOBINSQ: کیوتوبین
LEV: اهرم مالی	SIZE: اندازه شرکت	NFCSP: بعد غیرمالی عملکرد پایداری شرکتی
AGE: سن شرکت	SG: رشد فروش	CFO: خالص جریان نقدی عملیاتی
εit: جزء خطا	Industry: متغیر ساختگی صنعت	Year: متغیر ساختگی سال

در این پژوهش کیوتوبین به عنوان متغیر وابسته، عملکرد پایداری شرکتی به عنوان متغیر مستقل و اندازه شرکت، اهرم مالی، خالص جریان نقدی عملیاتی، رشد فروش، سن شرکت و متغیر ساختگی سال و متغیر ساختگی صنعت به عنوان متغیرهای کنترلی در نظر گرفته می‌شود که روش اندازه‌گیری آن‌ها به شرح ذیل است:

کیوتوبین: حاصل جمع ارزش بازار حقوق صاحبان سهام و ارزش دفتری کل بدهی‌ها تقسیم بر ارزش دفتری کل دارایی‌ها عملکرد پایداری شرکتی: برای تعیین امتیاز عملکرد پایداری شرکتی از شاخص KLD استفاده گردید. مؤسسه آمریکایی KLD هر ساله سازمان‌ها را بر اساس معیارهای اجتماعی زیست‌محیطی رتبه‌بندی می‌کند. این شاخص معیاری استاندارد جهت ارزیابی رویه‌ها و عملکرد پایداری زیست‌محیطی شرکت است که در تحقیقات پایداری و عملکرد اجتماعی شرکت از سال ۱۹۹۱ مورد استفاده قرار گرفته است (کیم، ۲۰۱۸، ۵۷).

سنجش عملکرد پایداری شرکتی از طریق شاخص KLD شامل مجموعه‌ای از نقاط قوت و نقاط ضعف یا نگرانی است که در پژوهش حاضر با استفاده از چک‌لیست رتبه‌بندی اجتماعی برای هر هفت بعد شامل اجتماعی، حاکمیتی، محیط‌زیست، روابط کارکنان، کیفیت محصول، حقوق بشر و تنوع‌بخشی اندازه‌گیری می‌شود. زیرمجموعه‌های این ابعاد عبارت‌اند از: (۱) بعد اجتماعی: نقاط قوت: الف) امور خیریه: در صورتی که شرکت مبلغی را به امور خیریه مردمی اختصاص داده باشد. ب) امور خیریه خارج از ایران: کمک به کشورهای جنگ‌زده و آسیب‌دیده از بلایای طبیعی. پ) برنامه حمایت از مسکن: برنامه‌های حمایتی مسکن در سطح شرکت و ملی. ت) برنامه حمایت از تحصیل: شرکت برنامه حمایتی برای تحصیل و آموزش شغل برای جوانان و کارکنان داشته باشد. الف) اثرات منفی اقتصادی: شرکت‌هایی که دچار مسائل حقوقی آب، زمین، دفع ضایعات یا مسائل دیگری که تأثیرگذار بر زندگی، مالیات یا ارزش دارایی جامعه باشد مانند تعطیلی کارخانه. ب) مشکلات مالیاتی: در صورتی که شرکت دارای پرونده مالیاتی در هیئت حل اختلاف مالیاتی باشد. ۲) حوزه حاکمیتی: نقاط قوت: الف) پاداش: در صورتی که شرکت پاداشی در سال مالی به مدیران ارشد داده باشد. ب) نفوذ قابل ملاحظه: در صورتی که شرکت، صاحب ۲۰ تا ۵۰ درصد از سهام شرکت دیگر باشد. ج) شفافیت بالا: شرکت گزارش مؤثری از اندازه‌گیری‌های محیطی، اجتماعی و یا موضوع خاص شرکتی داشته باشد. نقاط ضعف: الف) نگرانی‌های

حسابداری: شرکت دارای اظهارنظر حسابرسی مشروط باشد. ب) مشکلات شفافیت: شرکت دارای ضعف در افشای اطلاعات مربوط به مسائل محیط و اجتماع باشد. ۳) تنوع: نقاط قوت: الف) مدیران اجرایی: در صورتی که شرکت از مدیران اجرایی خانم و یا اقلیت جامعه استفاده کند. ب) اعضای هیئت مدیره: خانم‌ها، اقلیت‌ها و افراد معلول عضو هیئت مدیره باشند. پ) منافع شغلی / زندگی: منافع خارج از شرکت برای کودکان، سالمندان یا اوقات فراغت. ت) کارمندان خانم و اقلیت: حداقل ۵ درصد کارمندان شرکت از این گروه باشند. ث) به کارگیری کارمندان جانباز و معلول. نقاط ضعف: الف) مشکلات دادگاهی: دعاوی مربوط به کارکنان و بیمه و ... ب) نداشتن خانم در اعضای هیئت مدیره. ۴) روابط کارکنان: نقاط قوت: الف) مزایای غیر نقدی: شرکت مزایای غیر نقدی را برای کارکنان خود در نظر گرفته باشد. ب) توزیع نقدی درآمد: شرکت دارای برنامه توزیع سود نقدی است که اخیراً آن را به اکثریت نیروی کار و سهامداران تقسیم کرده است. پ) مشارکت کارکنان: شرکت برای مشارکت کارکنان، همچنین مشارکت در مالکیت راغب است. ت) مزایای بازنشستگی: شرکت دارای برنامه مزایای بازنشستگی قابل توجه است. ث) سلامت و ایمنی: شرکت دارای برنامه بهداشتی و ایمنی قوی است. نقاط ضعف: الف) کاهش نیروی کار: شرکت در آن سال مالی نیروی کار خود را کاهش داده باشد. ب) سلامت و ایمنی: شرکت جرائمی را بابت بهداشت و ایمنی پرداخت نموده باشد. پ) ضعف در مزایای بازنشستگی: شرکت در این زمینه دچار کسری بودجه شده باشد. ۵) محیط زیست: الف) محصولات و خدمات سودمند: ساخت محصول مطابق با محیط زیست و کارا در مصرف انرژی. ب) جلوگیری از آلاینده‌گی: شرکت دارای برنامه‌های پیشگیری از آلودگی شدید، از جمله کاهش میزان انتشار و برنامه‌های کاهش سموم است. پ) بازیافت: شرکت از مواد بازیافتی به عنوان مواد خام در فرآیندهای تولید استفاده می‌کند و یا عامل اصلی در صنعت بازیافت است. ت) انرژی پاک: شرکت اقدامات قابل توجهی را برای کاهش تأثیر بر تغییرات آب و هوایی و آلودگی هوا از طریق استفاده از انرژی‌های تجدید پذیر و سوخت پاک یا از طریق بهره‌وری صرفه‌جویی در انرژی انجام داده است. ث) دریافت جایزه و لوح تقدیر در زمینه محیط زیست. ج) اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات: شرکت اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات خود را با عملکرد محیطی بالا برای صنعت خود حفظ می‌کند. چ) سیستم‌های مدیریتی: دریافت گواهینامه ایزو ۱۴۰۰۱ توسط شرکت برای سیستم‌های مدیریتی شرکت. نقاط ضعف: الف) فضولات خطرناک: شرکت جزء پنج صنعت اول در ایجاد فضولات پرخطر باشد (شیمیایی و نفت، چرم و نساجی، استخراج و تولید فلزات اساسی، کاغذ و چاپ و رنگ، شوینده و تمیزکننده). ب) مسائل قانونی: پرداخت جرائم برای مسائل و مشکلات زیست محیطی‌ای که شرکت تولید کرده است (نقض مدیریت زباله و جریمه انرژی). پ) مواد شیمیایی نازک‌کننده لایه اوزون: شرکت جزء تولیدکنندگان مواد شیمیایی از بین برنده لایه اوزون باشد. ت) مواد شیمیایی کشاورزی: شرکت تولیدکننده مواد شیمیایی کشاورزی است، یعنی آفت‌کش‌ها یا کود شیمیایی و یا تولید مواد اولیه آن‌ها. ث) تغییرات آب و هوایی: شرکت باعث تغییرات اقلیمی و آب و هوا شود یا شرکت درآمد قابل توجهی از فروش زغال سنگ یا نفت و محصولات مشتق شده آن به دست می‌آورد یا درآمد قابل توجهی را به‌طور غیرمستقیم از احتراق زغال سنگ یا نفت و محصولات تولیدی به دست می‌آورد. ۶) حقوق بشر: نقاط قوت: الف) روابط دوستانه با مردم بومی: شرکت ارتباطات خود

را با مردم بومی برقرار کرده و به مسائل مربوط به آن‌ها احترام می‌گذارد (ایجاد فضای سبز برای استفاده عموم، برگزاری مراسم‌ها و جشن‌ها، احداث جاده برای راحتی مردم بومی، استفاده از کارگران بومی، برگزاری مسابقات ورزشی شهری و استانی، برگزاری نمایشگاه در سطح شهر و استان، کمک به روستا و شهر هم‌جوار، گزارش رضایت همسایگان کارخانه).
 ب) حقوق کارکنان و کارگران: افشای مناسب برای حقوق کارکنان و کارگران وجود دارد. نقاط ضعف: ندارد. (۷) کیفیت محصول: نقاط قوت: الف) کیفیت: شرکت دارای یک برنامه کیفیت بلندمدت برای محصولات و خدمات باشد. ب) تحقیق و توسعه / نوآوری: شرکت دارای برنامه‌ای برای تحقیق و توسعه و نوآوری در صنعت خود است. پ) مزایای شرایط سخت اقتصادی: شرکت به‌عنوان بخشی از مأموریت اصلی خود، محصولات یا خدمات را برای افراد محروم اقتصادی ارائه می‌کند. نقاط ضعف: الف) ایمنی محصول: شرکت اخیراً جریمه‌های قابل توجهی در رابطه با ایمنی محصولات و خدمات پرداخت کرده است. ب) نگرانی‌های قراردادی / بازاریابی: پرداخت جرائم و یا دعوی حقوقی مربوط به قراردادهای بازاریابی و شیوه تبلیغات و ...

پس از ادغام مؤلفه‌های روابط کارکنان در بخش اجتماعی، حقوق بشر در بخش اخلاقی و در نظر گرفتن مؤلفه کیفیت محصول در بخش اقتصادی، چک‌لیست نهایی بر اساس ابعاد پنج‌گانه عملکرد پایداری در پنج بعد طبقه‌بندی می‌شود که شامل حوزه‌های اجتماعی (SOC)، حاکمیتی (GOV)، زیست‌محیطی (INV)، اخلاقی (ETH) و اقتصادی (ECO) است که در آن بعد اقتصادی به‌عنوان بعد مالی عملکرد پایداری شرکتی و مجموع ابعاد زیست‌محیطی، حاکمیتی، اخلاقی و اجتماعی به‌عنوان بعد غیرمالی عملکرد پایداری شرکتی در نظر گرفته می‌شود. در هر حوزه معیارهایی به‌عنوان نقاط قوت و نقاط نگرانی مطرح گردید. چنانچه شرکت مورد بررسی دارای معیارهای نقاط قوت باشد عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر به آن تعلق می‌گیرد، از طرف دیگر چنانچه برای شرکتی معیارهای نقاط نگرانی برقرار باشد عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر تعلق می‌گیرد. جهت محاسبه امتیاز هر یک از ابعاد عملکرد پایداری برای هر شرکت مجموع نقاط نگرانی از مجموع نقاط قوت کسر و امتیاز عملکرد پایداری تعیین می‌شود (امین و همکاران، ۱۳۹۷). برای تعیین امتیاز عملکرد پایداری شرکت‌ها با استفاده از شاخص KLD، گزارش‌های هیئت‌مدیره که در سامانه کدال و سایت شرکت منتشر شده بود و نیز سایر گزارش‌هایی که طی دستورالعمل‌های الزام‌آور بورس اوراق بهادار تهران افشا گردیده‌اند، استخراج و مورد ارزیابی قرار گرفت.

امتیاز افشا: امتیاز افشا برابر است با امتیاز افشای محاسبه‌شده شرکت توسط سازمان بورس اوراق بهادار. امتیاز مذکور، بر اساس میانگین وزنی معیارهای به‌موقع بودن و قابلیت اتکای اطلاعات افشاشده محاسبه می‌گردد. اطلاعات ارزیابی‌شده، بر اساس مقررات افشای اطلاعات در بورس، از جمله صورت‌های مالی سالیانه، صورت‌های مالی میان‌دوره‌ای سه، شش و نه‌ماهه و پیش‌بینی درآمد سهام در مقاطع زمانی سه، شش، نه و دوازده‌ماهه است. تأخیر در ارسال اطلاعات به بورس در مقایسه با مهلت‌های زمانی مقرر و تفاوت در سودهای محقق شده نسبت به پیش‌بینی‌ها برای محاسبه به‌موقع بودن و قابلیت اتکای افشا استفاده گردیده است. برای محاسبه رتبه کل افشای شرکتی که امکان دسترسی به آن در سایت کدال وجود دارد، معیارهای

به موقع بودن و قابلیت اتکا با وزن‌های دوسوم و یک‌سوم مورد استفاده قرار می‌گیرند (اعتمادی و همکاران، ۱۳۹۰). در این پژوهش برای محاسبه شرکت‌های با امتیاز افشای بالاتر، شرکت‌ها بر اساس میانه امتیاز افشا طبقه‌بندی شدند، اگر امتیاز افشای شرکت بالاتر و مساوی میانه باشد به عنوان شرکت دارای امتیاز افشای بالاتر در نظر گرفته می‌شود.

اندازه شرکت: لگاریتم طبیعی ارزش دفتری دارایی‌های شرکت.

اهرم مالی: ارزش کل بدهی‌ها تقسیم بر کل دارایی‌های شرکت.

خالص جریان نقدی عملیاتی: خالص جریان نقدی عملیاتی تقسیم بر ارزش دفتری کل دارایی‌ها.

رشد فروش: درصد تغییرات فروش سال جاری نسبت به فروش سال قبل.

سن شرکت: لگاریتم طبیعی سال‌های حضور شرکت در بورس.

متغیر ساختگی صنعت: عبارت است از متغیر ساختگی صنعت با دو ارزش یک، در صنعت مربوطه و ارزش صفر، برای صنایع باقیمانده (شرکت‌های نمونه در ۱۹ صنعت طبقه‌بندی شدند و به تعداد یکی کمتر از تعداد کل گروه صنایع استفاده شده در پژوهش متغیر ساختگی صنعت تعریف گردید).

متغیر ساختگی سال: عبارت است از متغیر ساختگی سال با دو ارزش یک، در سال مربوطه و ارزش صفر، در سایر سال‌ها (متغیر ساختگی سال نیز به تعداد یکی کمتر از تعداد کل دوره‌های پژوهش تعریف گردید).

یافته‌های پژوهش

آمار توصیفی

آماره‌های توصیفی نمایی کلی از وضعیت توزیع مشاهدات هر متغیر را ارائه می‌دهند. آمار توصیفی داده‌های مربوط به متغیرهای مورد استفاده در این پژوهش در جدول ۱ و ۲ ارائه شده است. در جدول ۱ برخی از آماره‌های توصیفی از جمله میانگین، میانه، انحراف معیار، کمینه و بیشینه متغیرها نشان داده شده است. اصلی‌ترین شاخص مرکزی، میانگین است که نشان‌دهنده مرکز ثقل توزیع است و شاخص خوبی برای نشان دادن مرکزیت داده‌ها است. میانگین امتیاز افشا در بین شرکت‌های نمونه ۷۲/۴۲ است که نشان می‌دهد وضعیت افشا در شرکت‌های نمونه در سطح بالایی است. میانگین عملکرد پایداری شرکتی ۶/۳۵ است که نشان‌دهنده این است که سطح عملکرد پایداری شرکتی در بین شرکت‌های نمونه (با توجه به حداکثر امتیاز قابل اکتساب در چک‌لیست عملکرد پایداری استفاده شده در پژوهش حاضر که برابر با ۳۱ است) پایین بوده و شرکت‌ها توجه کمی به این موضوع داشته‌اند.

جدول ۱. آمار توصیفی متغیرها

متغیر	تعداد	میانگین	میانه	انحراف معیار	کمینه	بیشینه
کیوتوبین	۶۴۴	۱/۶۷۹	۱/۴۹	۱/۰۲	۰/۳۲	۷/۳۷
عملکرد پایداری شرکتی	۶۴۴	۶/۳۵	۷	۴/۲۴	-۵	۱۹
بعد مالی عملکرد پایداری شرکتی	۶۴۴	۱/۵۰	۲	۰/۸۵	-۱	۳
بعد غیرمالی عملکرد پایداری شرکتی	۶۴۴	۴/۶۵	۵	۴/۰۵	-۵	۱۷

متغیر	تعداد	میانگین	میانه	انحراف معیار	کمینه	بیشینه
امتیاز افشا	۶۴۴	۷۲/۴۲	۷۶/۶۲	۱۹/۴۲	۷/۰۲	۹۹/۹
اندازه شرکت	۶۴۴	۱۴/۳۹	۱۴/۱	۱/۵۹	۱۱/۰۲	۱۹/۳۷
اهرم مالی	۶۴۴	۰/۶۳۳	۰/۶۱	۰/۲۷	۰/۱۰۸	۲/۱۸۸
خالص جریان نقدی عملیاتی	۶۴۴	۰/۱۱۷	۰/۰۸۶	۰/۱۵۴	-۰/۳۸۷	۰/۸۸
رشد فروش	۶۴۴	۰/۱۸۵	۰/۱۵	۰/۳۸	-۰/۹۹۷	۲/۷۳
سن شرکت	۶۴۴	۲/۸۱۴	۲/۸۳	۰/۴۳	۱/۳۸	۳/۹۱

جدول ۲. آمار توصیفی - جمعیت شناختی

متغیر	فراوانی	درصد فراوانی
تعداد شرکت‌های با عملکرد پایداری شرکتی بالا	۳۴۲	۵۳/۱
تعداد شرکت‌های با عملکرد پایداری پایین	۳۰۲	۴۶/۹
تعداد شرکت‌های با امتیاز افشای بالا	۳۰۹	۴۸
تعداد شرکت‌های با امتیاز افشای پایین	۳۳۵	۵۲
تعداد شرکت‌های بزرگ	۳۳۲	۵۱/۶
تعداد شرکت‌های کوچک	۳۱۲	۴۸/۴

نتایج آزمون فرضیه‌ها

در این پژوهش برای بررسی مفروضات رگرسیون به بررسی ناهمسانی واریانس، خودهمبستگی سریالی و هم خطی بین متغیرها پرداخته شده است. برای بررسی ناهمسانی واریانس از آزمون بروش پاگان و خودهمبستگی سریالی از آزمون والدريج استفاده شد. برای الگوی اول و دوم پژوهش، مقدار آماره بروش پاگان به ترتیب ۴۶۰/۹۸ و ۵۷۲/۶۴ و سطح معناداری آن (۰/۰۰۰) نشان می‌دهد که مشکل ناهمسانی واریانس در هر دو الگو وجود دارد. در پژوهش حاضر به منظور رفع مشکل ناهمسانی واریانس بین باقیمانده‌ها، از روش رگرسیون مقاوم برای هر دو الگوی پژوهش استفاده شده است. همچنین نتایج آزمون والدريج نیز نشان می‌دهد که مقدار آماره والدريج برای الگوی اول پژوهش ۰/۰۹۹ و سطح معناداری آن ۰/۷۵۳ و مقدار آماره والدريج برای الگوی دوم پژوهش ۰/۰۸۱ و سطح معناداری آن ۰/۸۰۶ است، به این معنی که خودهمبستگی سریالی بین باقیمانده‌های هیچ کدام از دو الگو وجود ندارد. ضمناً به دلیل کنترل اثرات سال و صنعت در الگو، انجام آزمون‌های انتخاب الگوی مناسب (چاو و هاسمن) ضروری نیست. از آزمون تورم واریانس (VIF) نیز جهت تعیین عدم هم خطی استفاده شده است که نتایج آن در بخش نتایج آزمون فرضیه‌ها ارائه شده است.

آزمون فرضیه اول و دوم

در فرضیه اول و دوم ادعا شده است که بین ابعاد مالی و غیرمالی عملکرد پایداری شرکتی و ارزش شرکت رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. با توجه به نتایج آزمون فرضیه اول و دوم در جدول ۳، در سطح معناداری ۰/۰۵ مقدار آماره F برابر با ۴/۹۹ و احتمال آماره آن (۰/۰۰۰) است که کوچک‌تر از ۰/۰۵ است و با اطمینان ۹۵٪ معنادار بودن کل الگو تأیید می‌شود و الگو دارای برازش مناسبی است. ضریب تعیین الگو نیز گویای آن است که ۲۰ درصد از تغییرات متغیر ارزش شرکت توسط

متغیرهای وارد شده در الگو تبیین می‌گردد. مقدار عامل تورم واریانس برای هر یک از متغیرها کمتر از عدد ۱۰ بوده که نشان‌دهنده عدم هم خطی (VIF) بین متغیرهای پژوهش است. در بررسی معناداری ضرایب، بعد مالی عملکرد پایداری شرکتی با ضریب ۰/۰۲۰۱ و سطح معناداری ۰/۰۲۳ رابطه مثبت و معناداری با ارزش شرکت دارد. لذا، با توجه به نتایج فوق فرضیه اول پژوهش تأیید می‌شود. در بررسی فرضیه دوم پژوهش مقدار ضریب بعد غیرمالی عملکرد پایداری شرکتی ۰/۰۳۱۳ و سطح معناداری آن ۰/۰۳۱ است که نشان می‌دهد که رابطه مثبت و معناداری بین بعد غیرمالی عملکرد پایداری شرکتی و ارزش شرکت وجود دارد. لذا، فرضیه دوم پژوهش با سطح خطای ۵ درصد تأیید می‌شود.

جدول ۳. نتایج آزمون فرضیه اول و دوم

$$TOBINSQ_{it} = a_0 + a_1 FCSP_{it-1} + a_2 NFCSP_{it-1} + a_3 SIZE_{it-1} + a_4 LEV_{it-1} + a_5 CFO_{it-1} + a_6 SG_{it-1} + a_7 AGE_{it-1} + \sum_{n=1}^7 a_j Year + \sum_{n=1}^{19} a_i Industry + \varepsilon_{it}$$

متغیرها	ضرایب	مقدار آماره t	سطح معناداری	عامل تورم واریانس
بعد مالی عملکرد پایداری شرکتی	۰/۰۲۰۱	۲/۳۴	۰/۰۲۳	۱/۷۱
بعد غیرمالی عملکرد پایداری شرکتی	۰/۰۳۱۳	۲/۱۶	۰/۰۳۱	۱/۲۶
اندازه شرکت	-۰/۱۸۵۶	-۵/۱۲	۰/۰۰۰	۱/۸۳
اهرم مالی	۰/۵۳۹۳	۱/۷۸	۰/۰۷۵	۱/۲۹
خالص جریان نقدی عملیاتی	۱/۱۶۹۲	۳/۹۹	۰/۰۰۰	۱/۱۸
رشد فروش	۰/۰۸۳۸	۰/۷۴	۰/۴۶۱	۱/۲۱
سن شرکت	-۰/۱۷۲۵	-۱/۹۱	۰/۰۵۷	۱/۵۶
عدد ثابت	۳/۷۳۱۸	۷/۳۹	۰/۰۰۰	-
عامل سال			بله	
عامل صنعت			بله	
ضریب تعیین			۰/۲۰۳۹	
ضریب تعیین تعدیل شده			۰/۱۵۹۷	
آماره F			۴/۹۹	
سطح معناداری آماره F			۰/۰۰۰۰	

آزمون فرضیه سوم

در فرضیه سوم ادعا می‌شود که در شرکت‌های با عملکرد پایداری بالاتر نسبت به شرکت‌های با عملکرد پایداری پایین‌تر، تأثیر عملکرد پایداری بر ارزش شرکت بیشتر است. بررسی این فرضیه با استفاده از تحلیل ضرایب متغیر عملکرد پایداری شرکتی در دو گروه شرکت‌های با عملکرد پایداری بالا و پایین انجام گردید. نتایج ارائه شده در جدول ۴ نشان می‌دهد که برای شرکت‌های با عملکرد پایداری بالا و پایین به ترتیب مقدار آماره F برابر با ۸/۵۹ و ۵/۳۲ و همچنین احتمال آماره F برای هر یک از این گروه‌ها (۰/۰۰۰) است که کوچک‌تر از ۰/۰۵ است، بنابراین، در سطح اطمینان ۹۵٪ معنادار بودن کل الگو برای هر دو گروه تأیید می‌شود و الگو دارای برازش مناسبی است. ضریب تعیین الگو نیز گویای آن است که در گروه شرکت‌های با عملکرد پایداری بالاتر، ۲۶ درصد و در گروه شرکت‌های با عملکرد پایداری پایین‌تر، ۱۹ درصد از تغییرات

متغیر ارزش شرکت توسط متغیرهای وارد شده در الگو تبیین می‌گردد. متغیر عملکرد پایداری شرکتی در گروه شرکت‌های با عملکرد پایداری بالاتر با ضریب ۰/۰۳۴ و احتمال آماره ۰/۰۰۲ رابطه مثبت و معناداری با ارزش شرکت دارد. همچنین متغیر عملکرد پایداری شرکتی در گروه شرکت‌های با عملکرد پایداری پایین‌تر با ضریب ۰/۰۱۷ و احتمال آماره ۰/۰۰۴ رابطه مثبت و معناداری با ارزش شرکت دارد. از آنجا که مقدار ضریب متغیر عملکرد پایداری شرکتی در گروه اول بیشتر از گروه دوم است (۰/۰۳۴ > ۰/۰۱۷)، لذا، می‌توان نتیجه گرفت که تأثیر عملکرد پایداری بر ارزش شرکت در گروه شرکت‌های با عملکرد پایداری بالاتر نسبت به شرکت‌های با عملکرد پایداری پایین‌تر، بیشتر است. این بدان معناست که در شرکت‌های با پایداری بالاتر رابطه عملکرد پایداری شرکتی و ارزش شرکت تشدید می‌شود. لذا، با توجه به نتایج فوق فرضیه سوم پژوهش تأیید می‌شود.

جدول ۴. نتایج آزمون فرضیه سوم

$TOBINSQ_{it} = a_0 + a_1 CSP_{it-1} + a_2 SIZE_{it-1} + a_3 LEV_{it-1} + a_4 CFO_{it-1} + a_5 SG_{it-1} + a_6 AGE_{it-1} + \sum_{n=1}^7 ajYear + \sum_{n=1}^{19} ai Industry + \varepsilon_{it}$						
شرکت‌های با عملکرد پایداری پایین (Low)			شرکت‌های با عملکرد پایداری بالا (High)			متغیرها
ضرایب	آماره t	سطح معناداری	ضرایب	آماره t	سطح معناداری	
۰/۰۳۴	۳/۱۱	۰/۰۰۲	۰/۰۱۶۸	۲/۸۹	۰/۰۰۴	عملکرد پایداری شرکتی
-۰/۱۲۹۱	-۶/۶۲	۰/۰۰۰	-۰/۱۶۵۴	-۴/۰۶	۰/۰۰۰	اندازه شرکت
۰/۴۲۱۵	۱/۲۳	۰/۲۱۴	-۰/۲۹۴۱	-۲/۴۳	۰/۰۱۴	اهرم مالی
۱/۵۹۰۴	۴/۵۶	۰/۰۰۰	۱/۱۲۹۴	۵/۸۹	۰/۰۰۰	خالص جریان نقدی عملیاتی
۰/۰۷۵۱	۱/۷۱	۰/۰۸۷	۰/۰۲۸۴	۰/۹۲	۰/۳۵۳	رشد فروش
-۰/۱۰۶۴	-۲/۰۶	۰/۰۳۸	-۰/۰۹۴۵	-۲/۵۲	۰/۰۱۲	سن شرکت
۲/۸۴۹۲	۶/۱۳	۰/۰۰۰	۲/۲۰۵۷	۷/۶۱	۰/۰۰۰	عدد ثابت
	بله			بله		عامل سال
	بله			بله		عامل صنعت
۰/۲۶۴۴			۰/۱۹۴۲			ضریب تعیین
۰/۲۵۳۱			۰/۱۸۳۱			ضریب تعیین تعدیل شده
۸/۵۹			۵/۳۲			آماره F
۰/۰۰۰			۰/۰۰۰			سطح معناداری آماره F

آزمون فرضیه چهارم

در فرضیه چهارم ادعا می‌شود که در شرکت‌های با امتیاز افشای بالاتر نسبت به شرکت‌های با امتیاز افشای پایین‌تر، تأثیر عملکرد پایداری بر ارزش شرکت بیشتر است. بررسی این فرضیه با استفاده از تحلیل ضرایب متغیر عملکرد پایداری شرکتی در دو گروه شرکت‌های با امتیاز افشای بالا و پایین انجام شده است. نتایج ارائه شده در جدول ۵ نشان می‌دهد که برای شرکت‌های با امتیاز افشای بالا و پایین به ترتیب مقدار آماره F برابر با ۷/۰۵ و ۹/۸۴ و همچنین احتمال آماره F برای هر یک از این گروه‌ها (۰/۰۰۰) است که کوچک‌تر از ۰/۰۵ است، بنابراین، در سطح اطمینان ۹۵٪ معنادار بودن کل الگو برای هر دو گروه تأیید می‌شود و الگو دارای برآزش مناسبی است. ضریب تعیین الگو نیز گویای آن است که در گروه شرکت‌های با

امتیاز افشای بالاتر، ۲۵ درصد و در گروه شرکت‌های با امتیاز افشای پایین‌تر، ۲۴ درصد از تغییرات متغیر ارزش شرکت توسط متغیرهای وارد شده در الگو تبیین می‌گردد. متغیر عملکرد پایداری شرکتی در گروه شرکت‌های با امتیاز افشای بالاتر با ضریب ۰/۰۴۲ و احتمال آماره ۰/۰۰۱ رابطه مثبت و معناداری با ارزش شرکت دارد. همچنین متغیر عملکرد پایداری شرکتی در گروه شرکت‌های با امتیاز افشای پایین‌تر با ضریب ۰/۰۲۰ و احتمال آماره ۰/۰۲۴ رابطه مثبت و معناداری با ارزش شرکت دارد. از آنجا که مقدار ضریب متغیر عملکرد پایداری شرکتی در گروه اول بیشتر از گروه دوم است (۰/۰۴۲ < ۰/۰۲۰)، لذا، می‌توان نتیجه گرفت که تأثیر عملکرد پایداری بر ارزش شرکت در گروه شرکت‌های با امتیاز افشای بالاتر نسبت به شرکت‌های با امتیاز افشای پایین‌تر، بیشتر است. این بدان معناست در شرکت‌های با امتیاز افشای بالاتر رابطه عملکرد پایداری شرکتی و ارزش شرکت تشدید می‌شود. لذا، با توجه به نتایج فوق فرضیه چهارم پژوهش تأیید می‌شود.

جدول ۵. نتایج آزمون فرضیه چهارم

$$TOBINSQ_{it} = a_0 + a_1 CSP_{it-1} + a_2 SIZE_{it-1} + a_3 LEV_{it-1} + a_4 CFO_{it-1} + a_5 SG_{it-1} + a_6 AGE_{it-1} + \sum_{j=1}^7 a_j Year + \sum_{i=1}^{19} a_i Industry + \varepsilon_{it}$$

شرکت‌های با امتیاز افشای پایین (Low)			شرکت‌های با امتیاز افشای بالا (High)			متغیرها
ضرایب	آماره t	سطح معناداری	ضرایب	آماره t	سطح معناداری	
۰/۰۴۲	۳/۲۶	۰/۰۰۱	۰/۰۲۰	-۲/۳۳	۰/۰۷۸۱	عملکرد پایداری شرکتی
-۰/۰۷۸۱	-۲/۳۳	۰/۰۲۰	-۰/۰۵۱۸	-۱/۸۶	۰/۰۶۳	اندازه شرکت
۰/۰۶۲۴۸	۰/۸۸	۰/۳۷۷	۰/۷۲۳۱	۲/۱۹	۰/۰۲۶	اهرم مالی
۲/۰۰۵۱	۵/۰۲	۰/۰۰۰	۲/۱۲۹۴	۳/۶۳	۰/۰۰۰	خالص جریان نقدی عملیاتی
۰/۰۵۱۷	۴/۹۷	۰/۰۰۰	۰/۱۸۵۲	۵/۳۸	۰/۰۰۰	رشد فروش
-۰/۰۹۷۱	-۱/۰۵	۰/۲۹۶	-۰/۰۱۲۶	-۱/۹۴	۰/۰۵۳	سن شرکت
۴/۵۰۴۹	۹/۳۳	۰/۰۰۰	۲/۸۰۵۱	۱۱/۲۶	۰/۰۰۰	عدد ثابت
	بله			بله		عامل سال
	بله			بله		عامل صنعت
۰/۲۵۰۱	۰/۲۳۸۴					ضریب تعیین
۰/۲۳۹۲	۰/۲۲۱۸					ضریب تعیین تعدیل شده
۷/۰۵	۹/۸۴					آماره F
۰/۰۰۰	۰/۰۰۰					سطح معناداری آماره F

آزمون فرضیه پنجم

فرضیه پنجم تأثیر عملکرد پایداری بر ارزش شرکت را در شرکت‌های بزرگ و کوچک مورد بررسی قرار می‌دهد. جدول ۶ نتایج آزمون رگرسیون مربوط به این فرضیه را نشان می‌دهد. آماره F برای شرکت‌های بزرگ و کوچک به ترتیب ۸/۸۱ و ۶/۴۳ و همچنین سطح معناداری آماره F برای هر یک از این گروه‌ها (۰/۰۰۰) و کمتر از ۰/۰۵ بوده که نشان می‌دهد که در دو گروه رگرسیون دارای برازش مناسب است. ضریب تعیین الگو نیز گویای آن است که در گروه شرکت‌های بزرگ، ۲۱ درصد و در گروه شرکت‌های کوچک، ۲۵ درصد از تغییرات متغیر ارزش شرکت توسط متغیرهای وارد شده در الگو تبیین می‌گردد. ضریب متغیر پایداری شرکتی در شرکت‌های بزرگ و کوچک به ترتیب ۰/۰۲۳۳ و ۰/۰۲۲۹ در سطح

خطای ۵ درصد معنادار است ولی تفاوت معناداری بین این مقادیر دیده نمی‌شود. از این رو تأثیر عملکرد پایداری بر ارزش شرکت در شرکت‌های بزرگ و کوچک تقریباً برابر است. در نتیجه فرضیه پنجم پژوهش مبنی بر اینکه در شرکت‌های بزرگ‌تر نسبت به شرکت‌های کوچک‌تر، تأثیر عملکرد پایداری بر ارزش شرکت بیشتر است، تأیید نمی‌شود.

جدول ۶. نتایج آزمون فرضیه پنجم

$$TOBINSQ_{it} = a_0 + a_1 CSP_{it-1} + a_2 SIZE_{it-1} + a_3 LEV_{it-1} + a_4 CFO_{it-1} + a_5 SG_{it-1} + a_6 AGE_{it-1} + \sum_{n=1}^7 ajYear + \sum_{n=1}^{19} ai Industry + \varepsilon_{it}$$

شرکت‌های کوچک‌تر (Low Size)			شرکت‌های بزرگ‌تر (High Size)			متغیرها
سطح معناداری	آماره t	ضرایب	سطح معناداری	آماره t	ضرایب	
۰/۰۰۱	۳/۳۱	۰/۰۲۲۹	۰/۰۱۰	۲/۵۹	۰/۰۲۳۳	عملکرد پایداری شرکتی
۰/۰۰۰	-۵/۹۳	-۰/۱۱۵۱	۰/۰۰۰	۴/۷۰	۰/۰۹۷۵	اندازه شرکت
۰/۰۲۵	-۲/۲۵	-۰/۷۳۵۱	۰/۰۴۵	-۲/۰۱	-۰/۶۸۰۴	اهرم مالی
۰/۰۰۰	۴/۴۴	۲/۰۹۷۱	۰/۰۰۰	۴/۵۶	۱/۹۴۰۱	خالص جریان نقدی عملیاتی
۰/۰۸۶	۱/۷۲	۰/۱۰۹۷	۰/۰۱۴	۲/۴۷	۰/۱۲۸۳	رشد فروش
۰/۰۳۰	-۲/۱۸	-۰/۰۶۸۷	۰/۱۵۶	-۱/۴۲	-۰/۰۹۲۱	سن شرکت
۰/۰۰۰	۹/۱۱	۲/۹۷۰۲	۰/۰۰۰	۱۲/۹۳	۳/۰۰۵۷	عدد ثابت
	بله			بله		عامل سال
	بله			بله		عامل صنعت
	۰/۲۵۳۴			۰/۲۱۱۹		ضریب تعیین
	۰/۲۳۹۷			۰/۲۰۰۷		ضریب تعیین تعدیل شده
	۶/۴۳			۸/۸۱		آماره F
	۰/۰۰۰			۰/۰۰۰		سطح معناداری آماره F

بحث و نتیجه‌گیری

در جوامع کنونی نقش شرکت‌ها از حداکثر سازی سود به ایجاد ارزش برای سهامداران و در سال‌های اخیر به حمایت از منافع ذی‌نفعان تکامل یافته است. در شرایط اقتصادی امروز، کسب و کار جهانی با نظارت و فشار شدیدی از سوی قانون‌گذاران، نهادهای نظارتی، جامعه سرمایه‌گذاری و ذی‌نفعان مختلف برای تمرکز بر عملکرد پایداری مواجه است. افشای اجباری یا داوطلبانه شرکت‌ها، ستون اصلی بازارهای مالی در سراسر جهان است. گزارش‌های مالی بخشی از افشای اجباری شرکت‌هاست که هدف از تهیه آن ارائه مناسب، مفید و قابل اعتماد جهت کمک به سرمایه‌گذاران است. گزارش‌های پایداری نیز بخشی از افشای داوطلبانه شرکت‌هاست که ارائه آن‌ها توسط نهادهای قانونی و نظارتی الزامی نشده است (رضایی و همکاران، ۲۰۱۹). امروزه با رشد دغدغه‌های اجتماعی و زیست‌محیطی، ذی‌نفعان علاقه‌مند هستند که رویکرد شرکت‌ها را برای مدیریت موضوعات پایداری در کنار قابلیت ایجاد ارزش درک کنند. علاقه‌مندی ذی‌نفعان شرکت‌ها را ملزم به انجام فعالیت‌هایی در حوزه پایداری و ارائه عملکردشان به صورت گزارش‌های پایداری کرده است. با توجه به اینکه گزارشگری پایداری روابط بین شرکت و ذی‌نفعان را بهبود می‌بخشد، برای رشد و بقای بلندمدت شرکت ضروری است (لسکر، ۲۰۱۸).

در پژوهش حاضر رابطه بین عملکرد پایداری شرکتی و ارزش شرکت مورد بررسی قرار گرفت. در این پژوهش از تئوری‌های ذی‌نفعان، علامت‌دهی، مشروعیت و دیدگاه مبتنی بر منابع جهت تبیین رابطه بین عملکرد پایداری شرکتی و ارزش شرکت استفاده گردید و فرضیه‌های پژوهش تدوین شد. برای آزمون فرضیه‌ها، اطلاعات ۹۲ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۷ مورد استفاده قرار گرفت. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ها نشان داد که بین ابعاد مالی (بعد اقتصادی) و غیرمالی عملکرد پایداری (ابعاد اجتماعی، حاکمیتی، زیست‌محیطی و اخلاقی) شرکتی و ارزش شرکت رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. همچنین یافته‌ها بیانگر این است که شرکت‌هایی که عملکرد پایداری بالاتری دارند، تأثیر عملکرد پایداری بر ارزش شرکت در آن‌ها بیشتر است. همچنین یافته‌های پژوهش مؤید این است که شرکت‌هایی که امتیاز افشای بالاتری دارند، تأثیر عملکرد پایداری بر ارزش شرکت در آن‌ها بیشتر است و تأثیر عملکرد پایداری شرکتی بر ارزش شرکت در شرکت‌های بزرگ و کوچک تقریباً برابر است.

مهم‌ترین پیامد یافته‌های پژوهش حاضر این است که بازار برای شرکت‌هایی که عملکرد پایداری بهتری دارند، پاداش بیشتری را به صورت افزایش ارزش سهام پرداخت می‌کند. در پی این یافته‌ها، این مطالعه توصیه می‌کند که شرکت‌های ایرانی بهتر است بخشی از منابع خود را در فعالیتهای پایداری سرمایه‌گذاری کنند و سازمان بورس و اوراق بهادار تهران و سایر نهادهای ذی‌ربط نیز باید با تنظیم مصوبات لازم، ارائه گزارش‌های پایداری را الزامی کنند. نتایج به دست آمده از این پژوهش با مبانی نظری و پیشینه اکثر پژوهش‌های انجام‌شده در این حوزه (از جمله یو و ژائو، ۲۰۱۵ و لرنکو و همکاران، ۲۰۱۲) در بیشتر جهات انطباق دارد.

با توجه به اینکه گزارش‌های پایداری دارای مزایای ارزشمندی از جمله ارتقای سطح پاسخ‌گویی و شفافیت عملیات شرکت، بهبود تصویر کلی شرکت در جامعه، تقویت روابط اجتماعی و مشروعیت فعالیت‌های شرکت، همسویی فعالیت‌های شرکت با انتظارات جامعه، تأثیر بر رفاه کنونی و آتی جامعه و کمک به شرکت‌ها جهت حضور در بازارهای مالی جهانی و جذب سرمایه‌گذار خارجی و امکان پیش‌بینی‌های مالی دقیق‌تر و ارزیابی بهتر ریسک پرتفوی را برای مشارکت‌کنندگان بازار سرمایه است، این موضوع باید در سطح خرد و کلان توسط دولت و نهادهای ناظر بر بازار سرمایه مورد توجه قرار گیرد و استانداردها و رهنمودهای لازم و استراتژی‌های نظارتی جهت بهبود عملکرد پایداری شرکت‌ها توسط نهادهای ذی‌ربط تدوین شود. همکاری سازمان بورس اوراق بهادار با سازمان‌های بین‌المللی فعال در حوزه گزارشگری پایداری از جمله سازمان گزارشگری جهانی و هیئت استانداردهای حسابداری پایداری، آموزش حسابداری پایداری در برنامه درسی حسابداری در دانشگاه‌ها، ایجاد هسته پایداری در دانشگاه‌ها و سوق دادن بخشی از رساله‌ها به این حوزه، تخصیص بخشی از بودجه پژوهشی دانشگاه‌ها به انجام پژوهش‌های کاربردی در حوزه گزارشگری پایداری، پایش شرکت‌های بورسی و تهیه شاخص‌های پایداری و ارزیابی شرکت‌ها بر مبنای آن‌ها، به کارگیری استراتژی‌های حمایتی و انگیزشی از جمله رتبه‌بندی شرکت‌های فعال در بورس از بعد عملکرد پایداری شرکتی، معرفی مدیران فعال در حوزه گزارشگری پایداری، تشکیل کارگروه‌های تخصصی در بورس جهت توسعه موضوعات پایداری در بین شرکت‌ها، در نظر گرفتن تسهیلات مالی و

معافیت‌های مالیاتی برای شرکت‌های پیشرو، برگزاری کارگاه‌های آموزشی برای متصدیان گزارشگری پایداری شرکت‌ها، برگزاری همایش‌های ملی و بین‌المللی سالانه با محوریت پایداری شرکتی و معرفی شرکت‌های پیشرو و تبادل نظر جهت ارتقای رویه‌های گزارشگری پایداری از جمله راهکارهای پیشنهادی این پژوهش جهت ارتقای عملکرد پایداری شرکت‌هاست. در انتها باید متذکر شد که این پژوهش بر روی شرکت‌های فعال در صنایع مختلف انجام شده است. از آنجا که شرکت‌هایی که در صنایع مختلف فعالیت می‌کنند، دارای ویژگی‌های متفاوتی هستند، در صورتی که این آزمون با تفکیک صنایع منتخب روی شرکت‌های فعال در هر صنعت به صورت مجزا انجام می‌گرفت احتمالاً نتایج متفاوتی از آنچه در این پژوهش به صورت کلی ارائه شده، برای هر صنعت به دست می‌آمد که پیشنهاد می‌شود در پژوهش‌های آتی به این مهم توجه شود.

تقدیر و تشکر

بدینوسیله از کلیه اساتید گرانقدری که به پیشبرد اهداف این پژوهش یاری رساندند، تشکر و قدردانی می‌نمایم.

یادداشت‌ها

1. Bachoo
3. Corporate Social Responsibility (CSR)
5. World Commission on Environment and Development (WCED)
7. Laskar
9. Loh
11. Dow Jones Sustainability Index (DJSI)
13. Nikolaou
15. Corporate Sustainability Performance (CSP)
17. Jung
19. Global Reporting Initiative (GRI)
21. International Integrated Reporting Council (IIRC)
22. Sustainability Accounting Standards Board (SASB)
24. World Resource Institute (WRI)
26. Utami
28. Karaman
30. Uyar and Kuzey
32. Swarnapali and Le
34. Leuz and Verrecchia
36. Balakrishnan
38. Einhorn
40. Eccles
42. Hummel and Schlick
44. Legitimacy Theory
46. Kucukbay and Surucu
48. Resource-Based Perspectives (RBP)
50. Godfrey
52. Environmental, Social, and Governance (ESG)
54. Jha and Rangarajan
56. Lang
2. Nnamani
4. Whetman
6. Sustainable Development (SD)
8. Yu and Zhao
10. Ethical Investment Funds
12. FTSE4Good Index
14. Commission of the European Communities
16. Lourenço and Branco
18. Diebecker and Sommer
20. Carp
23. Corporate Reporting Dialogue (CRD)
25. GreenhouseGas (GHG)
27. Schadewitz and Niskala
29. Johari and Komathy
31. Villiers and Marques
33. Welker
35. Schrand
37. Popova
39. Tuo
41. Ng
43. Signal Theory
45. Freeman
47. Stakeholder Theory
49. Artiach
51. Kinder Lydenberg Domini (KLD) Index
53. STOXX Europe 600
55. Nguyen
57. Kim

منابع

- اعتمادی، حسین؛ امیرخانی، کوروش؛ رضایی، محبت. (۱۳۹۰). محتوای ارزشی افشای اجباری: شواهدی از شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. *بورس و اوراق بهادار*، ۴(۱۳)، ۲۳۵-۲۵۲.
- امین، وحید؛ فغانی ماکرانی، خسرو؛ ذبیحی، علی. (۱۳۹۷). مطالعه رابطه بین شرکت‌های دولتی، ابعاد عملکرد پایداری شرکتی و ارزش شرکت. *حسابداری دولتی*، ۴(۲)، ۷۵-۹۲.
- حاجیه‌ها، زهره؛ قربانی، ایوب. (۱۴۰۰). تأثیر مسئولیت‌پذیری اجتماعی بر رتبه‌بندی اعتباری شرکت‌ها با توجه به نقش تعدیلی نوسان پایین به بالای بازده سهام. *مجله دانش حسابداری*، ۱۲(۲)، ۱۰۵-۱۲۱.
- خوزین، علی؛ طالب‌نیا، قدرت‌اله؛ گرگز، منصور؛ بنی‌مهد، بهمن. (۱۳۹۷). بررسی اثر ساختار مالکیت بر توسعه سطح گزارشگری پایداری. *حسابداری مدیریت*، ۱۱(۳۶)، ۱-۱۳.
- دارابی، رؤیا؛ وقفی، سید حسام؛ سلمانیان، مریم. (۱۳۹۵). بررسی ارتباط گزارشگری مسئولیت اجتماعی با ارزش و ریسک شرکت‌های پذیرفته‌شده بورس اوراق بهادار تهران. *حسابداری ارزشی و رفتاری*، ۱(۲)، ۱۹۳-۲۱۳.
- رضایی، ذبیح‌الله. (۱۳۹۶). ابعاد عملکرد پایداری. *حسابدار*، ۳۰۴-۳۰۳، ۲۳-۲۷.
- کاشانی پور، محمد؛ جندقی، محمدرضا؛ رحمانی، محمد. (۱۳۹۷). بررسی رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی با افشای اطلاعات پایداری در بورس اوراق بهادار تهران. *پژوهش‌های تجربی حسابداری مالی*، ۸(۳)، ۱۱-۳۱.
- کردستانی، غلامرضا؛ قادر زاده، سید کریم؛ حقیقت، حمید. (۱۳۹۷). تأثیر افشای مسئولیت اجتماعی بر معیارهای حسابداری، اقتصادی و بازار ارزیابی عملکرد شرکت‌ها. *پیشرفت‌های حسابداری*، ۱۰(۱)، ۱۸۷-۲۱۷.
- عبدی، مصطفی؛ کردستانی، غلامرضا؛ رضازاده، جواد. (۱۳۹۹). گزارشگری پایداری: رتبه‌بندی محرک‌ها و شاخص‌ها. *پژوهش‌های تجربی حسابداری*، ۹(۳۶)، ۷۱-۱۱۴.

References

- Abdi, M., Kordestani, G., Rezazadeh, J. (2020). Sustainability reporting: ratings of drivers and indicators. *The Journal of Empirical Researches in Accounting*, 9(36), 71-114 [In Persian].
- Amin, V., Faghani Makrani, K., Zabihi, A. (2018). The study of the relationship between government firms, dimensions of corporate sustainability performance and firm value. *Biannual Journal of Governmental Accounting*, 4(2), 75-92 [In Persian].
- Bachoo, K., Tan, R., Wilson, M. (2012). Firm value and the quality of sustainability reporting in Australia. *Australian Accounting Review*, 23(64), 67-87.
- Balakrishnan, K., Li, X., Yang, H. (2012). Mandatory financial reporting and voluntary disclosure: Evidence from mandatory IFRS adoption. *Unpublished report. Available at: <https://pdfs.semanticscholar.org/6235/504ebbc15fc7671a9f31948ecd3105315130.pdf>*.
- Carp, M., Păvăloaia, L., Afrăsinei, M.B., Georgescu, I.E. (2019). Is sustainability reporting a business strategy for firm's growth? Empirical study on the Romanian capital market. *Sustainability*, 11(3), 658.
- Darabi, R., Vaghfi, S., Salmanian, M. (2017). Relationship between social responsibility reporting with company value and risk for companies registered in Tehran Stock Exchange. *Iranian journal of Value & Behavioral Accounting*, 1(2), 193-213 [In Persian].
- Diebecker, J., Sommer, F. (2016). The Impact of corporate sustainability performance on information asymmetry: The role of institutional differences. *Review of Managerial Science*, 11(2), 471-517.
- Einhorn, E. (2005). The nature of the interaction between mandatory and voluntary disclosures. *Journal of Accounting Research*, 43(4), 593-621.

- Etemadi, H., Amirkhani, K., Rezaee, M. (2010). Value content of mandatory disclosure: Evidence from companies listed on the Tehran Stock Exchange. *Journal of Securities Exchange*, 4(13), 235-252 [In Persian].
- Freeman, R. (1984). *Strategic management: A stakeholder perspective*. Prentice-Hall, New Jersey.
- G.R.I. (2006). Sustainability reporting guidelines: Version 3.0. *Global Reporting Initiative* (www.globalreporting.org).
- Hajiha, Z., Ghorbani, A. (2021). The Effect of Social Responsibility on the Credit Rating of Companies due to the Adjusting Role of Low to High Stock Returns. *Journal of Accounting Knowledge*, 12(2), 105-121.
- Jha, M.K., Rangarajan, K. (2020). Analysis of corporate sustainability performance and corporate financial performance causal linkage in the Indian context. *Asian Journal of Sustainability and Social Responsibility*, 5, 1-30.
- Johari, J., Komathy, M. (2019). Sustainability reporting and firm performance: Evidence in Malaysia. *International Journal of Accounting, Finance and Business*, 4(17), 32-45.
- Jung, S., Nam, C., Yang, D.H., Kim, S. (2017). Does corporate sustainability performance increase corporate financial performance? Focusing on the information and communication technology industry in Korea. *Sustainable Development*, 26(3), 243-254.
- Hajiha, Z., Ghorbani, A. (2021). The effect of social responsibility on the credit rating of companies due to the adjusting role of low to high stock returns. *Journal of Accounting Knowledge*, 12(2), 105-121 [In Persian].
- Hummel, K., Schlick, C. (2016). The relationship between sustainability performance and sustainability disclosure – Reconciling voluntary disclosure theory and legitimacy theory. *Journal of Accounting and Public Policy*, 35(5), 455-476.
- Kashanipour, M., Jandaghi, G., Rahmani, M. (2018). Financial reporting quality and sustainability information disclosure. *The Journal of Empirical Researches in Accounting*, 8(3), 11-31 [In Persian].
- Kamalirezaei, H., Anvary Rostamy, A.A., Saeedi, A., Khodaei Valeh Zaghari, M. (2019). Corporate social responsibility and bankruptcy probability: Exploring the role of market competition, intellectual capital, and equity cost. *Journal of Corporate Accounting & Finance*, 31(1), 53-63.
- Karaman, A.S., Kilic, M., Uyar, A. (2018). Sustainability reporting in the aviation industry: Worldwide Evidence. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, 9(4), 362-391.
- Khozein, A., Talebnia, G., Garkaz, M., Banimahd. (2018). Effect of ownership structure on the development of the sustainable reporting. *Management Accounting*, 11(36), 1-13 [In Persian].
- Kim, K. (2018). Proactive versus reactive corporate environmental practices and environmental performance. *Sustainability*, 10(1), 1-19.
- Kordestani, G., Ghaderzadeh, S., Haghghat, H. (2018). Impact of social responsibility disclosure on accounting, economic and market based measures of corporate performance evaluation. *The Journal of Accounting Advances*, 10(1), 187-217 [In Persian].
- Kucukbay, F., Surucu, E. (2019). Corporate sustainability performance measurement based on a new multicriteria sorting method. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 26(3), 664-680.
- Lang, M. H., Lins, K. V., & Miller, D. P. (2004). Concentrated Control, Analyst Following, and Valuation: Do Analysts Matter Most When Investors Are Protected Least?. *Journal of Accounting Research*, 42(3), 589-623.
- Laskar, N. (2018). Impact of corporate sustainability reporting on firm performance: An empirical examination in Asia. *Journal of Asia Business Studies*, 12(4), 571-593.
- Leuz, C., Schrand, C. (2009). Disclosure and the cost of capital: Evidence from firms' responses to the Enron shock (No. w14897). *NBER Working Paper*, 14897, 1-50.
- Leuz, C., Verrecchia, R.E. (2000). The economic consequences of increased disclosure. *Journal of Accounting Research*, 38, 91-124.
- Loh, L., Thomas, T., Wang, Y. (2017). Sustainability reporting and firm value: evidence from singapore-listed companies. *Sustainability*, 9(11), 1-12.

- Lourenço, I.C., Branco, M.C., Curto, J.D., Eugénio, T. (2012). How does the market value corporate sustainability performance? *Journal of Business Ethics*, 108(4), 417-428.
- Lourenço, I.C., Branco, M.C. (2013). Determinants of corporate sustainability performance in emerging markets: The Brazilian case. *Journal of Cleaner Production*, 57, 134-141.
- Mohammadi, M.A.D., Mardani, A., Ali Khan, M.N.A., Streimikiene, D. (2018). Corporate sustainability disclosure and market valuation in a Middle Eastern Nation: Evidence from listed firms on the Tehran Stock Exchange: sensitive industries versus non-sensitive industries. *Economic Research-Ekonomska Istraživanja*, 31(1), 1488-1511.
- Ng, A.C. Rezaee, Z. (2015). Business sustainability performance and cost of equity capital. *Journal of Corporate Finance*, 34, 128-149.
- Nguyen, L.T., Doan, A.N., Frömmel, M. (2020). Boards of directors and corporate sustainability performance: Evidence from the emerging East Asian markets. *International Journal of Disclosure and Governance*, 1-11.
- Nikolaou, I.E., Tsalis, T.A., Evangelinos, K.I. (2018). A framework to measure corporate sustainability performance: A strong sustainability-based view of firm. *Sustainable Production and Consumption*, 18, 1-8.
- Nnamani, J.N., Onyekwelu, U.L., Ugwu, O.K. (2017). Effect of sustainability accounting and reporting on financial performance of firms in Nigeria brewery sector. *European Journal of Business and Innovation Research*, 5(1), 1-15.
- Popova, T., Georgakopoulos, G., Sotiropoulos, I., Vasileiou, K.Z. (2013). Mandatory disclosure and its impact on the company value. *International Business Research*, 6(5), 1-16.
- Rezaee, Z., Tuo, L. (2017). Voluntary disclosure of non-financial information and its association with sustainability performance. *Advances in Accounting*, 39, 47-59.
- Rezaee, Z. (2017). Dimensions of stability performance. *Hesabdar Magazine*, 303-304, 23-27 [In Persian].
- Rezaee, Z., Tsui, J., Cheng, P., Zhou, G. (2019). Business sustainability performance reporting and assurance. <https://onlinelibrary.wiley.com>.
- Schadewitz, H., Niskala, M. (2010). Communication via responsibility reporting and its effect on firm value in Finland. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 17(2), 96-106.
- Swarnapali, R.M.N.C., Le, L. (2018). Corporate sustainability reporting and firm value: Evidence from a developing country. *International Journal of Organizational Innovation*, 10(4), 69-78.
- Utami, W. (2015). Financial performance and the quality of sustainability disclosure based on global reporting initiative: value relevances study in Indonesia stock exchange. *Mediterranean Journal of Social Sciences*, 6(55), 243-248.
- Uyar, A., Kuzey, C. (2016). Determinants of sustainability reporting and its impact on firm value: Evidence from the emerging market of Turkey. *Journal of Cleaner Production*, 143, 27-39.
- Welker, M. (1995). Disclosure policy, information asymmetry, and liquidity in equity markets. *Contemporary Accounting Research*, 11(2), 801-827.
- Whetman, L.L. (2018). The impact of sustainability reporting on firm profitability. *Undergraduate Economic Review*, 14(10), 1-19.
- Yu, M., Zhao, R. (2015). Sustainability and firm valuation: An international investigation. *International Journal of Accounting and Information Management*, 23(3), 289-307.