

**Financial Performance and Corporate Value: The Role of Sustainability Information Disclosure**

**Hossein Jafarijam\***

MS. in Accounting, Faculty of Economics and Management, University of Sistan and Baluchistan (Corresponding Author) .Hjj.accountant@pgs.usb.ac.ir

**Mohsen Dahmardeghaleno**

MS. in Accounting, Faculty of Management, Qom University,  
f\_aliasgary@yahoo.com

**Hamid Zarei**

MS. in Accounting, Faculty of Economics and Management, The Auditor of Supreme Audit Court of Fars Province, University of Sistan and Baluchistan  
HamidZarei@pgs.usb.ac.ir

**Abstract**

**Purpose:** Nowadays sustainability represents a crucial issue for huge firms worldwide, and current paper is typically a pioneering study which provides empirical evidence of the impact of sustainability information disclosure on financial performance and corporate value. Based on resource-based View (RBV) and stakeholder theories, there is a positive relationship between sustainability information disclosures with financial performance and corporate value. Indeed, in stakeholder's theory, satisfying the requirements of stakeholders (environmental and social) may improve the firm's financial performance and value.

**Methods:** The paper has been carried out in the Iranian context, thus sustainability information disclosures are evaluated through content analysis of the board of directors' reports employing direct observation method.

**Results:** Following examining the information of 140 firms during the period 2010-2016 (840 observations), the desired findings scientifically show that according to the theoretical foundations in this academic field, the disclosures of sustainability information naturally has a significant and direct relationship with the financial performance and corporate value.

**Conclusions:** Progressively increasing the proper disclosure of corporate sustainability information leads to improved financial performance and value.

**Contribution:** The study may encourage managers to develop effective corporate policies reasonably related to the disclosure of sustainability information to improve financial performance and corporate value.

**Keywords:** Corporate Value, Financial Performance, Sustainability Information Disclosure.

## عملکرد مالی و ارزش شرکت‌ها: نقش افشای اطلاعات پایداری

حسین جعفری جم\*

کارشناس ارشد حسابداری، دانشکده اقتصاد و مدیریت، دانشگاه سیستان و بلوچستان (نویسنده مسئول)  
Hjj.accountant@pgs.usb.ac.ir

فائزه علی عسکری

کارشناس ارشد حسابداری، دانشکده مدیریت، دانشگاه قم  
f\_aliasgary@yahoo.com

حمید زارعی

کارشناس ارشد حسابداری، دانشکده اقتصاد و مدیریت، دانشگاه سیستان و بلوچستان،  
HamidZarei@pgs.usb.ac.ir

### چکیده

**هدف:** پایداری یک موضوع بسیار مهم برای شرکت‌های بزرگ جهان امروز بوده و پژوهش حاضر از مطالعات پیشگامی است که شواهدی در مورد تأثیر افشای اطلاعات پایداری بر عملکرد مالی و ارزش شرکت‌ها فراهم می‌سازد. بر مبنای نظریه دیدگاه مبتنی بر منابع و نظریه ذینفعان انتظار رابطه‌ای مثبت بین افشای اطلاعات پایداری با عملکرد مالی و ارزش شرکت‌ها وجود دارد. در نظریه ذینفعان، رعایت الزامات ذینفعان (زیست‌محیطی و اجتماعی) موجب بهبود عملکرد مالی و ارزش شرکت می‌شود.

**روش:** پژوهش حاضر در فضای خاص پژوهشی ایران صورت گرفته است، به طوری که با استفاده از روش مشاهده مستقیم، سطح افشای اطلاعات پایداری از طریق تحلیل محتوای گزارش‌های هیئت‌مدیره شرکت‌های بورسی مورد ارزیابی و تحلیل قرار گرفته است.

**یافته‌ها:** پس از آزمون اطلاعات ۱۴۰ شرکت در دوره زمانی ۱۳۹۰ الی ۱۳۹۵ (۸۴۰ مشاهده)، یافته‌های پژوهش نشان داد که افشای اطلاعات پایداری با عملکرد مالی و ارزش شرکت‌ها دارای روابط معنادار و مستقیمی است.

**نتیجه‌گیری:** مطابق با مبانی نظری، نتایج پژوهش گویای این است که افزایش افشای اطلاعات پایداری شرکت‌ها منجر به بهبود عملکرد مالی و ارزش آن‌ها می‌گردد.

**دانش‌افزایی:** نتایج این پژوهش به مدیران کمک می‌کند سیاست‌های مؤثر مربوط به افشای اطلاعات پایداری را در راستای بهبود عملکرد مالی و ارزش شرکت‌ها توسعه دهند.

**واژگان کلیدی:** ارزش شرکت، سطح افشای اطلاعات پایداری، عملکرد مالی شرکت.

---

\* تاریخ دریافت مقاله: ۱۳۹۷/۸/۲۹ تاریخ پذیرش نهایی: ۱۳۹۸/۴/۲۲

## ۱- مقدمه

امروزه رقابت در بازار به‌طور فزاینده‌ای در حال گسترش است و سرعت تغییرات شرکت‌ها را تحت فشار بی‌سابقه‌ای قرار داده که نه تنها به دنبال کسب موفق در حیطه فعالیت خود باشند، بلکه به دنبال حفظ آن در آینده نیز باشند (الْشَّهْی<sup>۱</sup> و همکاران، ۲۰۱۸: ۱)؛ امیر و عثمان<sup>۲</sup> (۲۰۱۲) و لورنسو<sup>۳</sup> و همکاران (۲۰۱۲) اذعان داشته‌اند پایداری در حال حاضر به موضوعی داغ و علت عمده نگرانی در سراسر جهان تبدیل گشته و توجه شرکت‌ها و سرمایه‌گذاران به سمت ضرورت گزارشگری پایداری جلب شده است (الْشَّهْی و همکاران، ۲۰۱۸: ۱). توسعه پایدار بر اساس تعریف کمیسیون جهانی محیط‌زیست و توسعه<sup>۴</sup>، موسوم به کمیسیون براتلند<sup>۵</sup> و گزارش کمیسیون سازمان ملل در زمینه محیط‌زیست و توسعه<sup>۶</sup> در سال ۱۹۸۷ به معنای توسعه‌ای است که نیازهای نسل حاضر را بدون به خطر انداختن توانایی نسل‌های آینده برای برآوردن نیازهایشان تأمین می‌کند (دهشیری، ۱۳۹۴: ۴). در همین راستا و در طول سالیان گذشته علاقه سرمایه‌گذاران به عملکرد غیرمالی شرکت‌ها به‌طور قابل توجهی افزایش یافته و در پی افزایش مقررات و رشد سطح آگاهی سهامداران، مفهوم پایداری شرکتی نیز اهمیت بیشتری پیدا کرده است. هیئت تجارت جهانی توسعه پایدار<sup>۷</sup> (۲۰۰۲)، پایداری شرکتی را به‌عنوان «تعهد تجارت و حرفه به‌منظور کمک به توسعه اقتصادی پایدار و همکاری با کارکنان، خانواده‌های آن‌ها، جامعه محلی و ابعاد بزرگ‌تر جامعه به‌منظور بهبود کیفیت زندگی آنان» تعریف نمود (مردزاده و احمدزاده، ۱۳۸۵: ۲). از این تعریف چنین برمی‌آید که امروزه رسالت سازمان‌ها و شرکت‌ها چیزی فراتر از کسب سود و افزایش ثروت سهامداران است. امروزه شرکت‌ها نه تنها باید رضایت سهامداران خود را جلب کنند، بلکه باید به سایر ذینفعان از جمله گروه‌های اجتماعی، نهادهای حامی محیط‌زیست و... توجه خاص داشته باشند (معصومی و همکاران، ۱۳۹۷: ۲). از این رو در مجموع می‌توان گفت امروزه توسعه استراتژی‌های شرکتی برای داشتن عملکرد عالی به همراه اجرای خوب آن استراتژی مقبول است و تشویق شرکت‌ها برای پذیرش مسئولیت به‌ویژه در حوزه حفاظت از محیط‌زیست و ابعاد اجتماعی فعالیت شرکت‌ها در بازارهای امروزی به‌طور فزاینده‌ای به یک اجبار تا یک انتخاب تبدیل شده است (بوسی<sup>۸</sup>، ۲۰۱۶: ۹)؛ از همین رو طراحی استراتژی تجاری پایدار به‌شدت وابسته به این است که موقعیت یک شرکت در زمینه توسعه پایداری چقدر خوب است و تا چه حد موجب متعادل‌سازی و بهبود شرایط مالی، زیست‌محیطی و انسانی می‌شود (شانک<sup>۹</sup> و همکاران، ۲۰۱۶: ۳-۴).

همچنین با توجه به اینکه مفهوم مسئولیت اجتماعی در طول چند دهه گذشته همگام با توسعه‌های اجتماعی، سیاسی و تجاری، تکامل یافته است و سازمان‌ها و شرکت‌ها به‌طور روزافزون نسبت به ضرورت و مزایای انجام رفتارهای مسئولانه آگاه شده و با به‌کارگیری این رویکرد سعی دارند تا از موجودیت‌هایی صرفاً اقتصادی به موجودیت‌هایی اجتماعی - اقتصادی

تبدیل شوند. از آنجایی که سازمان‌ها توسط گروه‌های مختلف ذینفعان مورد بررسی موشکافانه قرار می‌گیرند، عملکرد آن‌ها از نظر تأثیر بر جامعه و محیط‌زیست به‌عنوان یکی از عوامل کلیدی در ارزیابی کلی سازمان و توانایی آن برای ادامه فعالیت‌های خود به‌طور مؤثر، تلقی می‌شود. این امر به‌طور گسترده از سوی پژوهشگران مورد تأکید قرار گرفته است که در محیط کسب‌وکار پویا و پیچیده امروز، عملکرد پایداری شرکت<sup>۱۰</sup> به‌احتمال زیاد سودآوری شرکت و عملکرد کلی آن‌ها را تحت تأثیر قرار می‌دهد.

با توجه به اینکه پایداری شرکتی و تأثیر آن بر عملکرد مالی و ارزش شرکت به‌عنوان زمینه‌های مهمی برای تحقیقات در سال‌های اخیر ظهور پیدا کرده است، مطالعات مختلفی در دهه گذشته برای بررسی این رابطه انجام شده است؛ با این حال، نتایج ترکیب گردیده و بدون نتیجه قطعی بوده است. علاوه بر این، بسیاری از مطالعات قبلی در بستر کشورهای توسعه‌یافته (مانند ایالات متحده، اروپا، انگلستان، استرالیا، و غیره) انجام شده و در محیط فعالیت ایران تاکنون پژوهش‌های اندکی در این حوزه صورت گرفته است. فرهانیان و دعائی (۱۳۹۲) در مطالعه‌ای با عنوان «پایداری شرکتی و ضرورت توجه به آن در بازار سرمایه ایران» اذعان می‌دارند نظر به پذیرش این مقوله در بازارهای سرمایه جهانی، معرفی و توجه به موضوع پایداری شرکتی در بازار سرمایه کشور از اهمیت خاصی برخوردار است. نکته ظریف آن است که قرابت مفهوم پایداری شرکتی با مفاهیم اقتصاد اسلامی بسیار زیاد است و برخی توجه به ابعاد پایداری شرکتی را پیاده‌سازی نکات کلیدی اقتصاد اسلامی می‌دانند. فرهانیان و دعائی (۱۳۹۲) اذعان داشتند در این راستا اصول، دستورالعمل‌ها، استانداردها، چارچوب و سیستم‌های مدیریتی گوناگونی توسعه یافته‌اند که مدیران سازمان در حرکت در مسیر پایداری و مسئولیت‌پذیری شرکت حرکت کنند. به عبارتی برقراری نظام راهبری شرکتی با هدف پایداری کسب‌وکار تعریف شده است. هدف فرهانیان و دعائی (۱۳۹۲) برانگیختن حساسیت بر موضوع پایداری شرکتی بود؛ موضوعی که در میان محققان مالی کشور تاکنون کمتر مورد مذاکره قرار گرفته است. از طرفی نیاز به ارائه گزارش‌های پایداری شرکتی برای شرکت‌های عضو بورس اوراق بهادار تهران به‌شدت احساس می‌شود. برای دستیابی به این مهم نیاز است از راهنمایی‌ها و شاخص‌های ارائه‌شده در سازمان برنامه گزارش‌دهی جهانی بهره گرفت. همچنین بهتر است مؤسسات مالی و بازارهای مالی از شاخص‌های مرتبط در کشورهای مختلف از جمله شاخص پایداری شرکتی داو جونز که شاخص‌هایی برای پایداری شرکتی در سطح جهان ارائه داده‌اند، استفاده کنند.

شرکت‌ها منافع استراتژیک بسیاری را به‌عنوان نتیجه استقرار پایداری در استراتژی اصلی خود به دست می‌آورند. مفهوم پایداری شرکتی قرابت زیادی با مفهوم مسئولیت اجتماعی شرکتی دارد و در واقع مفهومی بزرگ‌تر از آن است؛ پایداری شرکتی رویکردی است که همه مفاهیم

مسئولیت اجتماعی شرکتی و حتی مفهوم حاکمیت شرکتی را در خود جای داده است (غلامرضا کاشی، ۱۳۹۲: ۲). علی‌رغم تفاوت این دو مفهوم با یکدیگر از یکسو و انجام پژوهش‌های نسبتاً متعدد در خصوص مسئولیت اجتماعی شرکتی در محیط فعالیت کشور ایران در سال‌های اخیر از سوی دیگر، متأسفانه تاکنون پژوهش‌های بسیار اندکی توسط پژوهشگران و محققان ایرانی در خصوص مفهوم پایداری شرکتی صورت گرفته که این امر خود گواهی بر ضرورت انجام تحقیق در این حوزه است؛ بنابراین، مسئله اصلی پژوهش حاضر بررسی تأثیر افشای اطلاعات پایداری و ابعاد شش‌گانه آن بر عملکرد مالی و ارزش شرکت‌ها در محیط فعالیت ایران می‌باشد.

در ادامه قسمت دوم مقدمه‌ای در مورد افشای اطلاعات پایداری در ایران و شرایط محیطی حاکم بر آن فراهم کرده و فرضیه‌های پژوهش را تدوین می‌کند. قسمت سوم به روش‌شناسی پژوهش اشاره نموده و فرآیند نمونه‌گیری، تدوین مدل و نحوه گردآوری متغیرهای پژوهش را شامل می‌شود. قسمت چهارم، یافته‌های مربوط به آماره‌های توصیفی و آماره‌های استنباطی را ارائه می‌کند. قسمت پنجم شامل بحث و نتیجه‌گیری است.

## ۲- مبانی نظری، ادبیات و فرضیه‌ها

پیشینه تجربی در زمینه رابطه بین مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها و عملکرد مالی تاریخچه‌ای طولانی و غنی دارد. حال پس از انجام پژوهش‌های متعدد در چهار دهه گذشته، پرسشی تأمل‌برانگیز در این زمینه مطرح گشته است؛ آیا توسعه سلامت اجتماعی و بهبود عملکرد زیست‌محیطی در شرکت‌ها منجر به بهبود وضعیت اقتصادی آن‌ها شده است؟ از آنجاکه احتمال وجود انگیزه مالی در نوع رفتار شرکت‌ها تأثیرگذار است، انتظار می‌رود در اقتصاد مدرن امروز، موضع‌گیری شرکت‌ها در حوزه اخلاق تجاری را تغییر دهد. شکل‌گیری و تکامل نظریه ذینفعان (فریمن<sup>۱۱</sup>، ۱۹۸۳) و جنبه‌های خاص آن (جونز<sup>۱۲</sup>، ۱۹۹۵) زمینه‌ساز موضع‌گیری اخلاقی شرکت‌ها بوده و طرفداران مسئولیت اجتماعی معتقدند بهبود وضعیت اجتماعی و محیطی شرکت‌ها به ایجاد و تقویت روابط متقابل با کارکنان، مصرف‌کنندگان، شهرداری‌ها، فعالان محیط‌زیست و سایر شهروندان مرتبط بر پایه‌ی اعتماد کمک می‌کند؛ چراکه بهبود موضع‌گیری شرکت‌ها در زمینه زیست‌محیطی، اجتماعی و غیره موجب موفقیت بلندمدت، بهبود وضعیت مالی و درنهایت پایداری شرکت‌ها خواهد شد (بروکس و اویکونومو<sup>۱۳</sup>، ۲۰۱۷: ۳)؛ در همین راستا کشورهای نظیر چین، دانمارک، هنگ‌کنگ، برزیل، مالزی و آفریقای جنوبی افشای اطلاعات پایداری را الزامی نموده‌اند (ایانائو و سرافیم<sup>۱۴</sup>، ۲۰۱۶: ۱۰)؛ همچنین همان‌طور که نوریس و اوداریر<sup>۱۵</sup> (۲۰۰۴) بیان داشته‌اند، ایالات متحده نیز به دنبال ارائه مقرراتی الزام‌آور است که به دنبال آن شرکت‌های بزرگ تا سال ۲۰۳۰ به افشای اطلاعات پایداری بپردازند (بروکس و اویکونومو، ۲۰۱۷: ۶-۵).

با این همه و علی‌رغم توجه روزافزون به عملکرد پایداری و افشای آن، پژوهش‌های انجام‌شده در زمینه توسعه پایداری شرکتی در سرتاسر جهان همچنان نیازمند توجه بیشتر و درکی عامه‌پسند است (اندریکات<sup>۱۶</sup> و همکاران، ۲۰۱۴: ۵؛ آلهی و همکاران، ۲۰۱۸: ۲). در تحقیقات انجام‌شده در زمینه علل و انگیزه‌های افشای اطلاعات پایداری از چهار نظریه اصلی استفاده می‌گردد. نظریه ارزش‌آفرینی<sup>۱۷</sup>، نظریه کمبود منابع<sup>۱۸</sup>، نظریه دیدگاه مبتنی بر منابع<sup>۱۹</sup> و نظریه ذینفعان<sup>۲۰</sup>. در برخی پژوهش‌های صورت گرفته همچون (یو و ژائو<sup>۲۱</sup>، ۲۰۱۵؛ آکویلانی<sup>۲۲</sup> و همکاران، ۲۰۱۸) از نظریه ارزش‌آفرینی برای توصیف تأثیر مثبت افشای اطلاعات پایداری بر عملکرد شرکت و ارزش آن‌ها استفاده شده است. کمبل<sup>۲۳</sup> (۲۰۰۷) با ارائه نظریه کمبود منابع اعلام نمود هنگامی که شرکت منابع جاری مازاد داشته باشد، تمایل دارد بخشی از آن را نیز در زمینه مسائل مربوط به مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها نظیر پایداری بکار گیرد، مطابق با این نظریه، کیو<sup>۲۴</sup> و همکاران (۲۰۱۶) دریافتند شرکت‌های سودآور تمایل بیشتری به افشای اطلاعات اجتماعی و زیست‌محیطی دارند (بروکس و اویکونومو، ۲۰۱۷: ۱۲). هافر و سیرسی<sup>۲۵</sup> (۲۰۱۷) نیز بر مبنای نظریه دیدگاه مبتنی بر منابع و نظریه ذینفعان انتظار رابطه‌ای مثبت بین افشای اطلاعات پایداری با عملکرد مالی و ارزش شرکت‌ها دارند؛ زیرا نظریه دیدگاه مبتنی بر منابع بیان می‌دارد یک شرکت دارای توانایی‌های منحصربه‌فردی است و اگر از نظر استراتژیک استثمار شود، می‌تواند در بعد رقابتی مزیتی به دست آورد که منجر به عملکرد بهتر مالی خواهد شد. در نظریه ذینفعان نیز، رعایت الزامات ذینفعان (زیست‌محیطی و اجتماعی) موجب بهبود عملکرد مالی و ارزش شرکت می‌شود (چرنو و بلیر، ۲۰۱۵: ۲). سه نظریه اصلی مزبور نشان می‌دهند که شرکت‌ها باید پایدار بوده و پایداری شرکتی را در اهداف استراتژیک اصلی خود بگنجانند. شرکت‌ها ملزم هستند عملکرد پایداری خود را در یک گزارش پایداری مناسب افشا نمایند. این نظریه‌ها در درجه اول رابطه مثبت بین پایداری شرکتی با عملکرد مالی و ارزش شرکت را نشان می‌دهند. به‌طورکلی هر چهار نظریه فوق بر این مطلب تأکید دارند که در صورت اختیاری بودن افشای اطلاعات مربوط به عملکرد پایداری سازمان، مدیران تنها مایل به ارائه اطلاعاتی هستند که جنبه‌های مثبت فعالیت سازمان را نشان می‌دهد تا از این طریق بتوانند تصویری مطلوب از شرکت در اذهان عموم جامعه ترسیم نمایند؛ بنابراین لازم است افشای اطلاعات پایداری سازمان‌ها توسط مراجع ذی‌صلاح اجباری گردد (گربوچ و کلیندینست<sup>۲۶</sup>، ۲۰۱۷: ۱۶؛ میشلون<sup>۲۷</sup> و همکاران، ۲۰۱۸: ۳؛ حسین<sup>۲۸</sup> و همکاران، ۲۰۱۸: ۱؛ نو و آمران<sup>۲۹</sup>، ۲۰۱۸: ۲؛ دالماسو<sup>۳۰</sup> و همکاران، ۲۰۱۸: ۲).

از طرف دیگر بوهر<sup>۳۱</sup> (۲۰۰۲) بر این باور است افشای اطلاعات پایداری که دربردارنده محتوای قابل‌سنجش و واقعی باشد، مستلزم به‌کارگیری منابع در راستای ایجاد سازوکاری مناسب برای گردآوری، سنجش و گزارش اطلاعات مربوط است؛ از این رو طبق اصل هزینه

منفعت، شرکت‌ها در صورتی به افشای اطلاعات پایداری خواهند پرداخت که منافع آن بر هزینه‌ی آن فزونی داشته باشد. طبق این دیدگاه انتظار می‌رود شرکت‌هایی که عملکرد اجتماعی و زیست‌محیطی مطلوبی دارند، به‌صورت اختیاری به توسعه و افشای اطلاعات پایداری روی آورند؛ زیرا شرکت‌هایی که عملکرد ضعیفی در این زمینه دارند، ترجیح می‌دهند اطلاعات کمتری از فعالیت‌های پایداری خود افشا کنند (بروکس و اویکونومو، ۲۰۱۷: ۹)؛ برای نمونه لئو و تانگ<sup>۳۲</sup> (۲۰۱۴) در پژوهشی به‌طور خاص به بررسی افشای اختیاری کربن با استفاده از نمونه‌ای بین‌المللی و در قالب پروژه افشای کربن<sup>۳۳</sup> پرداختند. آن‌ها دریافتند که بین افشای اختیاری کربن و عملکرد زیست‌محیطی رابطه‌ای مثبت وجود دارد. بیش‌تر فریدمن و جاگی<sup>۳۴</sup> (۲۰۰۴) با استفاده از نمونه‌ای کوچک‌تر در ایالات‌متحده نتیجه‌ای مشابه را مشاهده نموده بودند. همچنین هدک<sup>۳۵</sup> (۲۰۰۵) بیان می‌دارد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس نسبت به سایر شرکت‌ها، تمایل بیشتری به افشای اطلاعات اجتماعی و زیست‌محیطی دارند؛ در همین راستا و طبق نتایج پژوهش فارتینر<sup>۳۶</sup> و همکاران (۲۰۱۱) از جمله دلایلی که استدلال بر رابطه‌ای مثبت بین افشای اطلاعات پایداری با عملکرد و ارزش شرکت دارد، شهرت شرکت‌های بزرگ است؛ زیرا این شرکت‌ها افشای چنین اطلاعاتی را یکی از روش‌های حفظ ارزش برند خود می‌دانند. از این‌رو علی‌رغم هزینه‌های افشا، به‌صورت اختیاری و با جزییات کامل به افشای اطلاعات پایداری مبادرت می‌ورزند؛ زیرا این شرکت‌ها بیشتر در معرض دید عموم قرار دارند.

همچنین، بر مبنای نتایج پژوهش استانی و الی<sup>۳۷</sup> (۲۰۰۸) شرکت‌هایی که بدهی بالایی دارند یا اهرم مالی آن‌ها بالاست، به‌احتمال‌زیاد توانایی کمتری برای تحمل هزینه‌های افشای اطلاعات پایداری دارند. هس و دانفی<sup>۳۸</sup> (۲۰۰۷) دریافتند به‌طور مشابه شرکت‌هایی که دارایی‌های فرسوده دارند و از فن‌آوری‌های قدیمی استفاده می‌کنند، بیشتر موجب آلودگی می‌شوند؛ بنابراین این شرکت‌ها تمایل کمتری به افشای اطلاعات پایداری دارند. برای جلوگیری از خسارات ناشی از این آلودگی‌ها، برخی کشورها الزامات سخت‌گیرانه‌ای در زمینه افشای اطلاعات پایداری دارند؛ برای نمونه در دانمارک، سوئد و نروژ شرکت‌ها باید اثرات زیست‌محیطی فعالیت خود را گزارش کنند.

در زمینه تأثیر افشای اطلاعات پایداری بر عملکرد مالی و ارزش شرکت‌ها، تاکنون پژوهش‌های تجربی متعددی در سراسر جهان و نشریات معتبر دنیا چاپ شده است. آلهی و همکاران (۲۰۱۸)، ۱۳۲ مقاله معتبر در این زمینه را مورد بررسی قرار داده‌اند؛ بیش از ۷۵ درصد از این ۱۳۲ مقاله، پس از سال ۲۰۱۲ منتشر شده‌اند. آلهی و همکاران (۲۰۱۸) بیان می‌دارند در بیش از ۸۰ درصد از مجموع این مقالات نتایج تجربی حاکی از وجود رابطه مثبت است. نتایج این پژوهش‌ها در زمینه تأثیر افشای اطلاعات پایداری بر عملکرد مالی و ارزش شرکت‌ها، احتمال وجود رابطه‌ای مثبت بین این متغیرها را قوت می‌بخشد. با توجه به اینکه از

مجموع ۱۳۲ مقاله منتشر شده در این زمینه، ۷۵ درصد آن‌ها (حدوداً ۱۰۰ مقاله) در بازه زمانی ۲۰۱۲ به بعد منتشر شده است، می‌توان گفت افشای اطلاعات پایداری و تأثیر آن بر عملکرد مالی و ارزش شرکت‌ها به‌عنوان زمینه‌های مهمی برای تحقیقات در سال‌های اخیر ظهور پیدا کرده است. از مطالعات مختلفی که در دهه گذشته به‌منظور بررسی این رابطه در محیط کشورهای گوناگون انجام شده است، مهم‌ترین آن‌ها در ادامه ذکر و بررسی شده‌اند.

مارتینز فریرو و فریاس آکوینو<sup>۳۹</sup> (۲۰۱۵) در پژوهشی به بررسی رابطه بین عملکرد پایداری شرکتی و عملکرد مالی شرکت‌ها با استفاده از ۱۹۶۰ نمونه از ۲۵ کشور دنیا بین سال‌های ۲۰۰۲ تا ۲۰۱۰ پرداختند. آن‌ها در نهایت با استفاده از پایگاه داده بین‌المللی و ارزش بازار شرکت‌ها، رابطه‌ای مثبت بین متغیرهای مستقل و وابسته پژوهش را اثبات نمودند. نتایج این پژوهش نشان‌دهنده این بود که پایداری به موضوعی فراگیر در سطح بین‌المللی تبدیل شده است. وینگارتن و لام<sup>۴۰</sup> (۲۰۱۷) به بررسی رابطه بین عملکرد پایداری با عملکرد مالی شرکت‌ها به‌واسطه نقش مدیران اجرایی در شرکت‌هایی ایالات‌متحده پرداختند. آن‌ها بیان نمودند برخی ویژگی‌های خاص این مدیران بر افشای عملکرد پایداری مؤثر بوده و موجب بهبود عملکرد مالی شرکت‌ها خواهد شد. این پژوهش مؤید نقش مهم مدیران در افشای عملکرد پایداری شرکت‌هاست. دالماسو و همکاران (۲۰۱۸) نیز در پژوهشی با عنوان نقش تعدیلی مدیریت ذینفعان و ویژگی‌های اجتماعی بر رابطه بین عملکرد زیست‌محیطی شرکت‌ها و عملکرد مالی آن‌ها، از نظریه ذینفعان، نظریه مشروعیت و داده‌های بین‌المللی استفاده نموده، سپس دریافته‌اند که اولویت‌بندی ذینفعان و تعامل مشترک میان آن‌ها موجب تعدیل رابطه بین عملکرد زیست‌محیطی و عملکرد مالی شرکت‌ها در جهت مثبت می‌شود. این پژوهش نیز بر نقش مهم نظریه ذینفعان بر عملکرد پایداری (اجتماعی و زیست‌محیطی) تأکید نموده است. همچنین بودهانوالا و بودهانوالا<sup>۴۱</sup> (۲۰۱۸) در پژوهشی با استفاده از نمونه‌ای از شرکت‌های هندی به بررسی تأثیر عملکرد پایداری شرکتی بر سودآوری و عملکرد شرکت‌ها پرداختند و رابطه مثبتی را بین عملکرد پایداری با عملکرد مالی شرکت‌ها مشاهده نمودند. آن‌ها دریافته‌اند شرکت‌هایی که استراتژی توسعه عملکرد پایداری را گسترش داده‌اند، سودآوری بیشتری داشته‌اند. این پژوهش مؤید تأثیر مثبت عملکرد پایداری بر وضعیت اقتصادی شرکت‌هاست. حسین و همکاران (۲۰۱۸) نیز در پژوهشی با استفاده از نظریه ذینفعان به بررسی رابطه بین عملکرد پایداری با عملکرد مالی ۱۰۰ شرکت آمریکایی که بهترین افشا از عملکرد پایداری را گزارش نموده بودند، با روش تحلیل محتوای گزارش‌های مدیریتی پرداختند. آن‌ها بیان داشتند برخی نتایج متناقض در رابطه بین این دو متغیر ناشی از روش‌های متفاوت سنجش عملکرد پایداری است و روش‌های سنجش مطلوب را نیز پیشنهاد دادند. در نهایت نیز رابطه مثبت بین عملکرد پایداری با عملکرد مالی را اثبات نمودند. این پژوهش نشان‌دهنده نقش تأثیرگذار



عملکرد پایداری در گزارشگری مدیریتی است. لی<sup>۴۲</sup> و همکاران (۲۰۱۸) در پژوهشی با عنوان تأثیر افشای زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبردی بر ارزش شرکت، نقش قدرت مدیرعامل را در این راستا بررسی نمودند. آن‌ها ۳۵۰ شرکت بین‌المللی را بررسی نموده و رابطه‌ای مثبت بین سطح افشای زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبردی بر ارزش شرکت مشاهده نمودند. آن‌ها همچنین اعلام نمودند قدرت بیشتر مدیرعامل، بر میزان افشا و بهبود آن مؤثر است. لانگونی و کاگیلیو<sup>۴۳</sup> (۲۰۱۸) در مطالعه‌ای به بررسی رابطه بین میزان افشای عملکرد زیست‌محیطی با عملکرد مالی با تأکید بر مدیریت زنجیره تأمین سبز<sup>۴۴</sup> پرداختند. آن‌ها شواهدی را ارائه دادند که نشان‌دهنده رابطه مثبت بین افشای اطلاعات زیست‌محیطی و عملکرد مالی شرکت با تأکید بر مدیریت زنجیره تأمین سبز است. پدرسون<sup>۴۵</sup> و همکاران (۲۰۱۸) نیز در تحقیق خود به بررسی رابطه بین نوآوری تجاری، عملکرد پایداری و افزایش ارزش شرکت در صنعت مد پرداختند. آن‌ها با ۴۹۲ مدیر شرکت‌های سوئدی در این زمینه مصاحبه نموده و دریافتند شرکت‌هایی که نوآوری بیشتری دارند، تمایل بیشتری به افشای عملکرد پایداری داشته و در نهایت افزایش ارزش بالاتری نیز دارند.

در تحقیقات تجربی در ایران، خدای‌پور و شفیع‌ی همت‌آباد (۱۳۹۲) نیز در مقاله‌ای با عنوان «پایداری شرکت‌ها و اندازه‌گیری آن»، به تبیین مفهوم پایداری شرکت‌ها و معرفی شاخص پایداری داو جونز جهت اندازه‌گیری پایداری شرکتی پرداختند. عرب صالحی و همکاران (۱۳۹۲) در پژوهشی به بررسی رابطه بین مسئولیت اجتماعی و عملکرد مالی شرکت‌ها پرداختند. نتایج پژوهش مذکور نشان داد که عملکرد مالی با مسئولیت اجتماعی شرکت نسبت به مشتریان و نهادهای موجود در جامعه ارتباط دارد، ولی عملکرد مالی با مسئولیت اجتماعی شرکت نسبت به کارکنان و محیط‌زیست رابطه معناداری ندارد. همچنین معصومی (۱۳۹۳) در مطالعه خود با عنوان تأثیر سرمایه‌گذاران نهادی بر رابطه عملکرد پایداری شرکت و عدم تقارن اطلاعاتی در بورس اوراق بهادار تهران، ۸۹ شرکت را در بازه زمانی ۱۳۸۵ الی ۱۳۹۱ مورد بررسی قرار داد. وی دریافت عملکرد پایداری بر عدم تقارن اطلاعاتی شرکت تأثیر ندارد و همچنین سرمایه‌گذاران نهادی بر میزان اثر بین عملکرد پایداری و عدم تقارن اطلاعات تأثیر ندارند و از دلایل احتمالی آن می‌توان به نو بودن مفهوم پایداری در ایران و شرایط خاص اقتصادی و سیاسی ایران به دلیل وجود تحریم‌های بین‌المللی و ناپایداری نرخ ارز اشاره نمود. معصومی و همکاران (۱۳۹۷) در تحقیقی به شناسایی متغیرهای مؤثر بر میزان گزارشگری پایداری شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج آزمون فرضیه‌ها بیانگر این بود که متغیرهای اندازه شرکت، نقدینگی، سهامداران نهادی و دوگانگی وظایف مدیرعامل بر میزان گزارشگری پایداری شرکت‌ها تأثیر معناداری دارند. همچنین سه متغیر عمر شرکت، دارایی نامشهود و استقلال هیئت‌مدیره بر میزان گزارشگری پایداری شرکت‌ها تأثیر

معناداری ندارند. رفیعی شهرکی (۱۳۹۷) در مطالعه خود به ارزیابی تأثیر عملکرد پایداری شرکت بر مازاد بازده سهام و سودآوری شرکت‌های تولیدکننده سیمان در بورس اوراق بهادار تهران پرداخت. نتایج حاصل از برآورد مدل اصلی اول این پژوهش نشان داد عملکرد پایداری شرکت، دارای اثر معنی‌دار و معکوس بر مازاد بازده سهام می‌باشد. همچنین تأثیر افشای اطلاعات در سطح عملکرد اجتماعی - اقتصادی شرکت بر مازاد بازده سهام معنادار و معکوس است. در رابطه با مدل اصلی و فرعی دوم تأثیر متغیرهای مستقل بر روی نرخ بازده دارایی فاقد معناداری آماری بوده است.

همان‌طور که ملاحظه گردید، علی‌رغم اینکه در سال‌های گذشته پژوهش‌های متعددی در زمینه افشای اطلاعات ناشی از عملکرد پایداری و تأثیر آن بر عملکرد مالی و ارزش شرکت‌ها در بازارهای گوناگون دنیا انجام شده است، لیکن تاکنون پژوهش قابل‌توجهی برای بررسی رابطه میان افشای اطلاعات پایداری و ابعاد آن با عملکرد مالی و ارزش شرکت‌ها در کشور ایران انجام نشده است، از این‌رو پژوهش حاضر می‌تواند مشارکتی مناسب در راستای بهبود پیشینه حاضر تلقی گردد.

فرضیه‌های پژوهش: بر اساس استدلال‌های نظری و مروری بر مطالعات گذشته، دو فرضیه اصلی و دو فرضیه فرعی زیر تدوین شده است:

- فرضیه اصلی اول: افشای اطلاعات پایداری بر عملکرد مالی شرکت تأثیر مستقیم دارد.
- فرضیه فرعی اول: ابعاد شش‌گانه افشای اطلاعات پایداری بر عملکرد مالی شرکت تأثیر مستقیم دارد.
- فرضیه اصلی دوم: افشای اطلاعات پایداری بر ارزش شرکت تأثیر مستقیم دارد.
- فرضیه فرعی دوم: ابعاد شش‌گانه افشای اطلاعات پایداری بر ارزش شرکت تأثیر مستقیم دارد.

### ۳- روش تحقیق

#### ۳-۱. جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری این تحقیق کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۵ است. در این تحقیق با به‌کارگیری روش مشاهده مستقیم، از رویکرد تحلیل محتوای گزارش‌های هیئت‌مدیره شرکت‌ها استفاده شده است. بدین معنی که در این تحقیق برای جمع‌آوری مبانی نظری و ادبیات تحقیق از منابع کتابخانه‌ای و برای تجزیه و تحلیل داده‌ها از صورت‌های مالی و گزارش فعالیت هیئت‌مدیره شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران به همراه نرم‌افزار ره‌آورد نوین استفاده شده است. نگاره (۱)

فرآیند انتخاب نمونه را توضیح داده و نمونه نهایی تحقیق شامل ۸۴۰ سال-شرکت مشاهده می‌باشد.

نگاره (۱): فرآیند انتخاب نمونه تحقیق

تعداد مشاهدات	
۱,۹۳۸	مشاهدات اولیه در دسترس برای دوره زمانی (۱۳۹۰ تا ۱۳۹۵)
۲۱۰	۱ حداقل از ابتدای سال مالی ۱۳۹۰ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده نباشند.
۳۲۴	۲ سال مالی آن‌ها منتهی به پایان اسفندماه نبوده و تغییر سال مالی داشته باشند.
۳۱۸	۳ جزء بانک‌ها و مؤسسات مالی، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه‌گری مالی، شرکت‌های هلدینگ و مؤسسات بیمه که ساختار گزارشگری جداگانه‌ای دارند، باشند.
۲۴۶	۴ اطلاعات آن‌ها در دسترس نباشد و وقفه‌ی معاملاتی داشته باشند.
۸۴۰	تعداد مشاهدات در تجزیه و تحلیل نهایی

### ۳-۲. تدوین مدل‌های آزمون فرضیه‌ها

در تحقیق حاضر جهت آزمون فرضیه‌های اصلی تحقیق برگرفته از نتایج پژوهش‌های (یو و ژائو، ۲۰۱۵؛ دلماس<sup>۴۶</sup> و همکاران، ۲۰۱۵؛ حسین و همکاران، ۲۰۱۸)، از مدل رگرسیونی ذیل استفاده خواهد شد:

$$ROA_{i,t} / PM_{i,t} / Q_{i,t} = \alpha_0 + b_1.CSP_{i,t} + b_2.SIZE_{i,t} + b_3.LEV_{i,t} + b_4.Growth_{i,t} + b_5.FCF_{i,t} + \sum_t DYEAR + \sum_j DFIRM + \varepsilon_{it} \quad (۱)$$

که در آن:

در تحقیق حاضر جهت سنجش عملکرد مالی شرکت به‌عنوان متغیر وابسته از دو شاخص نرخ بازده دارایی‌ها (ROA) و حاشیه سود خالص (PM) و جهت سنجش ارزش شرکت به‌عنوان دیگر متغیر وابسته تحقیق از شاخص کیوتوبین (Q) استفاده شده است. به این دلیل از شاخص‌های حسابداری استفاده می‌گردد که اطلاعات حسابداری حساس‌تری شده قابل اعتمادتر و معتبرتر بوده و کمتر احتمال دارد که در مقایسه با شاخص‌های مبتنی بر بازار همانند بازده سهام، قیمت سهام، حجم مبادلات سهام و غیره تحت تأثیر نوسانات بازار قرار گیرد.

$ROA_{i,t}$ : معرف نرخ بازده دارایی‌ها بوده که نشان‌دهنده توانایی مدیریت در استفاده کارا از دارایی‌ها است. این متغیر بیشتر بر روی بازدهی بخش عملیات متمرکز بوده و از طریق تقسیم سود قبل از کسر مالیات بر مجموع دارایی‌ها به دست می‌آید (واداک و گریوز<sup>۴۷</sup>، ۱۹۹۷، ۱۸؛ گالگو آوارز<sup>۴۸</sup>، ۲۰۱۴: ۷ و دلماس و همکاران، ۲۰۱۵: ۱۰).

$PM_{i,t}$ : معرف حاشیه سود خالص بوده و در حقیقت همان نرخ بازده فروش (ROS)<sup>۴۹</sup> است که به‌عنوان یکی از نسبت‌های سودآوری از طریق تقسیم کردن سود خالص به کل فروش در پایان

سال مالی t محاسبه می‌شود (واداک و گریوز، ۱۹۹۷، ۱۸؛ آلتوارجی<sup>۵۰</sup> و همکاران، ۲۰۰۴: ۱۰).

$Q_{i,t}$ : معرف ارزش شرکت بوده و جهت سنجش آن از شاخص کیوتبین (مدل ساده) استفاده گردیده که بر اساس رابطه (۲) محاسبه می‌گردد (ایانائو و سرافیم، ۲۰۱۶: ۲۱؛ حسین و همکاران، ۲۰۱۸: ۵ و دلماس و همکاران، ۲۰۱۵: ۱۰).

$$(۲) \quad Q_{i,t} = \frac{Vocsiloy_{i,t} + Emvopsiloy_{i,t} + Bvtililoy_{i,t} + Bvcliloy_{i,t}}{Bvtailoy_{i,t}}$$

که در آن:

Vocsiloy: ارزش بازار سهام عادی در پایان سال

Emvopsiloy: ارزش بازار سهام ممتاز در پایان سال

Bvtililoy: ارزش دفتری بدهی‌های بلندمدت در پایان سال

Bvcliloy: ارزش دفتری بدهی‌های جاری در پایان سال

Bvtailoy: ارزش دفتری کل دارایی‌ها در پایان سال

$CSP_{i,t}$ : متغیر مستقل تحقیق حاضر، سطح افشای اطلاعات پایداری شرکت‌هاست. رویکردهای مختلفی برای توسعه برنامه امتیازبندی به منظور تعیین سطح افشا گزارش‌های سالانه وجود دارد. در میان رویکردهای مختلف، رویکرد شاخص افشا غیر وزنی به دلیل استفاده در پژوهش‌های گوناگون برای اندازه‌گیری وسعت افشای اطلاعات پایداری مورد استفاده قرار گرفت (رف<sup>۵۱</sup>، ۲۰۱۱: ۵؛ مارتینز فریرو و همکاران، ۲۰۱۵: ۹). به منظور ساخت شاخص افشای اطلاعات پایداری در مرحله اول، فهرست جامعی از موضوعات مرتبط با عملکرد پایداری که انتظار می‌رفت در گزارش‌های سالانه شرکت‌ها افشا شود؛ شامل موضوعات مالی و غیرمالی که ممکن است به تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران مربوط باشد، شناسایی گردید. موضوعات اولیه اطلاعات پایداری که در شاخص افشا لحاظ شده از پژوهش‌های (جاو<sup>۵۲</sup> و همکاران، ۲۰۰۵: ۵؛ آریبی<sup>۵۳</sup> و جاو، ۲۰۱۰: ۹-۱۰) انتخاب شدند. با توجه به نتایج مطالعات قبلی (دلماس و همکاران، ۲۰۱۵ و حسین و همکاران، ۲۰۱۸) ابتدا ۳۹ فاکتور انتخاب شد و با در نظر گرفتن شرایط زیست‌محیطی، اجتماعی، اقتصادی و سیاسی ایران در نهایت به ۳۱ فاکتور کاهش یافت. ۸ فاکتور به دلیل اینکه در شرکت‌های ایرانی کاربرد کمی داشتند، حذف شد. اقلام افشاشده به ۶ بخش زیست‌محیطی، محصولات و خدمات، منابع انسانی، مشتریان، اجتماعی و انرژی تقسیم‌بندی شد. زیربخش‌های هر یک از بخش‌های فوق به شرح زیر است (طالب‌نیا و همکاران، ۱۳۹۱؛ رحمانی و همکاران، ۱۳۹۳؛ مران‌جوی و علی‌خانی، ۱۳۹۳؛ اکبری و همکاران، ۱۳۹۵):

۱- زیست‌محیطی: کنترل آلودگی، جلوگیری از خسارات زیست‌محیطی، بازیافت یا جلوگیری از ضایعات، تحقیق و توسعه، سیاست زیست‌محیطی، سرمایه‌گذاری در پروژه‌های زیست‌محیطی و سایر موارد مرتبط با عنوان مسائل محیطی.

۲- محصولات و خدمات: توسعه محصول/ سهم بازار، کیفیت محصول ISO، ایمنی و سلامت محصول، توقف تولید و سایر موارد مرتبط با عنوان محصولات و خدمات.

۳- منابع انسانی: تعداد کارکنان، حقوق ماهانه/پاداش نقدی و مزایا، بازنشستگی و مزایای پایان خدمت، سلامتی و ایمنی در محیط کار، برنامه‌های آموزش و توسعه کارکنان، ورزشی و رفاهی، وام با بیمه کارمندان، روحیه و ارتباطات کارمندان و سایر موارد مرتبط با عنوان منابع انسانی.

۴- مشتریان: سلامتی مشتریان، شکایات/رضایتمندی مشتریان، سیاست پرداخت دیرتر برای مشتریان خاص، تدارک تسهیلات و خدمات پس از فروش، پاسخگویی به نیاز مشتریان، سایر موارد مرتبط با عنوان مشتریان.

۵- اجتماعی: سرمایه‌گذاری اجتماعی، حمایت از فعالیت‌های جامعه، هدایا و خدمات خیریه، اقدامات قانونی/دعای قضائی، فعالیت‌های مذهبی فرهنگی و سایر موارد مرتبط با عنوان مسئولیت‌های جامعه.

۶- انرژی: حفظ و صرفه‌جویی در انرژی، توسعه و اکتشاف منابع جدید، استفاده از منابع جدید، سایر موارد مرتبط با عنوان انرژی.

زیر بخش‌های موضوعات فوق از صورت‌های مالی حسابرسی شده پایان سال، یادداشت‌های همراه و گزارش فعالیت هیئت‌مدیره به مجمع استخراج گردید. یک شاخص افشا غیر وزنی نسبت تعداد اقلام افشاشده یک شرکت است که بر کل تعداد اقلامی که شرکت می‌توانست افشا کند تقسیم شده است. تحت شاخص افشا غیر وزنی، همه اقلام اطلاعاتی که در شاخص مطرح شده است برای استفاده‌کنندگان اهمیت مساوی دارد و هیچ اولییتی به گروه استفاده‌کننده خاصی داده نمی‌شود. در این شاخص افشا، اقلام منحصر به فرد به عنوان یک متغیر مجازی در نظر گرفته می‌شود. با بررسی اینکه یک شرکت یک قلم اطلاعات پایداری را در گزارش‌های سالانه‌اش افشا کرده یا خیر. اگر یک شرکت یک قلم اطلاعات پایداری را در گزارش‌های سالانه‌اش افشا کند (بدون توجه به تعداد و نوع آن که ممکن است جمله، تصویر یا نمودار باشد) به آن امتیاز یک و اگر افشا نکرد صفر داده می‌شود. مدل افشای غیر وزنی برای محاسبه امتیاز افشا برای هر شرکت به صورت زیر بیان می‌شود. فرمول زیر در پژوهش‌های (دل‌ماس و همکاران، ۲۰۱۵: ۱۱ و حسین و همکاران، ۲۰۱۸: ۵) نیز استفاده گردیده است.

$$Dcor = \sum_{j=1}^n \frac{d_j}{n} \quad (3)$$

که در آن:

Dcor: امتیاز افشا یک شرکت.

$d_j$ : مجموع ارزش تعداد اقلام افشاشده یک شرکت.

n: حداکثر امتیازی که یک شرکت می‌توانست کسب کند (۳۱ فاکتور موجود در چک‌لیست نهایی افشا).

در تحقیق حاضر از شش متغیر کنترلی نیز استفاده گردیده که به شرح ذیل می‌باشند.

$SIZE_{i,t}$ : معرف اندازه شرکت بوده و برابر است با لگاریتم طبیعی ارزش دفتری مجموع دارایی‌ها که در پایان سال مالی  $t$  محاسبه می‌شود (دلماش و همکاران، ۲۰۱۵: ۱۱).

$LEV_{i,t}$ : معرف اهرم مالی بوده که از حاصل تقسیم ارزش دفتری مجموع بدهی‌ها بر ارزش دفتری مجموع دارایی‌ها در پایان سال مالی  $t$  محاسبه می‌شود (دلماش و همکاران، ۲۰۱۵: ۱۱).

$Growth_{i,t}$ : معرف نرخ رشد فروش شرکت بوده و برابر است با میانگین رشد فروش شرکت  $i$  برای سه سال قبل (دلماش و همکاران، ۲۰۱۵: ۱۱).

$FCF_{i,t}$ : برابر است با جریان‌های نقد آزاد شرکت  $i$  در سال  $t$ . برای محاسبه جریان نقد آزاد از مدل لهن و پولسن<sup>۵۴</sup> (۱۹۸۹: ۷؛ به نقل از کونو و ایتو<sup>۵۵</sup>، ۲۰۱۸: ۵) استفاده خواهد شد که بر اساس این مدل، جریان‌های نقد آزاد از سود عملیاتی قبل از استهلاک و به کسر مجموع مالیات‌ها، به اضافه هزینه بهره و سود تقسیمی پرداختی به دست می‌آید و با تقسیم بر مجموع دارایی‌ها استاندارد می‌گردد و از طریق رابطه (۴) محاسبه می‌گردد.

$$(۴) \quad FCF = (INC - TAX - INTEXP - PSDIV - CSDIV) / ASSET$$

که در آن:

FCF: جریان‌های نقد آزاد

INC: سود عملیاتی قبل از کسر هزینه استهلاک

TAX: مالیات بر درآمد

INTEXP: هزینه بهره

PSDIV: سود پرداختی به سهامداران ممتاز

CSDIV: سود پرداختی به سهامداران عادی

ASSET: جمع ارزش دفتری دارایی‌ها

$\sum_t DYEAR$ : یک متغیر کنترلی است که با مقدار یک و صفر نشان داده می‌شود. این متغیر به منظور کنترل اثر تغییرات در طول زمان بر متغیر وابسته انتخاب شده است.

$\sum_j DFIRM$ : یک متغیر کنترلی است که با مقدار یک و صفر نشان داده می‌شود. این متغیر به منظور کنترل اثر تغییرات شرکت‌ها بر متغیر وابسته انتخاب شده است.

همچنین جهت آزمون فرضیه‌های فرعی تحقیق با توجه به نتایج پژوهش‌های (یو و ژائو، ۲۰۱۵؛ دلماس و همکاران، ۲۰۱۵؛ حسین و همکاران، ۲۰۱۸)، از مدل رگرسیونی ذیل استفاده خواهد شد:

$$ROA_{it}/PM_{it}/Q_{it} = \alpha_0 + b_1.CSP\_EN_{it} + b_2.CSP\_PS_{it} + b_3.CSP\_HR_{it} + b_4.CSP\_C_{it} + b_5.CSP\_SO_{it} + b_6.CSP\_E_{it} + b_7.SIZE_{it} + b_8.LEV_{it} + b_9.Growth_{it} + b_{10}.FCF_{it} + \sum_t DYEAR + \sum_j DFIRM + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

که در آن:

CSP\_EN: معرف متغیر مستقل مدل رگرسیونی فوق بوده و برابر است با بعد زیست‌محیطی پایداری شرکت i در سال t که جهت سنجش آن از ۶ مؤلفه استفاده می‌گردد.

CSP\_PS: معرف متغیر مستقل مدل رگرسیونی فوق بوده و برابر است با بعد محصولات و خدمات پایداری شرکت i در سال t که جهت سنجش آن از ۳ مؤلفه استفاده می‌گردد.

CSP\_HR: معرف متغیر مستقل مدل رگرسیونی فوق بوده و برابر است با بعد منابع انسانی پایداری شرکت i در سال t که جهت سنجش آن از ۹ مؤلفه استفاده می‌گردد.

CSP\_C: معرف متغیر مستقل مدل رگرسیونی فوق بوده و برابر است با بعد مشتریان پایداری شرکت i در سال t که جهت سنجش آن از ۵ مؤلفه استفاده می‌گردد.

CSP\_SO: معرف متغیر مستقل مدل رگرسیونی فوق بوده و برابر است با بعد اجتماعی پایداری شرکت i در سال t که جهت سنجش آن از ۵ مؤلفه استفاده می‌گردد.

CSP\_E: معرف متغیر مستقل مدل رگرسیونی فوق بوده و برابر است با بعد انرژی پایداری شرکت i در سال t که جهت سنجش آن از ۳ مؤلفه استفاده می‌گردد.

سایر متغیرهای مدل‌های فوق در مدل فرضیه اصلی مورد تشریح قرار گرفته است. همچنین داده‌های موردنیاز متغیرهای فوق از طریق تحلیل محتوای گزارش‌های فعالیت هیئت‌مدیره شرکت‌ها گردآوری خواهد شد.

## ۴- یافته‌ها پژوهش

### ۴-۱. آماره‌های توصیفی

برای ارائه یک شمای کلی از ویژگی‌های مهم متغیرهای پژوهش، برخی از آماره‌های توصیفی این متغیرها شامل میانگین، میانه، دامنه تغییرات، انحراف معیار، ضریب چولگی و ضریب کشیدگی، در تابلوی الف نگاره (۲) ارائه شده است. از میان شاخص‌های مرکزی بیان شده میانگین مهم‌ترین آن‌ها محسوب می‌شود که نشان‌دهنده نقطه تعادل و مرکز ثقل توزیع است. میانگین شاخص مناسبی برای نشان دادن مرکزیت داده‌هاست. برای مثال میانگین متغیر نرخ بازده دارایی‌ها برابر با ۰/۱۱ می‌باشد که نشان می‌دهد بیشتر داده‌های مربوط به این متغیر حول این نقطه تمرکز یافته‌اند. شاخص‌های پراکندگی به‌طورکلی معیاری برای تعیین میزان پراکندگی

داده‌ها از یکدیگر یا میزان پراکندگی آن‌ها نسبت به میانگین است. از جمله مهم‌ترین شاخص‌های پراکندگی که شرط مطلوب برای واردکردن متغیر به مدل رگرسیونی می‌باشد، انحراف معیار است. همان‌طور که تابلوی الف نگاره (۲) نشان می‌دهد، انحراف معیار متغیرها صفر نبوده و حائز این شرط می‌باشند. بیشترین و کمترین مقدار این پارامتر برابر با ۱/۴۷ و ۰/۰۸ است که به ترتیب مربوط به متغیرهای اندازه شرکت و بعد مشتریان پایداری می‌باشد. علاوه بر این نتایج ستون تعداد مشاهدات تابلوی ب نگاره (۲) نشان می‌دهد شرکت‌هایی که در صنایع «خودرو و ساخت قطعات» و «مواد و محصولات دارویی» فعالیت می‌نمایند، نسبت به سایر شرکت‌های نمونه تحقیق تمایل بیشتری به افشای اطلاعات پایداری خود دارند. همچنین مطابق نتایج تابلوی ب نگاره (۲)، بیشترین و کمترین میانگین افشای اطلاعات پایداری به ترتیب مربوط به صنایع «سایر محصولات کانی غیرفلزی» و «حمل‌ونقل، انبارداری و ارتباطات» است.

نگاره (۲): آماره‌های توصیفی متغیرهای پژوهش

تابلوی الف: متغیرهای پیوسته					
متغیرها	میانگین	میانه	دامنه تغییرات	انحراف معیار	ضریب چولگی
نرخ بازده دارایی‌ها	۰/۱۱	۰/۱۰	۱/۷۹	۰/۱۵	-۰/۳۹
حاشیه سود خالص	۰/۱۴	۰/۱۲	۶/۴۸	۰/۲۹	-۴/۴۱
شاخص کیوتوبین	۱/۶۵	۱/۴۶	۴/۳۸	۰/۶۷	۱/۷۴
افشای اطلاعات پایداری	۰/۵۴	۰/۵۵	۰/۵۴	۰/۱۲	-۰/۵۹
بعد زیست‌محیطی پایداری	۰/۷۳	۰/۸۳	۱/۰۰	۰/۲۸	-۱/۸۰
بعد محصولات و خدمات پایداری	۰/۴۰	۰/۳۳	۰/۳۴	۰/۱۳	۱/۵۶
بعد منابع انسانی پایداری	۰/۶۸	۰/۶۷	۰/۵۶	۰/۱۲	-۰/۲۳
بعد مشتریان پایداری	۰/۵۸	۰/۶۰	۰/۶۰	۰/۰۸	-۴/۳۳
بعد اجتماعی پایداری	۰/۳۲	۰/۴۰	۰/۸۰	۰/۲۹	۰/۳۴
بعد انرژی پایداری	۰/۲۰	۰/۳۳	۰/۳۳	۰/۱۶	-۰/۵۰
اندازه شرکت	۱۴/۱۷	۱۳/۹۳	۸/۸۰	۱/۴۷	۰/۸۲
اهرم مالی	۰/۶۰	۰/۶۱	۲/۵۷	۰/۲۲	۱/۳۹
نرخ رشد فروش شرکت	۰/۲۱	۰/۲۰	۲/۰۲	۰/۲۱	۱/۲۲
جریان‌های نقد آزاد	۰/۰۲	۰/۰۲	۲/۱۲	۰/۱۲	-۲/۸۰

تابلوی ب: آماره‌های توصیفی متغیر افشای اطلاعات پایداری به تفکیک هر یک از صنایع

نوع صنعت	تعداد مشاهدات	میانگین	میانه	انحراف معیار	ضریب چولگی
استخراج سایر معادن	۶	۰/۵۱۶۱	۰/۵۱۶۱	۰	-----
استخراج کانه‌های فلزی	۳۰	۰/۵۴۵۱	۰/۵۴۸۳	۰/۰۸۹۳	-۰/۲۴۰۸
استخراج نفت گاز به‌جز اکتشافات	۶	۰/۵۰۵۳	۰/۵۱۶۱	۰/۰۲۶۳	-۱/۷۸۸۸
انبوه‌سازی املاک و مستغلات	۶	۰/۳۵۴۸	۰/۳۵۴۸	۰	-----
حمل‌ونقل، انبارداری و ارتباطات	۱۲	۰/۲۸۲۲	۰/۲۲۵۸	۰/۱۲۵۴	۱/۸۱۶۲
خدمات فنی و مهندسی	۶	۰/۴۸۳۸	۰/۴۸۳۸	۰	-----
خودرو و ساخت قطعات	۱۳۸	۰/۵۴۳۲	۰/۵۴۸۴	۰/۱۴۸۱	-۰/۵۹۷۹
رایانه و فعالیت‌های وابسته به آن	۱۲	۰/۳۷۱۰	۰/۳۷۱۰	۰/۰۵۰۵	-۰/۰۰۰۰



۱/۶۹۳۰	-۰/۶۱۱۸	۰/۱۱۱۱	۰/۵۱۶۱	۰/۴۸۳۸	۱۸	ساخت محصولات فلزی
۷/۲۳۱۳	-۱/۹۹۱۹	۰/۰۳۹۶	۰/۶۴۵۱	۰/۶۲۱۵	۳۰	سایر محصولات کانی غیرفلزی
۳/۳۱۸۶	-۱/۰۴۵۲	۰/۰۹۱۵	۰/۶۱۲۹	۰/۵۸۰۳	۹۶	سیمان، آهک و گچ
۱/۱۰۳۷	-۰/۰۶۲۶	۰/۰۹۴۷	۰/۶۲۹۰	۰/۶۱۵۵	۱۲	فرآورده‌های نفتی، کک و سوخت هسته‌ای
۲/۶۸۳۷	-۰/۵۱۹۶	۰/۱۰۷۴	۰/۵۸۰۶	۰/۵۶۸۲	۷۸	فلزات اساسی
۱/۳۰۴۳	۰/۰۵۲۶	۰/۰۴۸۳	۰/۵۴۸۴	۰/۵۶۹۳	۱۸	قند و شکر
۱/۲۳۹۳	۰/۲۸۹۶	۰/۰۹۷۵	۰/۴۸۳۹	۰/۵۲۸۰	۳۰	کاشی و سرامیک
-----	-----	۰	۰/۲۹۰۳	۰/۲۹۰۳	۶	کشاورزی، دامپروری و خدمات وابسته
۲/۵۶۸۷	۱/۰۰۱۸	۰/۰۸۲۹	۰/۵۱۶۱	۰/۵۳۴۴	۳۰	لاستیک و پلاستیک
۱/۹۰۴۹	-۰/۵۴۸۹	۰/۱۶۸۶	۰/۵۸۰۶	۰/۵۳۵۸	۱۸	ماشین‌آلات دستگاه‌های برقی
۲/۳۵۳۴	-۰/۴۳۹۶	۰/۰۹۹۰	۰/۵۴۸۴	۰/۵۴۶۶	۳۶	ماشین‌آلات و تجهیزات
-----	-----	۰	۰/۵۴۸۳	۰/۵۴۸۳	۶	محصولات چوبی
۳/۵۵۹۷	-۰/۴۹۳۶	۰/۰۹۱۸	۰/۵۴۸۴	۰/۵۶۰۹	۵۴	محصولات شیمیایی
۲/۲۵۱۶	-۰/۱۴۶۵	۰/۱۱۱۰	۰/۴۵۱۶	۰/۴۶۵۹	۵۴	محصولات غذایی و آشامیدنی بجز قندوشکر
۲/۵۳۹۱	-۰/۹۱۵۷	۰/۰۹۷۷	۰/۶۲۹۰	۰/۵۹۹۵	۱۲	محصولات کاغذی
۲/۱۶۶۲	۰/۳۷۸۵	۰/۰۹۳۲	۰/۵۴۸۴	۰/۵۶۶۳	۱۲۶	مواد و محصولات دارویی

منبع: یافته‌های پژوهشگر

## ۴-۲. نتایج آزمون فرضیه

در پژوهش حاضر جهت تخمین مدل‌ها از تکنیک اقتصادسنجی با رویکرد داده‌های ترکیبی، طی سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۵ استفاده شده است. بر اساس ادبیات اقتصادسنجی داده‌های ترکیبی، قبل از تخمین مدل‌ها لازم است با استفاده از آماره آزمون F لیمر<sup>۵۶</sup> همگنی داده‌ها و در نتیجه استفاده از روش تخمین داده‌های پانل مورد آزمون قرار گیرد. همچنین به منظور انتخاب روش تخمین مناسب از بین روش با اثرات ثابت و تصادفی باید از آماره آزمون هاسمن<sup>۵۷</sup> و به منظور انتخاب روش تخمین مناسب از بین روش با اثرات تصادفی و اثرات تجمیعی از آزمون ضریب لاگرانژ<sup>۵۸</sup> بروش پاگان استفاده شود.

نتایج حاصل از آزمون F لیمر، هاسمن و آزمون ضریب لاگرانژ برای مدل‌های فرضیه‌های اصلی و فرضیه‌های فرعی، در تابلوی الف نگاره (۳) ارائه شده است. نگاره (۳). نتایج حاصل از آزمون‌های پیش فرض

تابلوی الف: نتایج حاصل از آزمون F لیمر، هاسمن و ضریب لاگرانژ						
آزمون	فرضیه‌های اصلی			فرضیه‌های فرعی		
	ROA	PM	Q	ROA	PM	Q
	Prob	Prob	Prob	Prob	Prob	Prob
آزمون F لیمر	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰
آزمون هاسمن	۰/۰۰۰۰	۰/۳۶۹۸	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۱۴۴۹	۰/۰۰۰۰
آزمون ضریب لاگرانژ	-----	۰/۰۰۰۰	-----	-----	۰/۰۰۰۰	-----

تابلوی ب: نتایج حاصل از آزمون والد تعدیل‌شده، نسبت راستنمایی و وولدریج

آزمون	متغیر وابسته			فرضیه‌های اصلی			فرضیه‌های فرعی		
	ROA	PM	Q	ROA	PM	Q	ROA	PM	Q
	Prob	Prob	Prob	Prob	Prob	Prob	Prob	Prob	Prob
آزمون والد تعدیل‌شده	۰/۰۰۰۰	-----	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	-----	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	-----	۰/۰۰۰۰
آزمون نسبت راستنمایی	-----	۰/۰۰۰۰	-----	-----	۰/۰۰۰۰	-----	-----	۰/۰۰۰۰	-----
آزمون وولدریج	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۴۶	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۲	۰/۰۰۴۶	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۱	۰/۰۰۴۶	۰/۰۰۰۱

نتایج آماره آزمون F لیمر برای تمامی مدل‌ها دلالت بر معنی‌دار بودن استفاده از روش داده‌های پانل (ترکیبی) به جای روش داده‌های پولد (تلفیقی) دارد. همچنین نتایج آزمون هاسمن برای مدل‌های با متغیر وابسته نرخ بازده دارایی‌ها (ROA) و ارزش شرکت (Q) به دلیل سطح معناداری کمتر از ۵ درصد، دلالت بر معنی‌دار بودن استفاده از روش اثرات ثابت نسبت به روش با اثرات تصادفی دارد؛ در نتیجه با توجه به عدم معنی‌دار بودن استفاده از روش اثرات تصادفی در مدل‌های مذکور نیازی به انجام آزمون ضریب لاگرانژ بروش پاگان نمی‌باشد. همچنین نتایج آزمون هاسمن و آزمون ضریب لاگرانژ به منظور انتخاب روش تخمین مناسب نشان می‌دهد که برای تخمین مدل‌های با متغیر وابسته حاشیه سود خالص (PM) استفاده از روش با اثرات تصادفی نسبت به روش با اثرات ثابت، روش مناسب‌تری می‌باشد.

با توجه به اینکه در تحقیق حاضر تعداد مقاطع از دوره زمانی بیشتر است و احتمال ناهمسانی واریانس وجود دارد، می‌بایست با انجام آزمون‌های لازم از عدم وجود ناهمسانی واریانس بین جملات اخلاط اطمینان پیدا نمود. با توجه به اینکه طبق تابلوی الف نگاره (۳) برای مدل‌های با متغیر وابسته نرخ بازده دارایی‌ها (ROA) و ارزش شرکت (Q)، روش اثرات ثابت تأیید گردید، می‌بایست از آزمون والد تعدیل‌شده<sup>۵۹</sup> جهت سنجش ناهمسانی واریانس استفاده گردد و برای مدل‌های با متغیر وابسته حاشیه سود خالص (PM)، به جهت عدم تأیید روش اثرات ثابت می‌بایست از آزمون نسبت راست نمایی<sup>۶۰</sup> جهت سنجش ناهمسانی واریانس استفاده گردد. همچنین یکی از فروض مدل رگرسیون خطی این است که کوواریانس بین اجزای اخلاط در طول زمان صفر است. به عبارت دیگر فرض می‌شود که خطاها با یکدیگر همبستگی ندارند (بادآور نهدی و همکاران، ۱۳۹۳). در این پژوهش از آزمون وولدریج<sup>۶۱</sup> جهت کشف خودهمبستگی استفاده گردیده است. نتایج حاصل از آزمون‌های والد تعدیل‌شده، نسبت راست نمایی و وولدریج برای مدل‌های رگرسیونی تحقیق، در تابلوی ب نگاره (۳) ارائه شده است.

همان‌گونه که تابلوی ب نگاره (۳) نشان می‌دهد، نتایج آزمون والد تعدیل‌شده برای مدل‌های با متغیر وابسته نرخ بازده دارایی‌ها (ROA) و ارزش شرکت (Q) و نتایج آزمون نسبت راست نمایی برای مدل‌های با متغیر وابسته حاشیه سود خالص (PM)، دلالت بر وجود ناهمسانی

واریانس بین جملات اخلاص دارد. همچنین نتایج آماره آزمون وولدریج برای تمامی مدل‌های تحقیق حاکی از وجود خودهمبستگی سریالی در مدل‌ها می‌باشد. بنابراین، با توجه به نتایج به‌دست‌آمده جهت رفع ناهمسانی واریانس و خودهمبستگی سریالی در برآورد نهایی مدل‌ها از روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته<sup>۶۲</sup> می‌بایست استفاده گردد.

نتایج حاصل از تخمین مدل‌های فرضیه‌های اصلی و فرضیه‌های فرعی در نگاره (۴) ارائه شده است.

نگاره (۴): نتایج حاصل از تخمین مدل‌های فرضیه‌های اصلی و فرضیه‌های فرعی

فرضیه‌های فرعی			فرضیه‌های اصلی			متغیر وابسته متغیرهای توضیحی
Q ضریب آماره Z	PM ضریب آماره Z	ROA ضریب آماره Z	Q ضریب آماره Z	PM ضریب آماره Z	ROA ضریب آماره Z	
			۰/۳۲۵۱ ۱/۹۱*	۰/۱۷۰۴ ۳/۹۷***	۰/۰۵۹۱ ۲/۲۶**	عملکرد پایداری
-۰/۲۲۱۷ -۲/۹۰***	۰/۰۰۰۱ ۰/۰۱	-۰/۰۱۱۶ -۱/۰۱				بعد زیست‌محیطی پایداری
۰/۵۱۴۹ ۳/۱۷***	-۰/۲۷۱۲ -۵/۸۵***	-۰/۰۶۱۵ -۲/۱۹*				بعد محصولات و خدمات پایداری
۰/۰۹۹۷ ۰/۵۳	۰/۱۴۰۶ ۲/۸۱***	۰/۰۶۱۲ ۲/۷۸**				بعد منابع انسانی پایداری
۲/۲۸۹۷ ۱/۰۳	۰/۲۰۲۶ ۰/۷۳	۰/۵۸۷۲ ۳/۵۶***				بعد مشتریان پایداری
۰/۲۳۳۸ ۲/۹۹***	۰/۰۲۹۰ ۱/۳۷	۰/۰۲۸۱ ۲/۲۹**				بعد اجتماعی پایداری
۰/۱۱۰۲ ۰/۸۵	۰/۰۳۱۰ ۰/۸۵	۰/۰۰۳۱ ۰/۱۲				بعد انرژی پایداری
-۰/۳۸۵۲ -۱۱/۶۹***	۰/۰۵۳۶ ۵/۸۳***	-۰/۰۱۱۱ -۲/۳۸**	-۰/۳۹۱۴ -۱۲/۱۴***	۰/۰۵۱۱ ۵/۵۵***	-۰/۰۱۳۵ -۲/۹۵***	اندازه شرکت
۰/۲۴۱۲ ۳/۴۸***	۰/۰۴۶۸۵ -۱۸/۷۴***	-۰/۲۶۷۳ -۱۸/۹۹***	۰/۱۸۷۰ ۲/۷۲***	-۰/۴۸۲۹ -۱۹/۰۵***	-۰/۲۶۶۳ -۱۸/۹۴***	اهرم مالی
۰/۴۶۰۵ ۸/۶۴***	-۰/۰۰۵۵ -۰/۴۵	۰/۰۶۱۵ ۹/۴۷***	۰/۴۶۵۵ ۸/۸۲***	۰/۰۰۲۳ ۰/۱۹	۰/۰۶۶۵ ۱۰/۶۵***	نرخ رشد فروش شرکت
۰/۳۲۶۱ ۲/۶۱***	۰/۶۴۰۴ ۱۶/۰۴***	۰/۴۶۹۲ ۲۳/۷۵***	۰/۲۵۸۸ ۲/۱۴**	۰/۶۵۴۰ ۱۶/۴۴***	۰/۴۶۸۳ ۲۳/۵۸***	جریان‌های نقد آزاد
۵/۴۹۴۸ ۴/۱۷***	-۰/۳۵۹۱ -۲/۱۷**	۰/۱۰۵۶ ۱/۰۸	-۰/۳۷۴۲ ۱۴/۷۵***	-۰/۳۷۴۲ -۲/۷۴***	۰/۴۵۷۸ ۶/۴۷***	ضریب ثابت
۳۲۴۶/۴۹ ۰/۰۰۰***	۱۱۰۸۶/۰۶ ۰/۰۰۰***	۱۴۲۳۸/۲۰ ۰/۰۰۰***	۳۲۱۸/۰۸ ۰/۰۰۰***	۱۰۱۵۷/۸۷ ۰/۰۰۰***	۱۳۵۶۷/۰۴ ۰/۰۰۰***	آماره خی دو Wald
کنترل شد.	کنترل شد.	کنترل شد.	کنترل شد.	کنترل شد.	کنترل شد.	اثرات سال
کنترل شد.	کنترل شد.	کنترل شد.	کنترل شد.	کنترل شد.	کنترل شد.	اثرات شرکت

\* معناداری در سطح اطمینان ۹۰٪، \*\* معناداری در سطح اطمینان ۹۵٪ و \*\*\* معناداری در سطح اطمینان ۹۹٪.

همان‌گونه که نگاره (۴) نشان می‌دهد، افشای اطلاعات پایداری شرکت‌ها، به‌عنوان متغیر مستقل فرضیه‌های اصلی تحقیق، روابط معناداری با شاخص‌های عملکرد مالی و ارزش شرکت دارد که با توجه به مثبت بودن مقدار ضریب بتا برای آن، جهت این روابط نیز مستقیم است. در نتیجه با توجه به وجود ارتباط معنادار، فرضیه اصلی اول و دوم تحقیق مبنی بر تأثیر مستقیم

افشای اطلاعات پایداری بر عملکرد مالی و ارزش شرکت‌ها تأیید می‌گردد. همچنین نتایج نگاره (۴) نشان داد که از میان ابعاد پایداری شرکت‌ها:

- بعد زیست‌محیطی پایداری با توجه به سطح معناداری کمتر از ۱ درصد آماره  $Z (-۲/۹۰)$ ، ارتباط معنادار و معکوسی با شاخص کیوتوبین (Q) دارد؛

- بعد محصولات و خدمات پایداری با توجه به سطح معناداری کمتر از ۱۰ درصد آماره  $Z (-۲/۱۹)$ ، ارتباط معنادار و معکوسی با متغیر نرخ بازده دارایی‌ها (ROA)؛ با توجه به سطح معناداری کمتر از ۱ درصد آماره  $Z (-۵/۸۵)$ ، ارتباط معنادار و معکوسی با متغیر حاشیه سود خالص (PM) و با توجه به سطح معناداری کمتر از ۱ درصد آماره  $Z (۳/۱۷)$ ، ارتباط معنادار و مستقیمی با شاخص کیوتوبین (Q) دارد؛

- بعد منابع انسانی پایداری با توجه به سطح معناداری کمتر از ۵ درصد آماره  $Z (۲/۷۸)$ ، رابطه معنادار و مستقیمی با متغیر نرخ بازده دارایی‌ها (ROA) و با توجه به سطح معناداری کمتر از ۱ درصد آماره  $Z (۲/۸۱)$ ، رابطه معنادار و مستقیمی با متغیر حاشیه سود خالص (PM) دارد؛

- بعد مشتریان پایداری با توجه به سطح معناداری کمتر از ۱ درصد آماره  $Z (۳/۵۶)$ ، رابطه معنادار و مستقیمی با متغیر نرخ بازده دارایی‌ها (ROA) دارد؛

- بعد اجتماعی پایداری با توجه به سطح معناداری کمتر از ۵ درصد آماره  $Z (۲/۲۹)$ ، رابطه معنادار و مستقیمی با متغیر نرخ بازده دارایی‌ها (ROA) و با توجه به سطح معناداری کمتر از ۱ درصد آماره  $Z (۲/۹۹)$ ، رابطه معنادار و مستقیمی با شاخص کیوتوبین (Q) دارد؛

- بعد انرژی پایداری با توجه به سطح معناداری بیشتر از ۱۰ درصد آماره  $Z$ ، روابط معناداری با هیچ‌یک از متغیرهای وابسته تحقیق ندارد.

بنابراین با توجه به نتایج فوق، فرضیه فرعی اول تحقیق مبنی بر تأثیر مستقیم ابعاد پایداری بر عملکرد مالی شرکت‌ها، برای بعد منابع انسانی، بعد مشتریان و بعد اجتماعی تأیید می‌گردد. همچنین فرضیه فرعی دوم تحقیق مبنی بر تأثیر مستقیم ابعاد پایداری بر ارزش شرکت‌ها، برای بعد محصولات و خدمات و بعد اجتماعی تأیید می‌گردد.

علاوه بر موارد فوق، با توجه به سطح معناداری کمتر از ۱ درصد آماره  $X^2$  دو در تمامی مدل‌ها، مدل‌های رگرسیونی برازش‌شده نیز به‌طور کلی معنادار بوده و این امر حاکی از آن است که متغیرهای توضیحی تمامی مدل‌ها تأثیر معناداری بر متغیرهای وابسته داشته‌اند.

## ۵- نتیجه‌گیری و پیشنهادها

در این پژوهش رابطه افشای اطلاعات پایداری با عملکرد مالی و ارزش شرکت‌ها مورد بررسی قرار گرفت. نتایج نشان داد که افشای اطلاعات پایداری شرکت‌های عضو بورس اوراق بهادار تهران مطابق مبانی نظری و نظریه‌های غالب ارائه‌شده در این زمینه، روابط معنادار و مستقیمی با معیارهای عملکرد مالی و ارزش شرکت‌ها دارند؛ بنابراین فرضیه‌های اصلی پژوهش به‌طور

قوی مورد حمایت قرار گرفت. این جمله بیانگر این موضوع است که با بهبود افشای اطلاعات پایداری، عملکرد مالی و ارزش شرکت‌ها نیز بهبود می‌یابد؛ یعنی هراندازه شرکت‌ها اصول و شاخص‌های پایداری شرکتی را بیشتر رعایت نمایند، شاهد عملکرد بهتری خواهند بود. نتایج پژوهش حاضر با نتایج پژوهش‌های (مارتینز فریرو و فریاس آکونو، ۲۰۱۵؛ وینگارتن و لام، ۲۰۱۷؛ بودهانوالا و بودهانوالا، ۲۰۱۸؛ حسین و همکاران، ۲۰۱۸؛ لی و همکاران، ۲۰۱۸؛ لانگونی و کاگیو، ۲۰۱۸) مطابقت دارد.

همچنین یافته‌های تحقیق نشان داد که از میان ابعاد افشای اطلاعات پایداری، چهار بعد محصولات و خدمات، منابع انسانی، مشتریان و اجتماعی روابط معنادار و مستقیمی با معیارهای عملکرد مالی و ارزش شرکت‌ها دارند؛ بنابراین به مدیران شرکت‌ها پیشنهاد می‌شود که ابعاد مذکور را تقویت بخشیده؛ چراکه از طریق ارتقاء کیفیت محصولات و خدمات، بهبود شرایط محیط کار و حقوق کارکنان، اهمیت به خواسته‌ها و نیازهای مشتریان، همسوسازی منافع شرکت با منافع جامعه، رفتار کسب‌وکار و... با اینکه ممکن است شرکت هزینه‌هایی را در این راستا متحمل شود اما در بلندمدت منافع رعایت این شاخص‌ها بیشتر از مخارج آن شده و همین امر باعث بهبود عملکرد، ارتقای بهره‌وری و کسب مزیت رقابتی می‌شود. با رعایت شاخص‌های اجتماعی و اهمیت به خواسته‌ها و نیازهای مشتریان، تعداد مشتریان افزایش یافته و همین امر موجب افزایش فروش شرکت خواهد شد که در نهایت بهبود عملکرد مالی شرکت‌ها را در پی خواهد داشت. با رعایت حقوق کارکنان و بهبود شرایط محیط کار، کارکنان با انگیزه بیشتری به کار خود می‌پردازند و همین امر باعث ارتقاء کارایی و بهره‌وری آنان می‌شود که نتیجه آن متوجه شرکت خواهد بود. همچنین به مدیران شرکت‌ها توصیه می‌شود که در تقویت سایر ابعاد پایداری شرکتی از جمله بعد زیست‌محیطی و بعد انرژی نیز اهتمام ورزند.

همچنین نتایج برخی از مدل‌های تحقیق نشان داد که از میان متغیرهای کنترلی، متغیرهای اندازه شرکت، اهرم مالی و جریان‌های نقد آزاد روابط معناداری با عملکرد مالی و ارزش شرکت‌ها دارند؛ بنابراین متغیرهای کنترلی مذکور نسبت به دیگر متغیر کنترلی تحقیق (نرخ رشد فروش شرکت)، عملکرد مالی شرکت‌ها را بهتر توجیه می‌کنند. به‌طورکلی پیشنهادهایی برای تحقیقات آتی به شرح ذیل می‌توان ارائه نمود:

۱- پژوهش حاضر از جمله اولین پژوهش‌هایی است که در فضای اقتصادی ایران در خصوص رابطه بین افشای اطلاعات پایداری با عملکرد مالی و ارزش شرکت‌ها صورت پذیرفته است؛ بنابراین این پژوهش می‌تواند الگوی مناسبی برای پژوهش‌های آتی در نظر گرفته شود. به‌عنوان مثال در پژوهش‌های آتی می‌توان رابطه ابعاد دیگری از افشای اطلاعات پایداری شرکت‌ها را با عملکرد مالی و ارزش آن‌ها که در پژوهش‌های مختلف در سایر کشورها مطرح

شده است، مورد بررسی قرار داد. همچنین می‌توان معیارهای دیگر عملکرد مالی و ارزش شرکت‌ها را جهت سنجش رابطه آن با افشای اطلاعات پایداری مورد استفاده قرار داد.

۲- توصیه می‌گردد به بررسی رابطه بین افشای اطلاعات پایداری شرکت‌ها با معیارهای مالی اقتصادی (مانند ارزش افزوده، ارزش افزوده بازار، ارزش افزوده اقتصادی) پرداخته شود.

تحقیقات علمی و پژوهشی غالباً با محدودیت‌هایی مواجه است که به ثبات و روایی یافته‌های تحقیق لطمه می‌زند. به‌عنوان مثال عدم افشاء گزارش عملکرد اجتماعی در گزارش فعالیت هیئت‌مدیره برخی شرکت‌ها، به‌عنوان یک محدودیت جهت دستیابی به اطلاعات متغیر مستقل (افشای اطلاعات پایداری) بوده که سبب حذف برخی شرکت‌ها از نمونه تحقیق گردید.

## یادداشت‌ها

1. Alshehhi
2. Ameer and Othman
3. Lourenço
4. World Commission on Environment and Development (WCED)
5. Brundtland
6. UN Commission on Environment and Development
7. The World Business Council of Sustainable Development (WBCSD)
8. Busse
9. Shank
10. Corporate Sustainability Performance
11. Freeman
12. Jones
13. Brooks and Oikonomou
14. Ioannou and Serafeim
15. Norris and O'Dwyer
16. Endrikat
17. Value Creation
18. Slack Resources Theory
19. Resource-based View (RBV) Theory
20. Stakeholder Theory
21. Yu and Zhao
22. Aquilani
23. Campbell
24. Qiu
25. Haffar and Searcy
26. Grewatsch and Kleindienst
27. Michelin
28. Hussain
29. Ngu and Amran
30. Dal Maso
31. Buhr
32. Luo and Tang
33. Carbon Disclosure Project
34. Freedman and Jaggi
35. Haddock
36. Fortanier
37. Stanny and Ely
38. Hess and Dunfee
39. Martínez-Ferrero and Frías-Aceituno
40. Wiengarten and Lam
41. Bodhanwala and Bodhanwala
42. Li
43. Longoni and Cagliano
44. Green Supply Chain Management
45. Pedersen
46. Delmas
47. Waddock and Graves
48. Gallego- Álvarez
49. Return on Sales
50. Al-Tuwaijri
51. Rouf
52. Gao
53. Aribi
54. Lehn and Poulsen
55. Konno and Itoh
56. Fixed Effects Test
57. Hausman Test
58. Lagrange Multiplier Test
59. Modified Wald Test
60. Likelihood-Ratio Test
61. Wooldridge Test
62. Generalized Least Squares

## کتابنامه

۱. اکبری، محسن؛ قاسمی شمس، معصومه و هوشمند، فاطمه. (۱۳۹۵). بررسی تأثیر اعتمادبه‌نفس بیش‌ازحد مدیران بر مسئولیت اجتماعی (مورد مطالعه: شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران). *پژوهش‌نامه مدیریت تحول*، ۸ (۱۵): ۱۰۷-۱۳۰.
۲. بادآور نهندی، یونس؛ برادران حسن‌زاده، رسول و جلالی فر، ژیلدا. (۱۳۹۳). بررسی ارتباط بین مسئولیت‌پذیری اجتماعی و عملکرد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. *مدیریت بهره‌وری*، ۷ (۲۸): ۱۳۹-۱۶۴.
۳. خدای پور، احمد و شفیع‌همت‌آباد، حمیده. (۱۳۹۲). پایداری شرکت‌ها و اندازه‌گیری آن، *نشریه حسابرسان*، ۱۵ (۱۵): ۱۱۵-۱۱۷.
۴. دهشیری، محمدرضا. (۱۳۹۴). جهانی‌شدن و توسعه پایدار، *مطالعات توسعه اجتماعی ایران*، ۷ (۴): ۴۵-۶۶.
۵. رحمانی، حلیمه؛ قهستانی، مبینا و معنوی مقدم، امیرهادی. (۱۳۹۳). بررسی رابطه عملکرد شرکت، نظام راهبری شرکتی و کیفیت افشاء محیطی. *پژوهش‌های کاربردی در گزارشگری مالی*، ۳ (۲): ۱۲۳-۱۴۶.
۶. رفیعی شهرکی، احمدرضا. (۱۳۹۷). تأثیر عملکرد پایداری شرکت بر مازاد بازده سهام و سودآوری شرکت‌های تولیدکننده سیمان در بورس اوراق بهادار تهران، *پایان‌نامه کارشناسی ارشد*، دانشگاه شهید اشرفی اصفهانی.
۷. طالب‌نیا، قدرت‌الله؛ علی‌خانی، راضیه و مران‌جوری، مهدی. (۱۳۹۱). ارزیابی کمیّت و ماهیت افشای اطلاعات حسابداری زیست‌محیطی و اجتماعی در ایران. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسان*، ۱۹ (۳): ۴۳-۶۰.
۸. عرب صالحی، مهدی؛ صادقی، غزل و معین‌الدین، محمود. (۱۳۹۲). رابطه مسئولیت اجتماعی با عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. *فصلنامه پژوهش‌های تجربی حسابداری*، ۳ (۱): ۱-۲۰.
۹. غلامرضا کاشی، فاطمه. (۱۳۹۲). لزوم توجه شرکت‌های بورسی و سهامی عام به پایداری شرکتی، *بازار و سرمایه*، ۴۴ (۴۴): ۶۷-۷۰.
۱۰. فرهانیان، سیدمحمدجواد و دعائی، میثم. (۱۳۹۲). پایداری شرکتی و ضرورت توجه به آن در بازار سرمایه ایران، *ماهنامه بورس*، ۱۰۴ (۱۰۴): ۷۶-۷۹.
۱۱. مرادزاده، مهدی و احمدزاده، حمید. (۱۳۸۵). گزارشگری پایداری شرکت‌ها، *ماهنامه حسابداری*، ۲۱ (۲۱): ۱۷-۲۵.
۱۲. مران جوری، مهدی و علی‌خانی، راضیه. (۱۳۹۳). افشای مسئولیت‌های اجتماعی و راهبری شرکتی. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسان*، ۲۱ (۳): ۳۲۹-۳۴۸.



۱۳. معصومی، سید رسول؛ صالح نژاد، سید حسن و ذبیحی زرین کلایی، علی. (۱۳۹۷). شناسایی متغیرهای مؤثر بر میزان گزارشگری پایداری شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. *دانش حسابرسی*، ۱۸ (۷۰): ۱۹۵-۲۲۱.
۱۴. معصومی، مریم. (۱۳۹۳). تأثیر سرمایه‌گذاران نهادی بر رابطه عملکرد پایداری شرکت و عدم تقارن اطلاعات بر شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه شهید اشرفی اصفهانی.

## References

1. Akbari, M., Ghasemi Shams, M., & Hooshmand, F. (2015). Investigating the Impact of Managers' Excessive Confidence on Social Responsibility (Case Study: Companies Accepted in Tehran Stock Exchange). *Research Transformation Management*, 8 (15): 107-130 (In Persian).
2. Alshehhi, A., Nobanee, H., & Khare, N. (2018). The impact of sustainability practices on corporate financial performance: Literature trends and future research potential. *Sustainability*, 10(2), 494.
3. Al-Tuwajjri, S. A., Christensen, T. E., & Hughes Ii, K. E. (2004). The relations among environmental disclosure, environmental performance, and economic performance: a simultaneous equations approach. *Accounting, organizations and society*, 29(5-6), 447-471.
4. Aquilani, B., Silvestri, C., Ioppolo, G., & Ruggieri, A. (2018). The challenging transition to bio-economies: Towards a new framework integrating corporate sustainability and value co-creation. *Journal of Cleaner Production*, 172, 4001-4009.
5. ArabSalehi, M., Sadeghi, Gh., & Minauddin, M. (2013). Relationship of social responsibility with financial performance of listed firms in Tehran Stock Exchange. *Quarterly Journal of empirical accounting research*, 3 (1): 1-20 (In Persian).
6. Aribi, Z. A., & Gao, S. (2010). Corporate social responsibility disclosure: A comparison between Islamic and conventional financial institutions. *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 8(2), 72-91.
7. Badavar Nahandi, Y., Baradaran Hasanzadeh, R., & Jalalifar, Zh. (2013). The Study of the Relationship between Social Responsibility and Performance of Companies Accepted in Tehran Stock Exchange. *Productivity Management*, 7 (28): 139-164 (In Persian).
8. Bodhanwala, S., & Bodhanwala, R. (2018). Does corporate sustainability impact firm profitability? Evidence from India. *Management Decision*.
9. Brooks, C., and Oikonomou, I. (2017). The effects of environmental, social and governance disclosures and performance on firm value: a review of the literature in accounting and finance. *The British Accounting Review*.
10. Busse, C. (2016). Doing well by doing good? The self-interest of buying firms and sustainable supply chain management. *Journal of Supply Chain*

*Management*, 52(2), 28-47.

11. Dal Maso, L., Mazzi, F., Soscia, M., & Terzani, S. (2018). The moderating role of stakeholder management and societal characteristics in the relationship between corporate environmental and financial performance. *Journal of environmental management*, 218, 322-332.

12. Dehshiri, M. R. (2015). Globalization and sustainable development, *Iranian Social Development Studies*, 7(4), 45-66 (In Persian).

13. Delmas, M. A., Nairn-Birch, N., & Lim, J. (2015). Dynamics of environmental and financial performance: The case of greenhouse gas emissions. *Organization & Environment*, 28(4), 374-393.

14. Endrikat, J., Guenther, E., & Hoppe, H. (2014). Making sense of conflicting empirical findings: A meta-analytic review of the relationship between corporate environmental and financial performance. *European Management Journal*, 32(5), 735-751.

15. Farhanian, S. M. J., & Doaei, M. (2013). Corporate sustainability and necessity to attention to sustainability in Iranian capital market, *Monthly Journal of Bourse*, 15 (In Persian).

16. Fortanier, F., Kolk, A., and Pinkse, J. (2011). Harmonization in CSR reporting. *Management International Review*, 51(5), 665.

17. Freedman, M., & Jaggi, B. (2004). Carbon dioxide emissions and disclosures by electric utilities. In *Re-Inventing Realities*. Emerald Group Publishing Limited, 105-129.

18. Gallego- Álvarez, I., García- Sánchez, I. M., & da Silva Vieira, C. (2014). Climate change and financial performance in times of crisis. *Business Strategy and the Environment*, 23(6), 361-374.

19. Gao, S. S., Heravi, S., & Xiao, J. Z. (2005). *Determinants of corporate social and environmental reporting in Hong Kong: a research note*. Paper presented at the Accounting Forum.

20. GholamRazakashi, F. (2013). The necessity of the attention of stock and public firms to corporate sustainability, *market and capital*, (44): 67-70 (In Persian).

21. Grewatsch, S., & Kleindienst, I. (2017). When does it pay to be good? Moderators and mediators in the corporate sustainability–corporate financial performance relationship: A critical review. *Journal of Business Ethics*, 145(2), 383-416.

22. Haddock, J. (2005). Consumer influence on internet-based corporate communication of environmental activities: the UK food sector. *British Food Journal*, 107(10), 792-805.

23. Haffar, M., & Searcy, C. (2017). Classification of trade-offs encountered in the practice of corporate sustainability. *Journal of business ethics*, 140(3), 495-522.

24. Hess, D., and Dunfee, T. W. (2007). The Kasky-Nike threat to corporate social reporting: Implementing a standard of optimal truthful disclosure as a solution. *Business Ethics Quarterly*, 17(1), 5-32.

25. Hussain, N., Rigoni, U., & Cavezzali, E. (2018). Does it pay to be really good? Looking inside the black box of the relationship between sustainability performance and financial performance. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*.
26. Ioannou, I. and Serafeim, G. (2016). The consequences of mandatory corporate sustainability reporting: Evidence from four countries *Mimeo. London Business School*.
27. Khadamipour, A., & Shafiehematabad, H. (2013). The firm' sustainability and its measurement, *Auditing publication*, (15): 115-117 (In Persian).
28. Konno, Y., & Itoh, Y. (2018). Why do listed companies delist themselves voluntarily? An empirical study of the Tokyo Stock Exchange and the construction and real estate industries. *Journal of Financial Management of Property and Construction*, 23(2), 152-169.
29. Li, Y., Gong, M., Zhang, X. Y., & Koh, L. (2018). The impact of environmental, social, and governance disclosure on firm value: The role of CEO power. *The British Accounting Review*, 50(1), 60-75.
30. Longoni, A., & Cagliano, R. (2018). Inclusive environmental disclosure practices and firm performance: The role of green supply chain management. *International Journal of Operations & Production Management*.
31. Luo, L., and Tang, Q. (2014). Does voluntary carbon disclosure reflect underlying carbon performance?. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 10(3), 191-205.
32. Maranjori, M., & Alikhani, R. (2013). Disclosure of the Social Responsibilities and Corporate Governance. *Accounting and Auditing Reviews*, 21 (3): 329-348 (In Persian).
33. Martínez-Ferrero, J., & Frías-Aceituno, J. V. (2015). Relationship between sustainable development and financial performance: international empirical research. *Business Strategy and the Environment*, 24(1), 20-39.
34. Martínez- Ferrero, J., Garcia- Sanchez, I. M., & Cuadrado- Ballesteros, B. (2015). Effect of financial reporting quality on sustainability information disclosure. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 22(1), 45-64.
35. Masoumi, M. (1393). The effect of institutional investors on the relationship between sustainability performance of the firm and information asymmetry on the firms listed in Tehran Stock Exchange, Master's Degree, Shahid Ashrafi Esfahani University (In Persian).
36. Masoumi, S. R., Salehnejad, S. H., & Zabihizarinkalayee, A. (2018). Identifying the variables affecting the sustainability reporting rate of listed firms in the Tehran Stock Exchange. *Auditing Knowledge*, 18 (70): 195-221 (In Persian).
37. Michelon, G., Patten, D. M., & Romi, A. M. (2018). Creating Legitimacy for Sustainability Assurance Practices: Evidence from Sustainability Restatements. *European Accounting Review*, 1-28.
38. Moradzadeh, M., & Ahmadzadeh, H. (2006). The reports of Accounting

- Sustainability firms, *Accountant Monthly*, (21): 17-25 (In Persian).
39. Ngu, S. B., & Amran, A. (2018). Materiality disclosure in sustainability reporting: fostering stakeholder engagement. *Strategic Direction*, 34(5), 1-4.
40. Pedersen, E. R. G., Gwozdz, W., & Hvass, K. K. (2018). Exploring the relationship between business model innovation, corporate sustainability, and organisational values within the fashion industry. *Journal of Business Ethics*, 149(2), 267-284.
41. Rafieeshahraki, A. R. (2018). The effect of firm sustainability performance on stock return surplus and profitability of cement producing firms in Tehran Stock Exchange, Master's thesis, Shahid Ashrafi Isfahani University (In Persian).
42. Rahmani, H., Ghohestani, M., & Manavi Moghadam, A. H. (2013). Investigating the Relationship between Firm Performance, Corporate Governance and Environmental Disclosure Quality. *Quarterly Journal of Accounting and Auditing*, 3 (2): 123-146 (In Persian).
43. Rouf, A. (2011). The Corporate Social Responsibility Disclosure, *Business and Economics Research Journal*, 2(3), 1309-2448.
44. Shank, T. M., Shockey, B., & Financial, R. J. (2016). Investment strategies when selecting sustainable firms. *Financ. Serv. Rev*, 25, 199-214.
45. Stanny, E., and Ely, K. (2008). Corporate environmental disclosures about the effects of climate change. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 15(6), 338-348.
46. Talebnia, Gh., Alikhani, R., & Maranjori, M. (2011). Evaluating the Quantity and the Nature of Disclosure of Environmental and Social Accounting Information in Iran. *Accounting and Auditing Reviews*, 19 (3): 43-60 (In Persian).
47. Waddock, S.A. and Graves, S.B. (1997) The corporate social performance – financial performance link. *Strategic Management Journal*, 18(4), 303–319.
48. Wiengarten, F., Lo, C. K., & Lam, J. Y. (2017). How does sustainability leadership affect firm performance? The choices associated with appointing a chief officer of corporate social responsibility. *Journal of business ethics*, 140(3), 477-493.
49. Yu, M., & Zhao, R. (2015). Sustainability and firm valuation: an international investigation. *International journal of accounting and information management*, 23(3), 289-307.