

مجله حسابداری سلامت، سال هفتم، شماره اول، پیاپی ۱۹، بهار و تابستان ۱۳۹۷، صص. ۸۰-۱۰۲.

شناسایی رویکرد تحلیل گران سرمایه گذاری در استفاده از اطلاعات زیست محیطی

دکتر حسین فخاری^{۱*} و مهدی مهرابی^۲

تاریخ پذیرش: ۱۳۹۷/۰۵/۰۹

تاریخ اصلاح نهایی: ۱۳۹۷/۰۳/۱۷

تاریخ دریافت: ۱۳۹۷/۰۱/۲۰

چکیده

مقدمه: تحلیل گران سهام از واسطه های فعال در بازارهای مالی هستند. آنان توصیه هایی برای خرید، نگهداری یا فروش سهام را بر اساس تحلیل اطلاعات مختلف ارائه می دهند. نحوه لحاظ کردن اطلاعات زیست محیطی در الگوهای ارزیابی تحلیل گران تاکنون به روشنی تبیین نشده است.

روش پژوهش: این پژوهش از نوع زمینه یابی (پیمایشی) و از لحاظ هدف کاربردی است. به منظور سنجش میزان اهمیت، اولویت و دلیل اصلی توجه کردن (یا نکردن) به هر یک از شاخص های زیست محیطی اعلام شده به وسیله سازمان گزارشگری جهانی پرسش نامه ای به وسیله ۶۴ مدیر سرمایه گذاری فعال در صندوق های سرمایه گذاری تحت نظارت بورس اوراق بهادار تهران در سال ۱۳۹۶ تکمیل و پاسخ های آنان با استفاده از آزمون های میانگین یک جامعه، دو جمله ای و فریدمن بررسی شد. **یافته ها:** نتایج پژوهش نشان می دهد که شاخص های مربوط به مواد اولیه و انرژی اهمیت بیشتری برای تحلیل گران داشته و دلیل اصلی توجه به استانداردهای مذکور منافع سهامداران است. هم چنین، اولویت بندی بین شاخص های زیست محیطی به وسیله تحلیل گران انجام می شود که طبق آن، به ترتیب، شاخص های انرژی، مواد اولیه، رعایت مقررات زیست محیطی و آب اولویت های برتر است.

نتیجه گیری: اطلاعات مربوط به مواد اولیه و انرژی که در قالب گزارشگری سنتی و گزارشگری پایداری مورد توجه قرار گرفته است، صرف نظر از تفاوت های موجود، بر تصمیم گیری تحلیل گران سرمایه گذاری اثرگذار است. ماهیت داوطلبانه گزارشگری مسئولیت های اجتماعی می تواند منجر به عملکرد و گزارشگری گزینشی به وسیله شرکت ها شود و در نتیجه، هدف توسعه پایدار را مخدوش کند. در این راستا، پیشنهاد می شود ضمن تلاش برای ارتقاء سطح آگاهی فعالان بازار سرمایه در مورد اهمیت موضوع های زیست محیطی در الزامات قانونی مربوط نیز بازنگری شود.

واژه های کلیدی: اطلاعات زیست محیطی، تحلیل گران سرمایه گذاری، توسعه پایدار، سازمان گزارشگری جهانی.

۱. دانشیار، گروه حسابداری، دانشگاه مازندران، مازندران، ایران.

۲. دانشجوی دکتری، گروه حسابداری، دانشگاه مازندران، مازندران، ایران.

* نویسنده مسئول؛ رایانامه: h.Fakhari@umz.ac.ir

مقدمه

مشتریان به آن می‌پردازند و تعدادی از شرکت‌ها نیز از پایداری به عنوان یک فن ظاهر سازی استفاده می‌کنند. این گونه شرکت‌ها مدعی ارتقاء پایداری هستند لیکن اقدام اندکی انجام می‌دهند. در هر صورت مفهوم پایداری با رشد آگاهی از آثار سازمان‌ها بر محیط زیست اهمیت بیشتری می‌یابد. می‌توان گفت «جهان مواجه با مشکلات رشد جمعیت، افزایش قیمت‌های انرژی و افزایش تقاضا برای استفاده از آب است. شرکت‌ها در معرض رقابت جهانی قرار دارند. کسب و کارها نیاز دارند تا اصلاحات اجتماعی و زیست‌محیطی آنی و معنی‌دار انجام دهند و در محدودیت منابع قرن بیست و یکم پیروز شوند» (۲).

منطبق با بحث در مورد استفاده از اطلاعات پایداری به وسیله تحلیل‌گران سرمایه‌گذاری، این پژوهش سه پرسش را به این شرح بررسی می‌کند. آیا تحلیل‌گران به منظور سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها برای موضوع‌های مرتبط با پایداری اهمیت قائل هستند؟ آیا دلیل اصلی توجه کردن یا نکردن به موضوع‌های مذکور در راستای منافع سهامداران یا منافع عموم جامعه است؟ و سرانجام، آیا این افراد بین موضوع‌های مختلف پایداری اولویت‌بندی انجام می‌دهند؟

برای پاسخ به سؤال‌های بالا در ادامه پژوهش حاضر ابتدا، مبانی نظری و پیشینه پژوهش عنوان می‌شود و سپس فرضیه‌ها و روش پژوهش مطرح شده و سرانجام، یافته‌ها و نتیجه‌گیری ارائه می‌شود.

مبانی نظری و پیشینه پژوهش

تحلیل‌گران سرمایه‌گذاری نقشی مهم در بازار

تحلیل‌گران سهام از طریق فراهم کردن اطلاعات برای سرمایه‌گذاران نقشی واسطه‌ای در بازارهای مالی دارند. بیشتر تحلیل‌گران سهام در تعدادی از صنایع تخصص دارند و به طور منظم گزارش‌های تحلیلی تهیه می‌کنند که شامل پیش‌بینی سود شرکت، قیمت‌های هدف و هم‌چنین پیش‌بینی رشد درازمدت است. توصیه‌های تحلیل‌گران در مورد خرید، نگهداری یا فروش یک سهم بر اساس الگوی ارزیابی شخصی هر یک از آنان با توجه به روند سود نقدی یک شرکت، سودآوری آینده، جریان نقد و هم‌چنین، عملکرد نسبی آن در مقایسه با سایر شرکت‌های فعال در صنایع پایین دست و بالادست یک شرکت در یک محیط رقابتی است (۱).

از جمله مواردی که به وسیله تحلیل‌گران مورد بررسی قرار می‌گیرد اطلاعات پایداری شرکت‌ها است. واژه پایداری برگرفته از مفهوم مسئولیت اجتماعی شرکت است. این اصطلاح می‌تواند به عنوان تلاشی برای فراهم کردن بهترین نتیجه برای بشر و محیط زیست فعلی و آینده در نظر گرفته شود و شامل استمرار ابعاد اقتصادی، اجتماعی، نهادی و زیست‌محیطی جامعه بشری و هم‌چنین محیط زیست غیرانسانی باشد. در مورد شرکت‌ها انگیزه‌هایی متفاوت وجود دارد که آن‌ها را به سمت پایداری سوق می‌دهد. برخی از شرکت‌ها برای ملاحظات اقتصادی، ملاحظات اخلاقی و رعایت قانون درگیر پایداری می‌شوند، برخی دیگر برای پاسخ به تقاضای روزافزون سرمایه‌گذاران یا

استفاده می کند. از دیگر ویژگی های تحلیل گران سرمایه گذاری ارتباط قابل توجه بین پیش بینی ها با مزایای دریافتی آنان است و معمولاً تعامل آنان با مدیران شرکت هایی که سهام آن ها را ارزیابی می کنند، تأثیر چندانی بر مزایای آنان ندارد. به دلیل این که تحلیل گران سرمایه گذاری به تصمیم های سرمایه گذاری نزدیک بوده و انگیزه های اقتصادی فراوانی برای شناسایی ویژگی های سودآوری با کیفیت و علامت های منفی برای گزارشگری نامطلوب دارند، دیدگاه آنان درباره ارزش صورت های مالی و عوامل کیفیت گزارشگری مالی بسیار ارزشمند است (۶ و ۷). بر همین اساس هدف این پژوهش درک بیشتر فعالیت های تحلیل گران سرمایه گذاری در زمینه استفاده از اطلاعات مسئولیت اجتماعی شرکت یا پایداری مرتبط با محیط زیست است.

نقطه شروع برای هر بررسی پیرامون موضوع مسئولیت اجتماعی شرکت یا پایداری در مفاهیم هنجاری آن است. بر اساس تعریف ارائه شده به وسیله کمیسیون اروپا، مسئولیت اجتماعی شرکت به مفهومی اطلاق می شود که در قالب آن شرکت ها نگرانی های اجتماعی و زیست محیطی را در عملیات واحد تجاری خود و در تعاملات با ذی نفعان خود به صورت داوطلبانه لحاظ می کنند (۸). هم چنین، سازمان بین المللی استاندارد گذاری در قالب ایزو ۲۶۰۰۰، که استاندارد جهانی برای مسئولیت اجتماعی است، مسئولیت اجتماعی را به عنوان مسئولیت یک سازمان در برابر آثار تصمیم ها و فعالیت های سازمان بر جامعه و محیط زیست از طریق رفتار اخلاقی و شفاف تعریف

سرمایه دارند؛ زیرا، بررسی های آنان به طور مستقیم تصمیم های مدیران شرکت های سرمایه گذاری در مورد سرمایه گذاری در سهام را تحت تأثیر قرار می دهد. بر خلاف مشاوران سرمایه گذاری که توصیه های مرتبط با سهام آنان به طور وسیع بین مشتریان توزیع می شود و اغلب تحت پوشش خبری مطبوعات تجاری قرار می گیرد تحلیل گران سرمایه گذاری معمولاً برای یک شرکت سرمایه گذاری (صندوق مشترک، صندوق پوشش خطر و صندوق بیمه) فعالیت می کنند و نتیجه بررسی های خود را به صورت انحصاری به شرکتی ارائه می دهند که در آن شاغل هستند. بنابراین، توصیه های مرتبط با سهام تحلیل گران سرمایه گذاری برای اشخاص خارج از شرکت قابل دسترسی نیست. در نتیجه، هر چند تحلیل گران سرمایه گذاری در مقایسه با مشاوران سرمایه گذاری به تصمیم های سرمایه گذاری نهایی نزدیک تر هستند اما عملکرد آنان به ندرت در معرض پژوهش های دانشگاهی قرار دارد. دلیل این موضوع، قابل رؤیت نبودن توصیه های مرتبط با سهام تحلیل گران سرمایه گذاری به طور عمده به وسیله پژوهشگران است. شایان ذکر است که تحلیل گران سرمایه گذاری جزء استفاده کنندگان از گزارش های مشاوران سرمایه گذاری محسوب می شوند. نتایج پژوهش ها (۳-۵) نشان می دهد که تحلیل گران سرمایه گذاری، افق سرمایه گذاری بیش از یک سال و در مواردی تا سه سال دارند. هم چنین، آنان به شدت بر الگوهای ارزش گذاری ذاتی تخصصی تکیه می کنند و کم تر از الگوهای ساده ای هم چون نسبت قیمت به عایدی

نقشی اساسی به عنوان واسطه‌های اطلاعاتی در بازارهای مالی بین شرکت‌ها و مدیران شرکت‌های سرمایه‌گذاری ایفا می‌کنند. تعدادی فزاینده از سرمایه‌گذاران نهادی از قبیل مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک مایلند در شرکت‌های با عملکرد خوب در موضوع مسئولیت اجتماعی، به دلیل پایداری درازمدت شرکت، نوسان عملکرد و خطر عملیاتی پایین‌تر، سرمایه‌گذاری کنند. همچنین، سرمایه‌گذاران به راهبرد و اقدامات یک شرکت در مورد مسئولیت اجتماعی توجه می‌کنند. تحلیل‌گران سرمایه‌گذاری با پیش‌زمینه حرفه‌ای، به عنوان واسطه بین شرکت و سرمایه‌گذار عمل کرده، حوزه مورد بررسی سرمایه‌گذاری برای دستیابی به موضوع مسئولیت اجتماعی شرکت را بسط داده، اطلاعات درباره میزان مشارکت شرکت در موضوع مسئولیت اجتماعی همراه با سایر شواهد و قرائن مربوط را استخراج کرده و بر مبنای الگوی ارزیابی خود برای هر شرکت رتبه‌ای مشخص می‌کنند. بنابراین، تشخیص تحلیل‌گران از فعالیت یک شرکت در موضوع مسئولیت اجتماعی شرکت به عنوان ارزش‌افزا یا کاهشنده ارزش در رتبه مشخص شده به وسیله آنان برای سرمایه‌گذاری منعکس می‌شود (۱).

به منظور اثربخشی فعالیت‌های تحلیل‌گران مالی، لازم است پژوهش‌هایی درباره نیازهای اطلاعاتی سرمایه‌گذاران و رابطه بین افشاهای الزامی و داوطلبانه انجام شود. رویه جاری گزارشگری با محوریت پایداری در اصل ماهیتی داوطلبانه دارد به گونه‌ای که شرکت‌ها در افشاء کردن یا نکردن این اطلاعات آزاد

کرده است (۹). در این تعاریف تفکر پایداری مورد توجه قرار گرفته است در حالی که به طور مستقیم به پیشینه‌کردن مشارکت برای توسعه پایدار به عنوان هدفی هنجاری برای یک سازمان اشاره دارد. به دنبال بیانیه تاریخی کمیسیون جهانی محیط زیست و توسعه، که عدالت درون و بین نسلی را مورد توجه قرار داد، پایداری شرکت به عنوان رفع نیازهای ذی‌نفعان مستقیم و غیرمستقیم فعلی یک شرکت تعریف شد بدون این که توانایی رفع نیازهای ذی‌نفعان آینده شرکت در معرض مخاطره قرار گیرد. به منظور دستیابی به این هدف، شرکت‌ها باید سود و زیان خود را بر اساس میزان سرمایه‌های زیست‌محیطی، اجتماعی و اقتصادی استفاده شده، مورد سنجش قرار دهند (۱۰). لوزانو و هوایزینگ در پژوهشی چشم‌اندازی به مراتب جامع‌تر در مورد پایداری با تمرکز بر چشم‌اندازهای کوتاه‌مدت، میان‌مدت و درازمدت ارائه کردند. به نظر آنان تلاش‌های انجام شده با رویکردهای کوتاه‌مدت، یک بُعدی یا بخشی‌نگر باعث ایجاد بحران‌های فعلی شده و می‌تواند فاجعه‌های ناگهانی را به وجود آورد. به عنوان نمونه، افزایش تغییرات آب و هوایی که ناشی از تولید گاز دی‌اکسید کربن است. در نتیجه، تلاش‌ها باید بر ایجاد شرکت‌های مطلوب از نظر زیست‌محیطی، اقتصادی و اجتماعی در آینده متمرکز شود (۱۱). با توجه به مطالب بالا، پایداری و مسئولیت اجتماعی شرکت یکدیگر را پوشش می‌دهند و در این پژوهش نیز این مفاهیم مشابه با یکدیگر در نظر گرفته شده است.

همان‌طور که پیش از این بیان شد، تحلیل‌گران مالی

پاسخ گویی مناسب تر سازمان ها می شود. استانداردهای مزبور شامل ۳۶ استاندارد بوده که ۳ مورد از آن عمومی، ۶ مورد اقتصادی، ۸ مورد زیست محیطی و ۱۹ مورد اجتماعی است و تاریخ پیشنهادی برای اجرای آن از جولای ۲۰۱۸ میلادی است. هر چند اجرای قبل از این تاریخ نیز توصیه شده است (۱۲). با وجود این که این استانداردها شامل تمامی عناوین ذکر شده برای گزارش های با محوریت پایداری است و استانداردهایی چندجانبه برای گزارشگری غیرمالی ارائه می کند اما تمرکز آن بر موضوع های اجتماعی و زیست محیطی است و فقط تعدادی محدود و در عوض کلی از شاخص های اقتصادی را پوشش می دهد و مقررات تفصیلی تر برای گزارشگری موضوع های اقتصادی را به چارچوب های مقرراتی موجود برای گزارشگری مالی از قبیل اصول پذیرفته شده حسابداری آمریکا و استانداردهای بین المللی گزارشگری مالی ارجاع می دهد. در هر صورت در پژوهش حاضر اطلاعات پایداری مرتبط با بعد زیست محیطی مورد توجه قرار گرفته است. بعد زیست محیطی مجموعه عواملی است که مدیران شرکت ها و سرمایه گذاران در هنگام تصمیم گیری برای سرمایه گذاری معمولاً بیشترین توجه را به آن دارند. بر اساس پیش بینی های انجام شده عوامل زیست محیطی به عوامل اصلی موفقیت و بقای شرکت ها تبدیل خواهد شد (۱۳).

با توجه به این که عملکرد پایداری شرکت چندوجهی و معمولاً پیچیده است، برای سرمایه گذاران داشتن درکی عمیق از این عملکرد و سنجش کیفیت آن دشوار است. در واقع، درک و قیمت گذاری

هستند. در پرتو این اختیار عمل، رویه گزارشگری شرکت به سمت عنوان های زیادی برای گزارش های فعلی (از قبیل گزارش شهروندی شرکت، گزارش مسئولیت اجتماعی شرکت، گزارش توسعه پایدار، گزارش بهای توسعه و گزارش پایداری) سوق یافته است که این نیز اشاره به شباهت های مفاهیم هنجاری مسئولیت اجتماعی شرکت و پایداری ذکر شده در بالا دارد. در هر صورت در راستای گزارشگری چندبعدی و حتی گزارشگری یکپارچه فعالیت هایی انجام شده است که افزون بر اطلاعات مالی شامل اطلاعات غیرمالی درباره توانایی شرکت ها برای ایجاد ارزش پایدار و خطرهای شرکت ها نیز است. با وجود آثار مثبت این قبیل گزارش ها بر فعالیت های تحلیل گران مالی از طریق آسان کردن دریافت اطلاعاتی که استاندارد و قابل مقایسه است نقش آنان هم چنان برای بررسی و تفسیر اطلاعات، قابل ملاحظه است (۱۰).

سازمان گزارشگری جهانی سازمانی بین المللی و مستقل است که از سال ۱۹۹۷ میلادی پیشرو تلاش های انجام شده در زمینه گزارشگری پایداری بوده است. در سال ۲۰۱۶ میلادی این سازمان اولین استانداردهای جهانی گزارشگری پایداری تهیه شده به وسیله هیئت استانداردهای پایداری جهانی را ارائه کرد. این استانداردها نشان دهنده یک زبان مشترک برای سازمان ها و ذی نفعان است که از طریق آن آثار اقتصادی، زیست محیطی و اجتماعی سازمان ها را می توان گزارش و درک کرد. این استانداردها برای بهبود قابلیت مقایسه و کیفیت اطلاعات آثار مذکور طراحی شده است و موجب شفافیت و قابلیت

سهام شرکت‌ها لحاظ کنند. بر این اساس، تحلیل‌گران سهام نقشی میانجی‌گر بین عملکرد پایداری شرکت و عملکرد مالی شرکت دارند. به این معنا که اطلاعات حاصل از تجزیه و تحلیل آن‌ها عملکرد پایداری و عملکرد مالی شرکت را تحت تأثیر قرار می‌دهد (۱۴).
توجه شرکت به موضوع مسئولیت اجتماعی بر خطر و هزینه تأمین مالی آن نیز تأثیرگذار است. شرکت‌های فعال در موضوع مسئولیت اجتماعی مستعد داشتن سرمایه‌گذاران اصلی بزرگ‌تر، فرصت‌های بیشتر برای تنوع، مشکلات ضعیف‌تر نامتقارنی اطلاعات و صرف‌خطر و هزینه سرمایه پایین‌تر هستند. همچنین، سرمایه‌گذاران تمایل دارند شرکتی که در برابر اجتماع مسئول نیست را به عنوان شرکت با خطر بالا در نظر بگیرند. برخی از صاحب‌نظران معتقدند (۱۵ و ۱۶) شرکتی که در برابر اجتماع مسئول نیست ممکن است در آینده با ادعاهای نامشخص بیشتری مواجه شود. موضوع دیگری که در افشاء اطلاعات در مورد مسئولیت اجتماعی شرکت وجود دارد تضاد منافع بین مدیران و سهامداران است که یکی از مشکلات بالقوه نمایندگی است. سرمایه‌گذاری بیش از حد یک شرکت برای پاسخ‌گویی اجتماعی، به مدیران این شانس را می‌دهد تا به هزینه سهامداران اقلیت به منافع شخصی دسترسی پیدا کنند. به بیان دیگر، منافع و افتخارات شرکت‌های درگیر در الگوهای پاسخ‌گویی اجتماعی به طور عمده به کام مدیران است، در حالی که هزینه مربوط به سهامداران تحمیل می‌شود. تضاد منافع بیانگر نگرانی‌هایی درباره سرمایه‌گذاری اضافی در موضوع مسئولیت اجتماعی شرکت است و

اطلاعات در مورد پایداری (با وجود در دسترس بودن رتبه‌بندی حرفه‌ای ابعاد عملکرد پایداری برخی از شرکت‌ها) به وسیله سرمایه‌گذارانی که متخصصان رسمی صنعت نیستند و اغلب محدودیت زمان و منابع دارند، سخت است. بنابراین، تمامی اطلاعات عملکرد پایداری شرکت نمی‌تواند به طور خودکار و کارا در اندازه‌گیری ارزش شرکت لحاظ شود. در این ارتباط، تحلیل‌گران اوراق بهادار متخصصان رسمی صنعت هستند که در به دست آوردن اطلاعات خصوصی، که به طور مشخص در دسترس سرمایه‌گذاران نیست، مهارت داشته و از این رو، در ارزیابی ارزش اطلاعات عملکرد پایداری شرکت توانمندتر هستند (۱۴).
شناسایی و مدیریت ارتباطات یک شرکت با ذی‌نفعان اصلی احتمال اقدام قانونی، مقرراتی یا مالی منفی را کاهش می‌دهد. همچنین، پیوند مثبت بین عملکرد و موضوع مسئولیت اجتماعی شرکت باعث کسب بهتر منابع، ارتقاء اعتماد و حسن شهرت شرکت، بهره‌مندی از فرصت‌های پیش‌بینی نشده، بهبود بهره‌وری کارکنان، توانایی بازاریابی بهتر، افزایش تقاضا و کاهش حساسیت قیمت، ارتقاء ارزش علامت تجاری و رقابت‌پذیری محصول می‌شود. پیوند منفی بین عملکرد و موضوع مسئولیت اجتماعی شرکت نیز سبب استفاده غیرکارا از منابع، محدودیت‌های گسترش بازار محصول، افزایش هزینه‌های عملیاتی، نبود پاسخ‌گویی عمومی به رفتار بشردوستانه و همچنین بازخورد بی‌اهمیت می‌شود (۱). در نتیجه، تحلیل‌گران سهام می‌توانند به نحوه مناسب به عملکرد پایداری شرکت توجه کرده و آن را در تجزیه و تحلیل خود در مورد

نقش تحلیل گران سرمایه گذاری انجام شده است. همان طور که پیش از این بیان شد تحلیل گران سرمایه گذاری برای شرکت های سرمایه گذاری فعالیت می کنند و انگیزه ها و مسئولیت های متفاوتی در مقایسه با مشاوران سرمایه گذاری فعال در شرکت های کارگزاری دارند. همین امر نه تنها بررسی رفتار آنها را ارزشمند می کند بلکه امکان استنباط و استنتاج از ادبیات مشاوران سرمایه گذاری برای تحلیل گران سرمایه گذاری را نیز فراهم می کند (۱۷). پژوهشگران دانشگاهی برای بررسی اثر اطلاعات ارائه شده به وسیله تحلیل گران سرمایه گذاری به طور عمده بر داده های بایگانی شده خاص (داده های بایگانی شده در یک صندوق سرمایه گذاری) یا داده های پژوهش های پیمایشی تکیه می کنند. به عنوان نمونه، بررسی داده های اختصاصی از یک صندوق سرمایه گذاری بین المللی حاکی از آن است که مدیران صندوق بر اساس توصیه های ارائه شده به وسیله تحلیل گران سرمایه گذاری در مورد سهام، اقدام به داد و ستد می کنند. همچنین، این گونه داد و ستدها دارای بازده های مثبت غیرعادی است که از بازدهی معاملات بر پایه توصیه های مشاوران سرمایه گذاری بیشتر است. گفتنی است مدیران صندوق های سرمایه گذاری سهام بیشتر از اطلاعات ارائه شده به وسیله تحلیل گران سرمایه گذاری فعال در صندوق های خود استفاده می کنند تا اطلاعات ارائه شده به وسیله مشاوران سرمایه گذاری. این موضوع به ویژه، زمانی اهمیت بیشتری پیدا می کند که تعداد محدودی از مشاوران سرمایه گذاری در مورد سهام تحلیل انجام می دهند و

شرکت های فعال در موضوع مسئولیت اجتماعی ممکن است مشکلات شدید نمایندگی، نامتقارنی اطلاعاتی و هزینه تأمین مالی گران داشته باشند. تا زمانی که از نظر تحلیل گران اثر انجام فعالیت در رابطه با مسئولیت اجتماعی شرکت در مقایسه با هزینه تأمین مالی آن مثبت است، انتظار می رود از طرف تحلیل گران سرمایه گذاری برای شرکت رتبه مطلوب اعلام شود (۱).

حاکمیت شرکتی یکی دیگر از ابعاد با اهمیت در موضوع مسئولیت اجتماعی شرکت است (سهامدار، ذینفع نیز هست) و تغییر در عوامل حاکمیت شرکتی از طریق درگیر شدن در موضوع مسئولیت اجتماعی شرکت بر نتایج عملیاتی آن اثرگذار است که حسب مورد رتبه بندی توصیه شده به وسیله تحلیل گر را نیز تحت تأثیر قرار می دهد. عوامل حاکمیت شرکتی از قبیل مالکیت مدیریتی، سهامداران نهادی و نسبت وثیقه سهام مدیران و غیره حسب مورد آثار مثبت یا منفی بر عملکرد شرکت دارد. از این منظر مادامی که ساختار حاکمیت شرکتی از طریق فعالیت در موضوع مسئولیت اجتماعی شرکت تغییر می کند و تحلیل گران سرمایه گذاری تشخیص می دهند که این تغییر در حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت اثر مثبت دارد انتظار می رود از طرف تحلیل گران سرمایه گذاری برای شرکت رتبه مطلوب اعلام شود (۱).

در چند دهه گذشته نقش مشاوران سرمایه گذاری در بازارهای سرمایه به طور گسترده از طرف پژوهشگران در سطح تجربی بررسی شده است اما به دلیل محدودیت داده، پژوهش های محدودی در مورد

مثبت حاصل از این اقدام در عملکرد معاملاتی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک منعکس می‌شود (۴).

گالگو-آلوارز و همکاران در پژوهشی به بررسی اطلاعات زیست‌محیطی شرکت‌های بین‌المللی و میزان افشای آن بر طبق استانداردهای جدید سازمان گزارشگری جهانی پرداختند. آنان برای بررسی رابطه بین مناطق جغرافیایی و بخش‌های صنایع با استانداردهای گزارشگری پایداری، به تحلیل بین گروهی پرداختند. نتایج این تحلیل‌ها نشان داد که برخی از بخش‌های صنایع از قبیل نفت، مواد شیمیایی و صنایع معدنی توجه بیشتری به شاخص‌های زیست‌محیطی دارند (۱۹).

بزرگ اصل و احمدی در پژوهشی رابطه بین افشای اطلاعات مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها و تصمیم‌گیری انواع سرمایه‌گذاران ایرانی در بین گروهی از تحلیل‌گران بازار سرمایه و گروهی از دانشجویان رشته مدیریت مالی را بررسی کردند. نتایج پژوهش آنان نشان داد که سرمایه‌گذاران به انواع رفتارهای اجتماعی واکنش نشان می‌دهند اما بین واکنش دو گروه مورد بررسی، تفاوت معنی‌داری مشاهده نشد (۲۰).

حساس‌یگانه و برزگر در پژوهشی وضعیت موجود و سطح افشای بعد اجتماعی در شرکت‌های ایرانی را بررسی کردند. نتایج پژوهش آنان نشان داد که مهم‌ترین مؤلفه‌های بعد اجتماعی از نظر انتظارات ذی‌نفعان عبارت است از: اخلاق کسب‌وکار، فساد و رشوه‌خواری و مشارکت در توسعه جامعه. همچنین، بیشترین افشای اجتماعی در وضعیت موجود

پیش‌بینی سود مشاوران سرمایه‌گذاری دارای پراکندگی قابل‌ملاحظه بوده یا خطای پیش‌بینی سود مشاوران سرمایه‌گذاری برای سایر سهام در مجموعه سهام به نسبت زیاد است (۱۸).

کال و همکاران در پژوهشی به بررسی ماهیت و دفعات مشارکت تحلیل‌گران سرمایه‌گذاری در جلسه‌های پرسش و پاسخ عمومی برگزار شده به صورت تلفنی پرداختند. نتایج پژوهش آنان نشان داد که تحلیل‌گران بیشتر در جلسه‌های شرکت‌های کوچک مشارکت می‌کنند که در مورد اطلاعات آن‌ها اطمینان کمی وجود دارد. همچنین، تحلیل‌گران در مقایسه با مشاوران سرمایه‌گذاری در طی جلسه‌های پرسش و پاسخ عمومی، تعامل کم‌تری داشته و واکنشی محدودتر به توضیحات مدیریت شرکت دارند (۱۸).

ربلو و وی در پژوهشی به بررسی گزارش‌های اختصاصی تحلیل‌گران سرمایه‌گذاری تهیه شده برای مدیریت یک صندوق سرمایه‌گذاری بزرگ بین‌المللی پرداختند. نتایج پژوهش آنان نشان داد که گزارش‌های تحلیلی دارای ارزش سرمایه‌گذاری با افق یک ساله است. همچنین، مدیران صندوق سرمایه‌گذاری بر اساس توصیه‌های تحلیل‌گران سرمایه‌گذاری در مورد سهام اقدام به داد و ستد می‌کنند (۳).

فری و هرست در پژوهشی به بررسی تأثیر نظر تحلیل‌گران سرمایه‌گذاری بر معاملات صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک پرداختند. نتایج پژوهش آنان نشان داد که توصیه‌های تحلیل‌گران سرمایه‌گذاری بر تصمیم‌مدیران در مورد معاملات روزانه صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک مؤثر است و بازدهی غیرعادی

سطح گزارشگری زیست محیطی اندکی ارتقاء یافته اما هم‌چنان با سطح مطلوب فاصله بسیار زیادی دارد. هم‌چنین، در حال حاضر شرکت‌ها توجه کافی به افشاء اطلاعات در مورد محیط زیست و در نظر گرفتن منافع گروه‌های مختلف ذی‌نفع در سطح عملیاتی ندارند (۲۴).

سپاسی و اسمعیلی کجانی در پژوهشی به ارائه الگویی برای افشاء زیست محیطی در کشور با کسب نظر از خبرگان زیست محیطی و مالی پرداختند. هدف پژوهش آنان تعیین اهمیت افشاء زیست محیطی و شناسایی مواردی بود که باید برای مخاطبان افشاء شود. نتایج پژوهش سپاسی و اسمعیلی کجانی نشان داد که از موارد اصلی تأثیرگذار بر افشاء زیست محیطی اقدامات پیش‌گیرانه، اقدامات جبرانی و اقدامات مدیریتی است. هم‌چنین، نتایج پژوهش آنان حاکی از آن بود که افشاهای عنوان شده در قالب صورت‌های مالی و یا یادداشت‌های توضیحی قابلیت ارائه دارند (۲۵).

مرور ادبیات نظری موضوع پژوهش نشان می‌دهد که تحلیل گران سرمایه‌گذاری ضمن تأثیرگذاری زیاد بر فرایند توسعه شرکت‌ها، از توان و انگیزه کافی برای استفاده حداکثر از اطلاعات مختلف در تصمیم‌گیری‌های مرتبط با انتخاب گزینه‌های سرمایه‌گذاری برخوردار هستند. هم‌چنین، به منظور تضمین توسعه پایدار، تلاش‌هایی قابل ملاحظه برای تعیین انواع مختلف اطلاعات پایداری از جمله محیط زیست انجام شده است، هرچند الزامی در این مورد وجود ندارد.

در هر صورت از منظر حقوق بین‌الملل، طبق اصل

گزارش‌های شرکت‌ها شامل مؤلفه‌های کار و کارکنان، مشتریان و مصرف‌کنندگان است (۲۱). فخاری و همکاران در پژوهشی به ارائه الگو در مورد افشای اطلاعات زیست محیطی، اجتماعی و راهبری شرکتی برای شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج پژوهش آنان نشان داد که بر خلاف نظر خبرگان بیشترین افشای شرکت‌های مذکور در بُعد راهبری و کم‌ترین افشاء در بُعد اجتماعی بوده است. هم‌چنین، میزان افشای زیست محیطی و اجتماعی روندی مشخص ندارد که علت این امر داوطلبانه بودن افشاهای مذکور عنوان شده است (۲۲).

تقی‌زاده خانقاه و زینالی در پژوهشی تأثیر مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت‌ها بر کارایی سرمایه‌گذاری و نوآوری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را بررسی کردند. نتایج پژوهش آنان نشان داد که افشای مسئولیت‌پذیری اجتماعی با تولید محصولات جدید و استفاده مناسب از نتایج حاصل از سرمایه‌گذاری در تحقیق و توسعه همراه بوده است و برای انجام سرمایه‌گذاری بهینه، تولید محصول با کیفیت و فن‌آوری بالا، حفظ منافع ذی‌نفعان و کاهش هزینه‌های نمایندگی، باید مدیران به ایفای وظایف مسئولیت‌پذیری اجتماعی خود متعهد باشند (۲۳).

خوزین و همکاران در پژوهشی سطح گزارشگری مالی زیست محیطی برای شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را بررسی کردند. نتایج پژوهش آنان نشان داد که در بازه زمانی مورد بررسی

سرمایه‌گذاری در تعیین اولویت‌های اطلاعات پایداری مؤثر است.

فرضیه سوم: تحلیل‌گران سرمایه‌گذاری بین موضوع‌های مختلف پایداری اولویت‌بندی انجام می‌دهند.

روش پژوهش

این پژوهش از نوع زمینه‌یابی (پیمایشی) و از لحاظ هدف کاربردی است. همان‌طور که پیش از این اشاره شد سازمان گزارشگری جهانی اقدام به ارائه استانداردهای مختلف در مورد پایداری در حوزه‌های زیست‌محیطی، اجتماعی و اقتصادی کرده است. استانداردهای مذکور در بخش زیست‌محیطی شامل ۳۰ شاخص است که در قالب ۸ استاندارد دسته‌بندی شده است. جدول شماره ۱ فهرست استانداردها و شاخص‌های مربوط را نشان می‌دهد (۷). در این پژوهش بر اساس شاخص‌های مذکور پرسش‌نامه‌ای پژوهشگر ساخته تهیه و پس از جمع‌آوری داده‌ها از طریق آن، با استفاده از نرم‌افزار SPSS نسخه ۱۹، آزمون‌های میانگین یک جامعه، دو جمله‌ای و فریدمن برای بررسی فرضیه‌های پژوهش انجام شد.

برای بررسی فرضیه اول پژوهش (به استثنای استاندارد رعایت مقررات زیست‌محیطی) از آزمون میانگین یک جامعه استفاده شد. با توجه به این که این فرضیه بر اساس طیف پنج گزینه‌ای لیکرت بررسی شده است در این آزمون اگر میانگین هر متغیر از ۳ بیشتر باشد، آن متغیر در پدیده مورد نظر مؤثر تلقی می‌شود.

حاکمیت سرزمینی اقدامات دولت‌ها در استفاده از منابع طبیعی خود نباید به آسیب محیط زیست سایر کشورها منجر شود و مفهوم توسعه پایدار باید تلفیقی را بین حوزه‌های مختلف حقوق بین‌الملل فراهم آورد. این مفهوم در طول حیات خود، به شفافیت رسیده و در جایگاه بهره‌برداری همراه با امکان تجدید منابع و یا مدیریت منابع تجدیدنپذیر تثبیت شده است. حقوق بین‌الملل در صدد آن است که پس از تکمیل مبانی نظری مورد نیاز تعهدات حقوقی قوی برای دولت‌ها ایجاد کند تا توسعه پایدار به طور جدی تضمین شود (۲۶). در چنین شرایطی همه کشورها باید با در نظر گرفتن اهمیت روز افزون مقوله توسعه پایدار اقداماتی مناسب را در این مسیر به عمل آورند. نظر به نقش بسیار حائز اهمیت شرکت‌ها در این زمینه و هم‌چنین با توجه به این که تحلیل‌گران سرمایه‌گذاری به عنوان یکی از فعالان اصلی بازار سرمایه می‌توانند در جذب منابع به‌وسیله هر یک از شرکت‌ها و جهت‌دهی به نحوه استفاده از منابع اثرگذار باشند، یکی از اقدامات سودمند در زمینه اجرایی ساختن مفهوم توسعه پایدار شناسایی رویکرد تحلیل‌گران سرمایه‌گذاری است تا حسب مورد اقدامات لازم در جهت تغییر و یا تثبیت رویکرد آن‌ها انجام شود. در نتیجه، با توجه به مبانی نظری و پیشینه پژوهش فرضیه‌های پژوهش به شرح زیر تدوین شد:

فرضیه اول: تحلیل‌گران سرمایه‌گذاری به منظور سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها برای موضوع‌های مرتبط با محیط زیست اهمیت قائل هستند.

فرضیه دوم: انگیزه‌های شخصی تحلیل‌گران

جدول ۱: فهرست استانداردها و شاخص های زیست محیطی اعلام شده به وسیله سازمان گزارشگری جهانی

استاندارد مواد اولیه

- میزان مواد اولیه مصرف شده از نظر وزنی یا حجمی
- میزان مواد اولیه ورودی بازیافت شده
- میزان محصولات مرجوعی و مواد اولیه مربوط به بسته بندی آن

استاندارد انرژی

- میزان مصرف انرژی در درون سازمان (برای تولید محصولات شرکت)
- میزان مصرف انرژی در خارج از سازمان (برای استفاده از محصولات شرکت)
- کارایی مصرف انرژی در مقایسه با تولید ناخالص داخلی
- میزان کاهش در مصرف انرژی
- میزان کاهش در انرژی مورد نیاز برای محصولات و خدمات

استاندارد آب

- میزان برداشت از منابع آب بر اساس نوع
- منابع آبی که به طور قابل ملاحظه به دلیل برداشت از آب تحت تأثیر قرار گرفته است
- میزان آب بازیافتی و مجدد استفاده شده

استاندارد تنوع زیستی

- زیرساخت های عملیاتی تملک شده، اجاره شده یا مدیریت شده یا هم جوار با مناطق حفاظت شده و مناطق با تنوع زیستی بسیار ارزشمند خارج از مناطق حفاظت شده
- آثار قابل توجه فعالیت ها، محصولات و خدمات بر تنوع زیستی
- زیستگاه های حفاظت شده یا احیاء شده
- گونه های در حال انقراض طبق فهرست اعلام شده از طرف اتحادیه بین المللی حفاظت از محیط زیست یا مراجع ملی مربوط که متأثر از عملیات شرکت است

استاندارد انتشار گازهای مخرب

- میزان انتشار مستقیم گازهای گلخانه ای
- میزان انتشار غیرمستقیم گازهای گلخانه ای
- میزان انتشار غیرمستقیم سایر گازهای گلخانه ای
- شدت انتشار گازهای گلخانه ای
- میزان کاهش در انتشار گازهای گلخانه ای
- میزان انتشار گازهای مخرب لایه ازن
- میزان انتشار اکسید نیتروژن، اکسید سولفور و سایر گازهای اصلی آلوده کننده هوا

استاندارد فاضلاب و ضایعات

- پساب ایجاد شده از نظر کیفیت و محل تخلیه
- ضایعات از نظر نوع و نحوه از بین بردن
- دور ریزهای با اهمیت
- نحوه حمل ضایعات خطرناک
- حوزه آبی متأثر از پسابها

استاندارد رعایت مقررات زیست محیطی

- موارد تطابق نداشتن با قوانین و مقررات زیست محیطی

استاندارد ارزیابی زیست محیطی تأمین کنندگان

- ارزیابی تأمین کنندگان جدید با استفاده از معیارهای زیست محیطی
- آثار منفی زیست محیطی در زنجیره تأمین و اقدامات انجام شده در این زمینه

مشخص شد. با هدف توزیع پرسش نامه بین تمام مدیران عضو جامعه آماری، پس از برقراری تماس تلفنی و ارائه توضیح‌های اولیه در مورد پرسش نامه، ۹۸ مدیر برای تکمیل پرسش نامه اعلام آمادگی کردند. پرسش نامه از طریق رایانامه، پیام‌رسان تلگرام (گفتنی است در زمان انجام پژوهش حاضر استفاده از این پیام‌رسان غیرقانونی نبوده است) و مراجعه حضوری بین آزمودنی‌ها توزیع شد. سرانجام، پس از حداقل دو بار پی‌گیری تعداد ۶۴ پرسش‌نامه تکمیل شد (اسامی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشارکت‌کننده در این پژوهش به پیوست مقاله آمده است).

نرخ پاسخ‌گویی در پژوهش‌های مشابه متفاوت بوده (۳۳٪-۱۱٪) و نشان می‌دهد که تعداد پاسخ‌دهندگان که در پی تماس‌های اولیه همکاری کرده‌اند متفاوت از تعدادی است که در پی تماس‌های بعدی همکاری می‌کنند. این موضوع بیانگر این است که اثر افزایش پاسخ‌دهندگان به سطح پی‌گیری پژوهشگر بستگی داشته (به عنوان نمونه، افزایش نرخ پاسخ‌گویی از ۲۰٪ به ۴۰٪ از طریق تغییر طرح یک تماس به طرح پنج تماس) و آریبی از بابت نرخ پاسخ‌دهندگان وجود دارد که منجر به محدودیت در تعمیم نتایج خواهد شد (۲۷ و ۲۸).

به منظور کنترل این موضوع که آیا نتایج پرسش‌نامه‌های دریافت نشده می‌توانست بر یافته‌های پژوهش اثر بگذارد، با توجه به تاریخ‌های دریافت (به عنوان شاخصی از تمایل به همکاری)، پرسش‌نامه‌های دریافتی به دو گروه تقسیم و بین میانگین نمره هر یک از سوال‌ها در دو گروه، آزمون همبستگی انجام شد.

با توجه به مقیاس اندازه‌گیری متغیرهای فرضیه دوم پژوهش و همچنین استاندارد رعایت مقررات زیست‌محیطی در فرضیه اول، برای بررسی این فرضیه از آزمون دوجمله‌ای (که در مواردی آزمون نسبت نیز نامیده می‌شود) استفاده شد. علت این اقدام آن است که استاندارد رعایت مقررات زیست‌محیطی، صرفاً با یک شاخص دارای مقیاس اندازه‌گیری ترتیبی (منطبق با جدول شماره ۱) سنجیده می‌شود. در این راستا، نظرات دریافت شده از پاسخ‌دهندگان در مورد شاخص (های) مرتبط با هر یک از استانداردها در مجموع به عنوان یک متغیر دو گزینه‌ای در نظر گرفته شد. بنابراین، حد سنجش تأثیرگذاری برای متغیر استاندارد رعایت مقررات زیست‌محیطی (مرتبط با فرضیه اول)، عدد ۳ و برای ۸ متغیر مربوط به فرضیه دوم عدد ۱ در نظر گرفته شد.

در فرضیه سوم پژوهش، یکسان بودن اولویت‌بندی (رتبه‌بندی) متغیرها به وسیله پاسخ‌دهندگان با استفاده از آزمون فریدمن (آماره کای دو) آزمون شد. سرانجام، بر پایه آماره مربع کای در مورد پذیرش ادعای اولویت‌بندی شاخص‌های مورد بررسی تصمیم‌گیری شد.

جامعه آماری و نمونه پژوهش

جامعه آماری پژوهش شامل همه مدیران سرمایه‌گذاری ۲۰۶ صندوق سرمایه‌گذاری فعال تحت نظارت بورس اوراق بهادار تهران (اداره امور نهادهای مالی) در سال ۱۳۹۶ است. با توجه به احتمال فعالیت برخی از مدیران در چندین صندوق سرمایه‌گذاری، تعداد مدیران برای تعیین حجم جامعه آماری ۱۷۱ عضو

پرسش نامه، که متن آن‌ها به صورت عینی برگرفته از فهرست ارائه شده به وسیله سازمان گزارشگری جهانی بود، به وسیله دو مترجم زبان انگلیسی به فارسی برگردانده شد. پس از آن ترجمه‌ها مورد مقایسه قرار گرفت و برای هر سوال عبارت‌های مناسب‌تر انتخاب شد. سپس، با انجام ترجمه معکوس به وسیله یک مترجم زبان انگلیسی، شکاف‌های موجود در تطابق دو ترجمه اصلاح شد. سرانجام، به منظور ارزیابی قابلیت فهم، پرسش نامه تهیه شده در مقیاسی محدود به صورت مقدماتی اجرا و ایرادهای سوال‌ها مرتفع شد. شایان ذکر است بر اساس بازخورد به دست آمده از اجرای مقدماتی، با نظر متخصصان در زمینه موضوع‌های گزارشگری زیست محیطی در مورد روایی پرسش نامه، حسب مورد توضیح‌های اضافی در داخل پرازنتر درج شد. پایایی ابزار سنجش نیز از طریق آزمون آلفای کرونباخ در نرم افزار SPSS نسخه ۱۹ بررسی شد و مقدار آن ۰/۹۶ به دست آمد. این مقدار از ۰/۷ بیشتر بوده و نشان دهنده پایایی ابزار سنجش پژوهش است.

یافته‌ها

ویژگی‌های جمعیت شناسی نمونه این پژوهش در جدول شماره ۲ ارائه شده است. همان‌طور که در جدول مذکور نشان داده شده است، ۸۳٪ پاسخ‌دهندگان را مردان و مابقی را زنان تشکیل داده‌اند و سن ۶۶٪ آن‌ها بین ۲۵ تا ۳۵ سال است. ۹۷٪ پاسخ‌دهندگان مدرک تحصیلی کارشناسی ارشد و دکتری دارند و ۸۳٪ آن‌ها در رشته‌های مالی و

نتایج حاصل از آزمون نشان داد که همبستگی معنی‌داری بین میانگین‌های دو گروه وجود دارد و لذا در صورت پاسخ‌گویی سایر افراد جامعه، نتایج به دست آمده تغییر نمی‌کرد.

ابزار جمع‌آوری داده‌ها

همان‌گونه که پیش از این بیان شد، ابزار اندازه‌گیری پژوهش حاضر پرسش نامه است. این پرسش نامه شامل چهار بخش است. بخش اول شامل اطلاعات جمعیت‌شناختی آزمودنی‌های پژوهش از جمله سن، جنسیت، میزان تحصیلات، رشته تحصیلی و سابقه کار است. بخش دوم شامل نظرخواهی از پاسخ‌دهندگان در مورد میزان اهمیت هر یک از شاخص‌های زیست محیطی در تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری آنان در قالب طیف پنج گزینه‌ای لیکرت است. طیف امتیازات هر متغیر بین ۱ تا ۵ بوده که عدد یک بیانگر داشتن حداقل ارزش برای استفاده به وسیله تحلیل گران در زمان تصمیم‌گیری پیرامون مطلوبیت یک شرکت برای سرمایه‌گذاری و عدد پنج نشان‌دهنده حداکثر ارزش است. در بخش سوم پرسش نامه، از آزمودنی‌ها درخواست شده تا با انتخاب از بین دو گزینه (منافع سهامداران یا منافع عموم جامعه) دلیل اصلی توجه کردن یا نکردن به هر یک از شاخص‌ها را تعیین کنند. سرانجام، در بخش چهارم پرسش نامه، از پاسخ‌دهندگان خواسته شد تا سایر شاخص‌های زیست محیطی قابل ذکر را، حسب مورد، بیان کرده و همان‌طور که در بالا تشریح شد، امتیازدهی کنند. در این پژوهش ابتدا، شاخص‌های مختلف

جدول ۲: جمعیت‌شناسی نمونه پژوهش

عنوان ویژگی	طبقات هر ویژگی	تعداد در هر طبقه	نسبت هر طبقه
جنسیت	مرد	۵۳	٪۸۳
	زن	۱۱	٪۱۷
سن	۲۵-۳۵ سال	۴۲	٪۶۶
	۳۶-۴۵ سال	۱۶	٪۲۵
	۴۶-۵۵ سال	۶	٪۹
میزان تحصیلات	کارشناسی	۲	٪۳
	کارشناسی ارشد	۴۹	٪۷۷
	دکتری	۱۳	٪۲۰
رشته تحصیلی	مدیریت مالی، مهندسی مالی و سرمایه‌گذاری	۴۲	٪۶۶
	حسابداری	۱۱	٪۱۷
	سایر	۱۱	٪۱۷
سابقه فعالیت	۱-۷ سال	۳۷	٪۵۸
	۸-۱۴ سال	۲۱	٪۳۳
	۱۵-۲۱ سال	۶	٪۹

و یافته‌های آماری مربوط به فرضیه اول پژوهش است. توزیع میزان فراوانی متغیرهای این فرضیه حاکی از آن است که اتفاق نظر پاسخ‌دهندگان در مورد میزان اهمیت هر یک از متغیرها در دامنه ۶/۵٪ تا ۳۲٪ در نوسان است. هم‌چنین، اظهارنظر نکردن و یا اظهارنظرهای غیرقابل پذیرش به وسیله پاسخ‌دهندگان حداکثر ۲/۲٪ از نظرات مربوط به یک متغیر را تشکیل می‌دهد (جدول شماره ۳). همان‌طور که در جدول شماره ۴ نشان داده شده است استاندارد انرژی با کسب میانگین ۳/۵۱ در سطح معنی‌داری ۱٪ بالاترین امتیاز را در این سنجش به خود اختصاص داده است. با اهمیت‌ترین استاندارد پس از انرژی، استاندارد مواد اولیه در سطح معنی‌داری ۵٪ و با امتیاز ۳/۲۴ است. استاندارد آب با امتیاز ۳/۰۴ و

حسابداری تحصیل کرده‌اند. هم‌چنین، ۴۲٪ از پاسخ‌دهندگان بیش از ۸ سال سابقه فعالیت در شغل خود دارند. در نتیجه، می‌توان بیان کرد که پاسخ‌دهندگان از درک و توانایی مناسب برای پاسخ‌گویی به سوال‌های پرسش‌نامه برخوردار هستند. شایان ذکر است مقایسه توزیع ویژگی‌های عمومی نمونه مورد بررسی با اطلاعات عمومی کل مدیران سرمایه‌گذاری که در تارنمای صندوق‌های سرمایه‌گذاری در قالب گواهی‌های صادره به وسیله سازمان بورس و اوراق بهادار به تفصیل موجود است، هم‌خوانی داشته و نشان از معرف بودن افراد انتخابی در این پژوهش دارد. جدول‌های شماره‌های ۳، ۴ و ۵ نشان‌دهنده اطلاعات

جدول ۳: توزیع میزان فراوانی متغیرهای فرضیه اول

ردیف	شرح متغیر	نظر (درصد فراوانی معتبر)				
		بسیار کم اهمیت	کم اهمیت	اهمیت متوسط	با اهمیت	بسیار با اهمیت
۱	استاندارد مواد اولیه	۱۵/۶	۱۵/۱	۲۰/۳	۲۷/۱	۲۰/۸
۲	استاندارد انرژی	۹/۴	۹/۴	۲۶/۲	۲۷/۸	۲۵
۳	استاندارد آب	۱۳/۵	۲۰/۸	۲۴/۵	۲۵/۵	۱۴/۱
۴	استاندارد تنوع زیستی	۳۱/۳	۲۱/۹	۲۸/۹	۱۰/۵	۷
۵	استاندارد انتشار گازهای مخرب	۲۹/۷	۱۹/۶	۱۹/۶	۲۳/۵	۶/۵
۶	استاندارد فاضلاب و ضایعات	۲۷/۵	۱۹/۴	۲۳/۷	۱۹/۴	۱۰
۷	استاندارد رعایت مقررات زیست محیطی	۲۱/۹	۱۲/۵	۲۵	۲۵	۱۵/۶
۸	استاندارد ارزیابی زیست محیطی تأمین کنندگان	۳۲	۱۷/۲	۲۳/۴	۲۰/۳	۷/۱

جدول ۴: نتایج آزمون میانگین یک جامعه در مورد فرضیه اول (به استثنای استاندارد رعایت مقررات زیست محیطی)

شرح متغیر	میانگین	انحراف معیار	ارزش مورد آزمون = ۳	
			آماره t	معنی داری
استاندارد مواد اولیه	۳/۲۴	۰/۹۹	۱/۹۵	۰/۰۲۸
استاندارد انرژی	۳/۵۱	۰/۸۶	۴/۷۹	۰/۰۰۱
استاندارد آب	۳/۰۴	۱/۱۱	۰/۳۲	۰/۳۷۶
استاندارد تنوع زیستی	۲/۴۱	۱/۱۱	(۴/۲۳)	۰/۰۰۱
استاندارد انتشار گازهای مخرب	۲/۵۹	۱/۲۴	(۲/۶۵)	۰/۰۰۵
استاندارد فاضلاب و ضایعات	۲/۶۵	۱/۱۷	(۲/۳۹)	۰/۰۱
استاندارد ارزیابی زیست محیطی تأمین کنندگان	۲/۵۳	۱/۲۸	(۲/۹۲)	۰/۰۰۳

جدول ۵: نتایج آزمون دوجمله‌ای در مورد استاندارد رعایت مقررات زیست محیطی (بخشی از فرضیه اول)

شرح متغیر	گروه‌ها	تعداد داده‌های هر گروه	نسبت مشاهده شده	نسبت آزمون	معنی داری
گروه ۲ < ۳	۲۶	۰/۴۱			
مجموع	۶۴	۱			

۱ (منافع عموم جامعه) یا ۲ (منافع سهامداران) است. با توجه به مقدار معنی داری و نسبت آزمون گروه ۲ در آزمون دوجمله‌ای مرتبط با استاندارد مواد اولیه (۰/۰۰۱ و ۰/۷۷)، دلیل اصلی توجه کردن یا توجه نکردن به استاندارد مذکور منافع سهامداران است. هم‌چنین، دلیل اصلی توجه کردن یا توجه نکردن به استاندارد انرژی نیز منافع سهامداران است (۰/۰۰۱ و ۰/۶۱). برای استانداردهای آب، تنوع زیستی، انتشار گازهای مخرب، فاضلاب و ضایعات، مقدار معنی داری ۰/۰۰۱ و نسبت آزمون گروه ۱ (به ترتیب ۰/۶۷، ۰/۷۵، ۰/۷۵ و ۰/۶۹) حاکی از آن است که دلیل اصلی توجه کردن یا توجه نکردن به استانداردهای عنوان شده منافع عموم جامعه است. برای استانداردهای رعایت قوانین زیست‌محیطی و ارزیابی زیست‌محیطی تأمین‌کنندگان مقادیر معنی داری (۰/۶۸۹ و ۰/۰۵۹) بیانگر آن است که در سطح خطای ۵٪ دلیل اصلی توجه کردن یا توجه نکردن به استانداردهای یاد شده مشخص نیست.

جدول‌های شماره‌های ۸ و ۹ نتایج مربوط به آزمون فرضیه سوم پژوهش را نشان می‌دهد. به منظور

استاندارد رعایت مقررات زیست‌محیطی (جدول شماره ۵) که اختلافی معنی دار با ۳ ندارد، اهمیتی متوسط دارد. افزون بر این، استاندارد تنوع زیستی در سطح معنی داری ۰/۱ با میانگین ۲/۴۱ کم‌ترین امتیاز را بین استانداردهای هشت گانه کسب کرده است. سایر استانداردها شامل ارزیابی زیست‌محیطی تأمین‌کنندگان، انتشار گازهای مخرب، فاضلاب و ضایعات، در سطح معنی داری ۰/۱، به ترتیب، با امتیازات ۲/۵۳، ۲/۵۹ و ۲/۶۵ بالاتر از استاندارد تنوع زیستی قرار دارد. بنابراین، این استانداردها کم‌اهمیت محسوب می‌شود.

جدول‌های شماره‌های ۶ و ۷ نتایج مربوط به آزمون فرضیه دوم پژوهش را نشان می‌دهد. توزیع میزان فراوانی متغیرهای این فرضیه حاکی از آن است که اتفاق نظر پاسخ‌دهندگان در مورد میزان اهمیت هر یک از متغیرها در دامنه ۰/۳ تا ۰/۶۹ در نوسان است. هم‌چنین، اظهارنظر نکردن و یا اظهارنظرهای غیرقابل پذیرش به‌وسیله پاسخ‌دهندگان حداکثر ۱۲/۵٪ از نظرات مربوط به یک متغیر را تشکیل می‌دهد. همان‌طور که پیش از این بیان شد، مقادیر قابل انتصاب به هر متغیر در فرضیه دوم

جدول ۶: توزیع میزان فراوانی متغیرهای فرضیه دوم

ردیف	شرح متغیر	نظر (درصد فراوانی معتبر)	
		عموم جامعه	سهامداران
۱	استاندارد مواد اولیه	۲۰/۳	۶۹/۳
۲	استاندارد انرژی	۳۴	۵۳/۸
۳	استاندارد آب	۵۹/۴	۲۹/۲
۴	استاندارد تنوع زیستی	۶۵/۶	۲۲/۳
۵	استاندارد انتشار گازهای مخرب	۶۶/۵	۲۲/۳
۶	استاندارد فاضلاب و ضایعات	۶۰/۹	۲۷/۲
۷	استاندارد رعایت مقررات زیست‌محیطی	۴۰/۶	۴۶/۹
۸	استاندارد ارزیابی زیست‌محیطی تأمین‌کنندگان	۵۲/۳	۳۶

جدول ۷: نتایج آزمون دو جمله‌ای در مورد فرضیه دوم

معنی داری	نسبت آزمون	نسبت مشاهده شده	تعداد داده‌های هر گروه	گروه‌ها	شرح متغیر
۰/۰۰۱	۰/۵	۰/۲۳	۳۹	۱=>	گروه ۱
		۰/۷۷	۱۳۳	۱<	گروه ۲
		۱	۱۷۲		مجموع
۰/۰۰۱	۰/۵	۰/۳۹	۱۰۹	۱=>	گروه ۱
		۰/۶۱	۱۷۲	۱<	گروه ۲
		۱	۲۸۱		مجموع
۰/۰۰۱	۰/۵	۰/۶۷	۱۱۴	۱=>	گروه ۱
		۰/۳۳	۵۶	۱<	گروه ۲
		۱	۱۷۰		مجموع
۰/۰۰۱	۰/۵	۰/۷۵	۱۶۸	۱=>	گروه ۱
		۰/۲۵	۵۷	۱<	گروه ۲
		۱	۲۲۵		مجموع
۰/۰۰۱	۰/۵	۰/۷۵	۲۹۸	۱=>	گروه ۱
		۰/۲۵	۱۰۰	۱<	گروه ۲
		۱	۳۹۸		مجموع
۰/۰۰۱	۰/۵	۰/۶۹	۱۹۵	۱=>	گروه ۱
		۰/۳۱	۸۷	۱<	گروه ۲
		۱	۲۸۲		مجموع
۰/۶۸۹	۰/۵	۰/۴۶	۲۶	۱=>	گروه ۱
		۰/۵۴	۳۰	۱<	گروه ۲
		۱	۵۶		مجموع
۰/۰۵۹	۰/۵	۰/۵۹	۶۷	۱=>	گروه ۱
		۰/۴۱	۴۶	۱<	گروه ۲
		۱	۵۷		مجموع

نتیجه گیری

بر اساس نتایج مرتبط با فرضیه اول پژوهش تحلیل گران سرمایه‌گذاری برای اطلاعات مربوط به مواد اولیه و انرژی اهمیت بیشتری قائل هستند. نکته قابل تأمل در این زمینه آن است که آنان از بین دو استاندارد مذکور، به اطلاعات مرتبط با انرژی بیشتر اهمیت می‌دهند. در این راستا، سوال قابل طرح آن خواهد بود که با توجه به این که در انجام فعالیت‌های اقتصادی در کشور ایران

اولویت‌بندی بین استانداردهای هشت گانه موضوع‌های زیست محیطی از نظر پاسخ‌دهندگان (آزمون فرضیه سوم پژوهش)، از آزمون فریدمن استفاده شده است. استانداردهای انرژی، مواد اولیه، مقررات و آب، به ترتیب، با میانگین رتبه‌های ۶/۰۲، ۵/۱، ۴/۸۸ و ۴/۸۴ دارای بالاترین اولویت‌ها است (جدول شماره ۸). هم‌چنین، مقدار معنی‌داری به‌دست آمده (۰/۰۰۱) حاکی از وجود اولویت‌بندی بین موضوع‌های هشت‌گانه زیست محیطی است (جدول شماره ۹).

جدول ۸: میانگین رتبه‌های هر یک از استانداردهای هشت گانه زیست‌محیطی در آزمون فریدمن

رتبه	میانگین رتبه	شرح متغیر
۲	۵/۱	استاندارد مواد اولیه
۱	۶/۰۲	استاندارد انرژی
۴	۴/۸۴	استاندارد آب
۸	۳/۲۲	استاندارد تنوع زیستی
۵	۴/۱۳	استاندارد انتشار گازهای مخرب
۶	۴/۱۳	استاندارد فاضلاب و ضایعات
۳	۴/۸۸	استاندارد رعایت مقررات زیست‌محیطی
۷	۳/۶۹	استاندارد ارزیابی زیست‌محیطی تأمین‌کنندگان

جدول ۹: آماره‌های آزمون فریدمن

۶۴	تعداد نمونه
۶۳/۲۴۸	آماره کای دو
۷	درجه آزادی
۰/۰۰۱	معنی‌داری

هرچند بر اساس تحلیل‌های ارائه شده به نظر می‌رسد که اطلاعات مذکور به طور عمده مربوط به مواد اولیه و انرژی‌های تجدیدناپذیر است اما در گزارشگری سنتی برخی از این قبیل اطلاعات باید افشا شود. از این رو، هدف گزارشگری سنتی برای ارائه این گونه اطلاعات به منظور کمک در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران از این منظر تأیید می‌شود.

اهمیت متوسط استانداردهای آب و قوانین زیست‌محیطی از دیدگاه تحلیل‌گران قابل توجه است. به عبارت دیگر، در عصر حاضر که بحران محدودیت منابع آبی تقریباً برای همگان مشخص شده است، این دیدگاه تحلیل‌گران به چه صورتی قابل توجه است. پاسخ احتمالی به این ابهام می‌تواند این باشد که در حال حاضر

نیاز و دسترسی به انرژی به طور عمده در مقایسه با مواد اولیه کم اهمیت‌تر است، چرا تحلیل‌گران نظری متفاوت را ارائه کرده‌اند. این پرسش را می‌توان از منظر زیست‌محیطی پاسخ داد. از دیدگاه زیست‌محیطی مواد اولیه و انرژی به طبقات تجدیدپذیر و تجدیدناپذیر قابل تقسیم است. به عنوان نمونه، برخی از مواد اولیه که از معادن استخراج می‌شود و برخی از انرژی‌های حاصل از سوخت‌های فسیلی، حداقل در کوتاه‌مدت قابلیت تأمین مجدد را ندارد. هم‌چنین، استفاده از انرژی‌های تجدیدناپذیر در مقایسه با مواد اولیه تجدیدناپذیر به‌وسیله شرکت‌ها بسیار فراگیرتر است. در نتیجه، دیدگاه تحلیل‌گران از منظر توسعه پایدار مطلوب است. موضوع درخور توجه دیگر در این زمینه آن است که

راستای منافع سهامداران است، مطلوب و همسو با توسعه پایدار محسوب می‌شود. با توجه به این که یافته‌های فرضیه اول حاکی از آن بود که استانداردهای اخیر و استاندارد تأمین کنندگان، به استثنای استاندارد آب که اهمیت متوسط داشت، از نظر تحلیل گران بی‌اهمیت محسوب می‌شود، نمی‌توان پاسخ‌دهندگان را نماینده‌ای مناسب برای عموم جامعه در نظر گرفت. به عبارت دیگر، این گروه انگیزه مناسب برای پیشبرد هدف‌های توسعه پایدار در زمینه‌های مربوط را ندارند. در مورد استاندارد رعایت مقررات زیست محیطی یافته‌های فرضیه دوم دلیل اصلی را مشخص نکرده اما همان‌طور که پیش از این بیان شد، اهمیت نسبی این استاندارد از دیدگاه تحلیل گران می‌تواند متناسب با شدت و احتمال مجازات برای جرائم باشد. در نتیجه، به منظور تأمین توسعه پایدار می‌توان میزان مجازات و احتمال وقوع آن را افزایش داد.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه سوم پژوهش، به جزء اختلاف در اولویت‌های مربوط به استانداردهای آب و مقررات، یافته‌های فرضیه اول پژوهش را تأیید می‌کند. به عبارت دیگر، نتایج آزمون فریدمن نیز حاکی از آن است که از دیدگاه تحلیل گران استانداردهای مربوط به تنوع زیستی، ارزیابی تأمین کنندگان، انتشار گازهای گلخانه‌ای، فاضلاب و ضایعات به ترتیب پایین‌ترین رتبه‌ها را به خود اختصاص داده است که این امر می‌تواند ناشی از ناآگاهی کامل تحلیل گران از تبعات هر کدام باشد. در هر حال، انجام اولویت‌بندی بین استانداردهای مختلف زیست محیطی به وسیله تحلیل گران در قالب فرضیه سوم پژوهش می‌تواند ناشی

عمده شرکت‌های فعال در بازار سرمایه کشور جزء بخش کشاورزی طبقه‌بندی نمی‌شوند و میزان بهره‌برداری از منابع آبی به وسیله شرکت‌های صنعتی در مقایسه با بخش کشاورزی نیز محدود است. در رابطه با دلیل اهمیت متوسط قوانین زیست محیطی از منظر تحلیل گران نیز می‌توان کم بودن احتمال مجازات شرکت‌ها برای جرائم مربوط به تخلفات زیست محیطی و کم اهمیت بودن آن را ذکر کرد. در مورد کم اهمیت بودن سایر استانداردهای زیست محیطی شامل تنوع زیستی، انتشار گازهای مخرب، فاضلاب و ضایعات و ارزیابی زیست محیطی تأمین کنندگان از نظر تحلیل گران، فراگیر نبودن (مصادق نداشتن در همه شرکت‌ها) و یا شناخت ناکافی از اهمیت هر کدام از استانداردها را به عنوان دلایل احتمالی می‌توان ذکر کرد. طبق نتایج مربوط به فرضیه دوم پژوهش دلیل اصلی توجه کردن یا توجه نکردن تحلیل گران به موضوع‌های مواد اولیه و انرژی منافع سهامداران و موضوع‌های آب، تنوع زیستی، انتشار گازهای گلخانه‌ای و ضایعات منافع عموم جامعه است ولی برای مقررات زیست محیطی و تأمین کنندگان دلیل اصلی مشخص نیست. تفسیر این یافته‌ها باید با در نظر گرفتن یافته‌های فرضیه اول انجام شود. به عبارت دیگر، هدف سازمان گزارشگری جهانی از وضع استانداردهای هشت گانه، حرکت در جهت توسعه پایدار بوده و لذا در مواردی که حتی شاخص‌های مربوط در راستای منافع سهامداران مورد توجه قرار گیرد، امید به دستیابی به هدف تعریف شده وجود دارد. بنابراین، اهمیت قائل شدن تحلیل گران برای استانداردهای مواد اولیه و انرژی، با این که در

به منظور ارتقاء سطح آگاهی فعالان بازار سرمایه نسبت به اهمیت موضوع‌های مختلف زیست‌محیطی اندیشه شود. هم‌چنین، در مورد احتمال و میزان مجازات شرکت‌ها برای عملکرد نامناسب در حوزه‌هایی که از منظر تحلیل‌گران سرمایه‌گذاری کم اهمیت تلقی می‌شود، بازنگری شود.

پیشنهادهایی برای پژوهش‌های آینده

بر اساس نتایج پژوهش حاضر بخشی از اطلاعات مرتبط با پایداری زیست‌محیطی (شاخص‌های مرتبط با مواد اولیه و انرژی) از نظر سرمایه‌گذاران از اهمیت و اولویت بالایی برخوردار است. هم‌چنین، طبق ادبیات موجود گزارشگری پایداری اطلاعات ارزشمندی را بر خلاف گزارشگری سنتی (به صورت مفروض) برای مخاطبان بیشتری ارائه کرده و کمک می‌کند تا نیازهای اطلاعاتی آن‌ها از طریق ارائه توضیحات از نحوه پاسخ‌گویی یک شرکت به سوال جامعه در مورد انجام تجارت پایدار، تأمین شود. بر این اساس، پیشنهاد می‌شود میزان سودمندی این قبیل اطلاعات اضافی در مورد مواد اولیه و انرژی در قالب گزارشگری پایداری از نظر سرمایه‌گذاران و سایر ذی‌نفعان بررسی شود. با توجه به اهمیت اطلاعات مرتبط با پایداری اجتماعی که در این پژوهش بررسی شد، پیشنهاد می‌شود در پژوهشی مشابه میزان اهمیت و اولویت‌بندی شاخص‌های مرتبط با موضوع‌های اجتماعی نیز بررسی شود.

محدودیت‌های پژوهش

این پژوهش با محدودیت خاصی در اجرا مواجه

از ماهیت داوطلبانه گزارشگری پایداری پیشنهاد شده به‌وسیله سازمان گزارشگری جهانی باشد. به عبارت دیگر، چنانچه مدیران شرکت‌ها در عملکرد و گزارشگری پایداری بیشتر در پی تأمین نیازهای سرمایه‌گذاران باشند، احتمال عملکرد و گزارشگری گزینشی به‌وسیله شرکت‌ها به شدت افزایش می‌یابد که این موضوع با هدف اصلی گزارشگری پایداری در تضاد کامل قرار دارد.

گفتنی است که پژوهشی مشابه در مورد فرضیه‌های پژوهش حاضر انجام نشده است تا بتوان نتایج را با آن مقایسه کرد. همان‌طور که در بخش مبانی نظری نیز بیان شد، پژوهش‌های انجام شده بیشتر به بررسی سودمندی توصیه‌های تحلیل‌گران سرمایه‌گذاری، کیفیت افشای زیست‌محیطی شرکت‌ها و یا ارائه الگوهای کلی برای افشای زیست‌محیطی بر اساس نظر خبرگان پرداخته‌اند که به دلایلی از قبیل محدودیت‌های اطلاعاتی، نبود الزامات قانونی و یا نبود مشابهت در مؤلفه‌های مورد بررسی، نتایج متفاوت را نشان داده است. در این پژوهش با در نظر گرفتن موارد بالا و با بهره‌گیری از استانداردهای سازمان گزارشگری جهانی تلاش شد تا ابعادی جدید در این حوزه مورد شناخت و بررسی قرار گیرد.

پیشنهاد کاربردی

با عنایت به اهمیت مقوله پایداری و نقش شرکت‌ها در این زمینه و هم‌چنین، با در نظر گرفتن نتایج به دست آمده در این پژوهش که حاکی از توجه‌نکردن مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری به برخی از استانداردهای زیست‌محیطی بوده است، پیشنهاد می‌شود که تدابیری

می کنند و لذا تعمیم یافته ها و یا ارائه پیشنهادها
کاربردی در مورد تغییر و یا اصلاح رویه جاری سازمان
گزارشگری جهانی به دلیل دسترسی نداشتن به نظرات
مدیران صندوق های سرمایه گذاری در سایر کشورها با
محدودیت مواجه است.

نبوده است اما باید توجه داشت که موضوع پژوهش
حاضر بررسی اهمیت، اولویت و دلیل توجه به اطلاعات
زیست محیطی از منظر مدیران صندوق های
سرمایه گذاری بوده است که در چارچوب شرایط
فرهنگی، اجتماعی، مقرراتی و غیره کشور ایران فعالیت

References

- 1 Chang, Y.; Chen, T. H.; Chou, H.; and Y. F. Shen (2014). "Corporate Social Responsibility and Analyst's Recommendation", *International Review of Accounting, Banking & Finance*, Vol. 6, No. 2, pp. 1-42.
- 2 Lu, W. (2016). "An Exploration of the Associations among Corporate Sustainability Performance, Corporate Governance, and Corporate Financial Performance", *Ph.D. Thesis in Philosophy, University of Texas*, Available at: https://rc.library.uta.edu/uta-ir/bitstream/handle/10106/25557/Lu_uta_2502D_12405.pdf?sequence=1&isAllowed=y[Online] [26 October 2018]
- 3 Rebello, M. and K. D. Wei (2014). "A Glimpse behind a Closed Door: The Long-Term Investment Value of Buy-Side Research and Its Effect on Fund Trades and Performance", *Journal of Accounting Research*, Vol. 52, No. 3, pp. 775-815.
- 4 Frey, S. and P. Herbst (2014). "The Influence of Analysts on Mutual Fund Trading", *Journal of Banking and Finance*, Vol. 49, pp. 442-458.
- 5 Brown, L. D.; Call, A. C.; Clement, M. B.; and N. Y. Sharp (2015). "Inside the "Black Box" of Sell-Side Financial Analysts", *Journal of Accounting Research*, Vol. 53, No. 1, pp. 1-47.
- 6 Brown, L. D.; Call, A. C.; Clement, M. B.; and N. Y. Sharp (2014). "Skin in the Game: The Inputs and Incentives that Shape Buy-Side Analysts' Stock Recommendations", Available at: https://www.bostoncollege.org/content/dam/files/schools/csom_sites/accounting/Call%20Paper.pdf. [Online] [06 November 2018]
- 7 Brown, L. D.; Call, A. C.; Clement, M. B.; and N. Y. Sharp (2016). "The Activities of Buy-Side Analysts and the Determinants of their Stock Recommendations", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 62, No. 1, pp. 139-156.
- 8 European Commission (2011). "A Renewed EU Strategy 2011e14 for Corporate Social Responsibility", Brussels, Available at: [http://www.europarl.europa.eu/meetdocs/2009_2014/documents/com/com_com\(2011\)0681_/com_com\(2011\)0681_en.pdf](http://www.europarl.europa.eu/meetdocs/2009_2014/documents/com/com_com(2011)0681_/com_com(2011)0681_en.pdf). [Online] [26 October 2018]
- 9 International Organization for Standardization (2010). "ISO 26000-Guidance on Social Responsibility", Geneva, Available at: <https://www.iso.org/obp/ui/#iso:std:iso:26000:ed-1:vl:en>. [Online] [26 October 2018]
- 10 Hahn, R. and M. Kühnen (2013). "Determinants of Sustainability Reporting: A Review of Results,

- Trends, Theory, and Opportunities in an Expanding Field of Research”, *Journal of Cleaner Production*, Vol. 59, pp. 5-21.
- 11 Lozano, R. and D. Huisingh (2011). “Inter-Linking Issues and Dimensions in Sustainability Reporting”, *Journal of Cleaner Production*, Vol.19, No. 2, pp. 99-107.
- 12 Global Reporting Initiative (2016). “Sustainability Reporting Standards”, Available at: <https://www.globalreporting.org/standards>. [Online] [26 October 2018]
- 13 Bernardi, C.; and A. Stark (2018). “Environmental, Social and Governance Disclosure, Integrated Reporting, and the Accuracy of Analyst Forecasts”, *The British Accounting Review*, Vol. 50, No. 1, pp.16-31.
- 14 Luo, X.; Wang, H.; Raithel, S.; and Q. Zheng (2015). “Corporate Social Performance, Analyst Stock Recommendations, and Firm Future Returns”, *Strategic Management Journal*, Vol. 36, No. 1, pp. 123-136.
- 15 Waddock, S. A. and S. B. Graves (1997). “The Corporate Social Performance-Financial Performance Link”, *Strategic Management Journal*, Vol. 18, No. 4, pp. 303-319.
- 16 Starks, L. T. (2009). “EFA Keynote Speech: Corporate Governance and Corporate Social Responsibility: What do Investors Care About? What Should Investors Care About?”, *Financial Review*, Vol. 44, No. 4, pp. 461-468.
- 17 Jung, M. J.; Wong, M. F.; and X. F. Zhang (2018). “Buy-Side Analysts and Earnings Conference Calls”, *Journal of Accounting Research*, Vol. 56, No. 3, pp. 913-952.
- 18 Call, A. C.; Sharp, N. Y.; and T. Shohfi (2017). “Implications of Buy-Side Analysts’ Participation in Public Earnings Conference Calls”, *Working Paper*, Available at: https://acfr.aut.ac.nz/_data/assets/pdf_file/0018/105525/90978-SSRN-id2731930-8.pdf. [Online] [26 October 2018]
- 19 Gallego-Álvarez, I.; Lozano, M. B.; and M. Rodríguez-Rosa (2018). “An Analysis of the Environmental Information in International Companies According to the New GRI Standards”, *Journal of Cleaner Production*, Vol. 182, pp. 57-66.
- 20 Bozorg Asl, M. and S. Ahmadi (2013). “Investors’ Reaction to Types of Corporation Social Responsibility”, *Journal of Empirical Research in Accounting*, Vol. 2, No. 3, pp. 101-117. [In Persian]
- 21 Hasas Yeganeh, Y. and G. Barzegar (2013). “Presenting the Components and Indicators of Corporate Social Responsibility and their Current Status in Iran”, *Journal of Socio-Cultural Development Studies*, Vol. 2, No. 1, pp. 209-234. [In Persian]
- 22 Fakhari, H.; Malekian, E.; and M. Jafaei Rahni (2018). “Defining and Ranking Components and Indicators of Environmental, Social and Corporate Governance Reporting by Analytic Hierarchy Process in the Companies Listed on the Stock Exchange”, *Journal of Value and Behavioral Accounting*, Vol. 2, No. 4, pp. 153-187. [In Persian]
- 23 Taghizadeh Khaneghah, V. and M. Zeynali (2017). “Investigating the Effect of Corporate Social Responsibility on the Investment Efficiency and Innovation”, *Journal of Health Accounting*, Vol. 5, No. 2, pp. 1-27. [In Persian]
- 24 Khozein, A.; Talebnia, Gh.; Garkaz, M.; and B. Bani Mahd (2017). “Investigating the Level of Environmental Financial Reporting

- Development in the Companies Listed on the Tehran Stock Exchange”, *Journal of Health Accounting*, Vol. 5, No. 2, pp. 28-46. [In Persain]
- 25 Sepasi, S. and M. Esmaili Kejani (2015). “Green Accounting: A Model for Environmental Disclosure”, *Journal of Health Accounting*, Vol. 4, No. 1, pp. 1-19. [In Persain]
- 26 Shamsaei, M. (2007). “International Economic Law and the Principle of Sustainable Development”, *Law & Politics Research Journal*, Vol. 8, No. 19, pp. 7-25. [In Persain]
- 27 Curtin, R.; Presser, S.; and E. Singer (2000). “The Effects of Response Rate Changes on the Index of Consumer Sentiment”, *Public Opinion Quarterly*, Vol. 64, No. 4, pp. 413-428.
- 28 Ionascu, M. and I. Ionascu (2012). “The Use of Accounting Information by Financial Analysts in Emergent Markets: The Case of Romania”, *Accounting and Management Information Systems*, Vol. 11, No. 2, pp. 174-186.

پیوست

فهرست صندوق‌های سرمایه‌گذاری

ردیف	نام صندوق سرمایه‌گذاری	ردیف	نام صندوق سرمایه‌گذاری	ردیف	نام صندوق سرمایه‌گذاری
۱	حافظ	۲۳	آرمان شهر	۴۵	آتیه ملت
۲	خوارزمی ۱	۲۴	افق مشترک	۴۶	بانک ایران زمین
۳	خوارزمی ۲	۲۵	رفاه کودک	۴۷	امید ایرانیان
۴	خوارزمی ۳	۲۶	سپهر آتی	۴۸	آپادانا
۵	نیکی گستران	۲۷	گنجینه رفاه	۴۹	پیشرو
۶	اعتماد ملل	۲۸	یکم سهام گستران شرق	۵۰	بانک صادرات
۷	گسترش فردای ایرانیان	۲۹	سپهر تدبیرگران	۵۱	ایتام برکت
۸	گنجینه مهر	۳۰	ندای امید	۵۲	آتیه نوین ۱
۹	پست بانک ایران	۳۱	اعتماد آفرین پارسیان	۵۳	آتیه نوین ۲
۱۰	تجربه ایرانیان	۳۲	پردیس	۵۴	آتیه نوین ۳
۱۱	میراث ماندگار پاسارگاد	۳۳	نگین رفاه	۵۵	آتیه نوین ۴
۱۲	آتیه ملت	۳۴	مشترک یکم سامان	۵۶	اندوخته ملت
۱۳	نگین سامان	۳۵	امید انصار	۵۷	میراث ماندگار پاسارگاد
۱۴	لوتوس رویان	۳۶	آگاه	۵۸	مشترک پویا
۱۵	کارآفرینان برتر آینده	۳۷	کاردان ۱	۵۹	درمان زنجیره امید
۱۶	آرمان کارآفرین	۳۸	کاردان ۲	۶۰	کاردان
۱۷	مشترک یکم سامان	۳۹	فیروزه آسیا ۱	۶۱	فیروزه آسیا
۱۸	مشترک یکم سامان	۴۰	فیروزه آسیا ۲	۶۲	اندوخته پایدار سپهر
۱۹	یکم آوید	۴۱	آگاه ۱	۶۳	توسعه ملی
۲۰	امید انصار	۴۲	آگاه ۲	۶۴	سپهر کاریزما
۲۱	امید توسعه	۴۳	امید ایرانیان		
۲۲	بانک تجارت	۴۴	مبین سرمایه		