

Examining the Relationship Between Sustainability Reporting and Corporate Profitability: The Moderating Roles of Stock Liquidity and Stock Price Volatility¹

Saeed Alipour², Zahra Nazari³

Received: 2026/06/21

Accepted: 2026/07/21

Research Paper

Abstract

Objective: In recent years, sustainability reporting has become one of the most important corporate reporting practices for enhancing transparency, accountability, and long-term value creation for stakeholders. However, previous studies have reported inconsistent findings regarding the economic consequences of sustainability reporting, particularly its impact on corporate profitability. Much of this inconsistency may be attributed to differences in capital market characteristics and trading conditions. Nevertheless, limited attention has been paid to the simultaneous moderating roles of stock liquidity and stock price volatility in the relationship between sustainability reporting and corporate profitability, especially in emerging markets. Accordingly, this study investigates the effect of sustainability reporting on corporate profitability while examining the moderating roles of stock liquidity and stock price volatility in companies listed on the Tehran Stock Exchange (TSE) and the Iran Fara Bourse (IFB).

Methods: This study is applied in terms of purpose and employs a descriptive-correlational, ex post facto research design. The statistical population consists of all companies listed on the Tehran Stock Exchange and the Iran Fara Bourse (excluding firms listed on the Base Market) during the period 2016–2024. Using a systematic elimination approach, a balanced panel of 119 companies, comprising 1,071 firm-year observations, was selected. Sustainability reporting was measured using the checklist developed by Johan et al. (2017), covering the economic, social, and environmental dimensions of sustainability disclosure. Corporate profitability was measured by Return on Assets (ROA), stock liquidity was measured using the Closing Percentage Quoted Spread (CPQS), and stock price volatility was measured by the annual standard deviation of stock prices. The hypotheses were tested

¹ 10.30466/JFCS.2026.57294.1063

² Assistant Professor, Department of Accounting, Ard.C., Islamic Azad University, Ardabil, Iran. (Corresponding author). (Saeed.Alipour@iau.ac.ir).

³ Master of Accounting, Department of Accounting, Ard.C., Islamic Azad University, Ardabil, Iran. (Zahra.nazari@gmail.com).

using panel data regression models with fixed effects. Prior to model estimation, the classical regression assumptions, including stationarity, multicollinearity, heteroskedasticity, autocorrelation, and the normality of residuals, were examined to ensure the validity of the empirical results.

Results: The empirical findings indicate that sustainability reporting has a positive and statistically significant effect on corporate profitability. Furthermore, stock liquidity positively and significantly moderates the relationship between sustainability reporting and profitability, suggesting that the beneficial effect of sustainability reporting becomes stronger in firms with higher stock liquidity. Conversely, stock price volatility exerts a significant negative moderating effect, indicating that higher levels of price volatility weaken the positive impact of sustainability reporting on profitability. The results also reveal that firm size, current ratio, and sales growth positively affect profitability, whereas financial leverage has a negative effect. Overall, the findings support the stakeholder, legitimacy, and signaling theories while demonstrating that capital market conditions substantially influence the extent to which sustainability reporting contributes to firms' financial performance.

Conclusion: The findings suggest that the economic benefits of sustainability reporting depend not only on the quality of sustainability disclosure but also on the efficiency of the capital market environment in processing and reflecting such information. In more liquid markets, sustainability-related information is incorporated into investors' decisions more effectively, thereby strengthening its positive impact on profitability. In contrast, excessive stock price volatility increases market uncertainty and diminishes the economic benefits associated with sustainability reporting. Therefore, promoting sustainability reporting should be accompanied by policies aimed at improving market liquidity, reducing unnecessary stock price fluctuations, and enhancing information transparency to maximize its contribution to corporate financial performance.

Innovation: The originality of this study lies in simultaneously examining the moderating roles of stock liquidity and stock price volatility in the relationship between sustainability reporting and corporate profitability. Unlike most previous studies, which have primarily focused on the direct association between sustainability reporting and financial performance, this study demonstrates that capital market conditions significantly influence both the magnitude and direction of the economic effects of sustainability reporting. By providing empirical evidence from the Iranian capital market, the study contributes to the sustainability reporting literature and offers practical implications for corporate managers, investors, and capital market regulators.

Keywords: Sustainability Reporting, Profitability, Stock Liquidity, Stock Price Volatility, Tehran Stock Exchange.

COPYRIGHTS



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



بررسی رابطه بین گزارشگری پایداری و سودآوری با تأکید بر نقش تعدیل گر نقدشوندگی سهام و نوسانات قیمت سهام^۱

سعید علی پور^۲، زهرا نظری^۳

تاریخ دریافت: ۱۴۰۵/۰۳/۳۱

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۵/۰۴/۳۰

مقاله پژوهشی

چکیده

هدف: در سال‌های اخیر، گزارشگری پایداری به یکی از مهم‌ترین ابزارهای ارتقای شفافیت اطلاعاتی، پاسخگویی شرکتی و ایجاد ارزش بلندمدت برای ذی‌نفعان تبدیل شده است. با وجود این، شواهد پژوهشی درباره آثار اقتصادی گزارشگری پایداری، به‌ویژه تأثیر آن بر سودآوری شرکت‌ها، همواره یکسان نبوده و نتایج متفاوتی گزارش شده است. بخش عمده‌ای از این ناهمگونی می‌تواند ناشی از تفاوت در ویژگی‌های بازار سرمایه و شرایط معاملاتی سهام باشد. با این حال، در ادبیات داخلی و خارجی، نقش همزمان نقدشوندگی سهام و نوسانات قیمت سهام به‌عنوان متغیرهای تعدیل‌گر در رابطه بین گزارشگری پایداری و سودآوری کمتر مورد توجه قرار گرفته است. از این‌رو، هدف اصلی پژوهش حاضر بررسی تأثیر گزارشگری پایداری بر سودآوری شرکت‌ها با تأکید بر نقش تعدیل‌گر نقدشوندگی سهام و نوسانات قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران است.

روش: پژوهش حاضر از نظر هدف، کاربردی و از نظر روش، توصیفی-همبستگی و از نوع پس‌رویدادی است. جامعه آماری پژوهش شامل تمامی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران (به استثنای شرکت‌های بازار پایه) طی دوره ۱۳۹۵ تا ۱۴۰۳ است. نمونه پژوهش با استفاده از روش حذف سیستماتیک انتخاب شد و شامل ۱۱۹ شرکت (۱۰۷۱ مشاهده شرکت - سال) است. متغیر گزارشگری پایداری با استفاده از چک‌لیست یوهان و همکاران (۲۰۱۷) و بر اساس ابعاد اقتصادی، اجتماعی و زیست‌محیطی اندازه‌گیری شد. سودآوری شرکت‌ها با شاخص بازده دارایی‌ها ((ROA، نقدشوندگی سهام با شاخص شکاف نسبی قیمت پیشنهادی خرید و فروش (CPQS) و نوسانات قیمت سهام با انحراف معیار قیمت سهام

^۱ 10.30466/JFCS.2026.57294.1063

^۲ استادیار، گروه حسابداری، واحد اردبیل، دانشگاه آزاد اسلامی، اردبیل، ایران. (نویسنده مسئول). (Saeed.Alipour@iau.ac.ir).

^۳ کارشناس ارشد حسابداری، گروه حسابداری، واحد اردبیل، دانشگاه آزاد اسلامی، اردبیل، ایران. (Zahra.nazari@gmail.com).

اندازه‌گیری گردید. برای آزمون فرضیه‌ها از مدل‌های رگرسیون داده‌های پانلی با الگوی اثرات ثابت استفاده شد. همچنین، پیش از برآورد مدل‌ها، فروض کلاسیک رگرسیون شامل مانایی متغیرها، هم‌خطی، ناهمسانی واریانس، خودهمبستگی و نرمال بودن جملات خطا مورد بررسی و تأیید قرار گرفت.

یافته‌ها: نتایج پژوهش نشان داد که گزارشگری پایداری تأثیر مثبت و معناداری بر سودآوری شرکت‌ها دارد. همچنین، نقدشوندگی سهام رابطه بین گزارشگری پایداری و سودآوری را به‌طور مثبت و معنادار تعدیل می‌کند؛ به‌گونه‌ای که در شرکت‌های دارای نقدشوندگی بیشتر، آثار مثبت گزارشگری پایداری بر سودآوری با شدت بیشتری نمایان می‌شود. در مقابل، نوسانات قیمت سهام نقش تعدیل‌گر منفی و معناداری ایفا می‌کند؛ به این معنا که افزایش نوسانات قیمت سهام، اثر مثبت گزارشگری پایداری بر سودآوری را تضعیف می‌کند. علاوه بر این، نتایج نشان داد که متغیرهای کنترلی شامل اندازه شرکت، نسبت جاری و رشد فروش اثر مثبت و اهرم مالی اثر منفی بر سودآوری دارند. یافته‌های پژوهش از دیدگاه نظریه ذی‌نفعان، نظریه مشروعیت و نظریه علامت‌دهی حمایت می‌کند و در عین حال نشان می‌دهد که شرایط بازار سرمایه می‌تواند بر میزان تحقق منافع اقتصادی ناشی از گزارشگری پایداری اثرگذار باشد.

نتیجه‌گیری: یافته‌های پژوهش بیانگر آن است که منافع اقتصادی گزارشگری پایداری تنها به کیفیت افشای اطلاعات وابسته نیست، بلکه کارایی محیط بازار نیز در انتقال این آثار نقش تعیین‌کننده‌ای دارد. در بازارهایی با نقدشوندگی بیشتر، اطلاعات پایداری با سرعت و دقت بیشتری در تصمیمات سرمایه‌گذاران منعکس می‌شود، در حالی که نوسانات شدید قیمت سهام می‌تواند بخشی از آثار مثبت این اطلاعات را خنثی کند. از این‌رو، توسعه گزارشگری پایداری باید همزمان با سیاست‌هایی در جهت ارتقای نقدشوندگی بازار، کاهش نوسانات غیرضروری قیمت سهام و بهبود شفافیت اطلاعاتی دنبال شود تا آثار آن بر عملکرد مالی شرکت‌ها به حداکثر برسد.

نوآوری: نوآوری این پژوهش در تبیین نقش همزمان دو ویژگی مهم بازار سرمایه، یعنی نقدشوندگی سهام و نوسانات قیمت سهام، به‌عنوان متغیرهای تعدیل‌گر در رابطه بین گزارشگری پایداری و سودآوری شرکت‌ها است. برخلاف اغلب پژوهش‌های پیشین که تنها به بررسی رابطه مستقیم گزارشگری پایداری و عملکرد مالی پرداخته‌اند، پژوهش حاضر نشان می‌دهد که شدت و حتی جهت آثار اقتصادی گزارشگری پایداری به شرایط بازار سرمایه وابسته است. این پژوهش با ارائه شواهد تجربی از بازار سرمایه ایران، به غنای ادبیات گزارشگری پایداری و تصمیم‌گیری مدیران، سرمایه‌گذاران و سیاست‌گذاران بازار سرمایه کمک می‌کند.

واژه‌های کلیدی: گزارشگری پایداری، سودآوری، نقدشوندگی سهام، نوسانات قیمت سهام، بورس اوراق بهادار تهران.

مقدمه

سودآوری یکی از مهم‌ترین شاخص‌های ارزیابی عملکرد شرکت‌ها و معیار اصلی سنجش موفقیت در تحقق اهداف اقتصادی محسوب می‌شود. توانایی شرکت در ایجاد سود پایدار، علاوه بر افزایش ثروت سهامداران، زمینه لازم برای توسعه فعالیت‌ها، جذب سرمایه، افزایش ارزش بازار و تداوم فعالیت بنگاه را فراهم می‌کند. با این حال، در محیط رقابتی و پویای امروز، سودآوری دیگر صرفاً متأثر از تصمیمات عملیاتی و مالی نیست، بلکه تحت تأثیر عوامل غیرمالی از جمله کیفیت راهبری شرکتی، شفافیت اطلاعاتی، مسئولیت‌پذیری اجتماعی و نحوه تعامل شرکت با ذی‌نفعان نیز قرار دارد. از این رو، شناخت عواملی که می‌توانند به بهبود پایدار سودآوری منجر شوند، به یکی از مهم‌ترین دغدغه‌های مدیران، سرمایه‌گذاران، سیاست‌گذاران و پژوهشگران حوزه مالی و حسابداری تبدیل شده است (شکرخواه، ۱۴۰۴؛ حکمت، رحمانی و موفق، ۱۴۰۴).

در سال‌های اخیر، افزایش حساسیت جامعه نسبت به مسائل زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی موجب شده است که انتظارات ذی‌نفعان از شرکت‌ها از ارائه اطلاعات مالی فراتر رود و افشای اطلاعات غیرمالی نیز به یکی از ارکان مهم پاسخگویی شرکت‌ها تبدیل شود. در این میان، گزارشگری پایداری به عنوان سازوکاری برای افشای اطلاعات اقتصادی، اجتماعی و زیست‌محیطی، جایگاه ویژه‌ای در نظام گزارشگری شرکت‌ها یافته است. این نوع گزارشگری با افزایش شفافیت، کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و تقویت اعتماد ذی‌نفعان، می‌تواند بر تصمیمات سرمایه‌گذاران، هزینه تأمین مالی، ارزش شرکت و در نهایت سودآوری اثرگذار باشد (بیضایی‌نژاد و حسینی، ۱۴۰۴؛ طاهری و صفائی، ۱۴۰۴؛ آیدوغموش، گولای و ارگون، ۲۰۲۲).

از منظر نظری، نظریه ذی‌نفعان بیان می‌کند که شرکت‌ها برای دستیابی به عملکرد اقتصادی پایدار، ناگزیر از پاسخگویی به انتظارات گروه‌های مختلف ذی‌نفع هستند و گزارشگری پایداری یکی از مهم‌ترین ابزارهای تحقق این پاسخگویی محسوب می‌شود. همچنین بر اساس نظریه مشروعیت، شرکت‌ها با افشای اطلاعات پایداری تلاش می‌کنند مشروعیت اجتماعی خود را حفظ کرده و حمایت ذی‌نفعان را جلب کنند که این امر می‌تواند پیامدهای اقتصادی مثبتی برای آن‌ها به همراه داشته باشد (کاشانی‌پور، جندقی و رحمانی، ۱۳۹۷). با این حال، تبیین رابطه میان گزارشگری پایداری و سودآوری صرفاً بر مبنای این دو نظریه کافی نیست. از دیدگاه نظریه نمایندگی، مدیران ممکن است از گزارشگری پایداری به عنوان ابزاری برای پنهان‌سازی

ناکارایی‌ها یا پیگیری منافع شخصی استفاده کنند و در نتیجه، افزایش افشا الزاماً به بهبود عملکرد اقتصادی منجر نشود. همچنین پدیده سبزشویی^۱ نشان می‌دهد که در برخی موارد، افشای گسترده اطلاعات پایداری لزوماً بیانگر عملکرد واقعی شرکت نیست و ممکن است موجب برداشت نادرست ذی‌نفعان شود. بنابراین، انتظار می‌رود آثار اقتصادی گزارشگری پایداری در شرایط مختلف یکسان نباشد و تحت تأثیر ویژگی‌های شرکت و محیط بازار سرمایه تغییر کند.

مطالعات تجربی نیز شواهد یکسانی درباره رابطه میان گزارشگری پایداری و سودآوری ارائه نکرده‌اند. بسیاری از پژوهش‌ها گزارش کرده‌اند که افشای اطلاعات پایداری موجب افزایش سودآوری، ارزش شرکت، کاهش هزینه سرمایه و بهبود اعتماد سرمایه‌گذاران می‌شود (ارشدی، حاجی‌ها، صفا و مقدم، ۱۴۰۲؛ حکمت، رحمانی و موفق، ۱۴۰۴؛ آیدوغموش، گولای و ارگون، ۲۰۲۲؛ ابوبکر و همکاران، ۲۰۲۶). در مقابل، برخی مطالعات نشان می‌دهند که شدت و حتی جهت این رابطه می‌تواند تحت تأثیر شرایط نهادی، ویژگی‌های بازار سرمایه و خصوصیات شرکت‌ها تغییر کند؛ به گونه‌ای که در برخی محیط‌ها، منافع اقتصادی ناشی از گزارشگری پایداری محدود یا حتی بی‌اثر باشد. این ناهمگونی نتایج بیانگر آن است که بررسی رابطه مستقیم میان گزارشگری پایداری و سودآوری، به تنهایی نمی‌تواند سازوکارهای اثرگذاری این متغیر را به‌طور کامل تبیین کند.

یکی از عواملی که می‌تواند این ناهمگونی را توضیح دهد، نقدشوندگی سهام است. نقدشوندگی بالا موجب می‌شود اطلاعات منتشرشده توسط شرکت با سرعت بیشتری در قیمت سهام منعکس شود، هزینه معاملات کاهش یابد و دسترسی شرکت به منابع مالی تسهیل گردد. در چنین شرایطی، انتظار می‌رود اطلاعات حاصل از گزارشگری پایداری با کارایی بیشتری توسط بازار جذب شده و آثار آن بر عملکرد اقتصادی شرکت تقویت شود (وانگ و همکاران، ۲۰۲۳؛ هی، فنگ و هائو، ۲۰۲۳). در مقابل، در شرکت‌هایی که سهام آن‌ها از نقدشوندگی پایین برخوردار است، حتی افشای اطلاعات باکیفیت نیز ممکن است نتواند به همان اندازه بر تصمیمات سرمایه‌گذاران و در نهایت سودآوری شرکت اثرگذار باشد. در مقابل، نوسانات قیمت سهام بیانگر سطح ریسک و عدم اطمینان موجود در بازار است. افزایش نوسانات، قابلیت پیش‌بینی جریان‌های نقدی آینده را کاهش داده و موجب می‌شود سرمایه‌گذاران نسبت به اطلاعات

^۱Greenwashing

منتشر شده و اکثراً متفاویتی نشان دهند. در چنین شرایطی، آثار مثبت گزارشگری پایداری ممکن است تحت تأثیر فضای پرریسک بازار تضعیف شود (پاکدالان، آذربهرمان و حسینی، ۱۴۰۱؛ رضایی و شیخی، ۱۴۰۳؛ ساری و هاریانی، ۲۰۲۴). بنابراین، انتظار می‌رود نقدشوندگی و نوسانات قیمت سهام، نه صرفاً به‌عنوان متغیرهای مستقل، بلکه به‌عنوان شرایط مرزی در تبیین رابطه میان گزارشگری پایداری و سودآوری ایفای نقش کنند.

بررسی ادبیات پژوهش نشان می‌دهد که بخش عمده مطالعات پیشین بر آزمون اثر مستقیم گزارشگری پایداری بر عملکرد مالی تمرکز داشته‌اند و نقش ویژگی‌های بازار سرمایه در تغییر شدت این رابطه کمتر مورد توجه قرار گرفته است. افزون بر این، پژوهش‌های انجام شده در بازار سرمایه ایران نیز عمدتاً به بررسی روابط مستقیم میان این متغیرها پرداخته‌اند و شواهد محدودی درباره نقش تعدیل‌گر نقدشوندگی سهام و نوسانات قیمت سهام ارائه شده است (عبدلی، ۱۳۹۶؛ اسکویی، داغانی و مرادی، ۱۴۰۴). از سوی دیگر، ویژگی‌های خاص بازار سرمایه ایران، از جمله نوسانات نسبتاً زیاد قیمت سهام، تفاوت قابل توجه در سطح نقدشوندگی شرکت‌ها و توسعه تدریجی الزامات گزارشگری پایداری، ضرورت بررسی این روابط را بیش از پیش آشکار می‌سازد.

نوآوری پژوهش حاضر صرفاً در بررسی همزمان چند متغیر نیست، بلکه در تبیین این موضوع است که آیا و تحت چه شرایطی گزارشگری پایداری می‌تواند به بهبود سودآوری شرکت‌ها منجر شود. به بیان دیگر، این پژوهش با وارد کردن دو ویژگی کلیدی بازار سرمایه، یعنی نقدشوندگی سهام و نوسانات قیمت سهام، به‌عنوان متغیرهای تعدیل‌گر، تلاش می‌کند سازوکار اثرگذاری گزارشگری پایداری بر سودآوری را در بازار سرمایه ایران تبیین کرده و بخشی از ناهمگونی نتایج مطالعات پیشین را توضیح دهد. این رویکرد می‌تواند علاوه بر توسعه ادبیات نظری، شواهد کاربردی ارزشمندی برای مدیران، سرمایه‌گذاران و نهادهای ناظر در زمینه تدوین سیاست‌های افشا و ارزیابی عملکرد شرکت‌ها فراهم آورد.

بر این اساس، هدف اصلی پژوهش حاضر بررسی تأثیر گزارشگری پایداری بر سودآوری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با تأکید بر نقش تعدیل‌گر نقدشوندگی سهام و نوسانات قیمت سهام طی دوره ۱۳۹۵ تا ۱۴۰۳ است. در ادامه، مبانی نظری و پیشینه پژوهش ارائه شده، سپس روش‌شناسی تحقیق، یافته‌های تجربی و در نهایت نتایج، دلالت‌های کاربردی، محدودیت‌ها و پیشنهادها پژوهش ارائه می‌شود.

مبانی نظری و توسعه فرضیه‌ها

گزارشگری پایداری

گزارشگری پایداری به یکی از مهم‌ترین ابزارهای گزارشگری شرکتی در عصر حاضر تبدیل شده است؛ زیرا سرمایه‌گذاران، نهادهای نظارتی و سایر ذی‌نفعان، علاوه بر اطلاعات مالی، خواهان اطلاعاتی درباره عملکرد اقتصادی، اجتماعی و زیست‌محیطی شرکت‌ها هستند. این نوع گزارشگری با افشای اطلاعات غیرمالی، امکان ارزیابی جامع‌تری از عملکرد، مسئولیت‌پذیری و توانایی شرکت در ایجاد ارزش بلندمدت را فراهم می‌سازد و از این طریق به بهبود شفافیت اطلاعاتی، کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و ارتقای کیفیت تصمیم‌گیری ذی‌نفعان کمک می‌کند (احمدی، رحمانی، حسینی و همایون، ۱۴۰۱؛ بیضایی‌نژاد و حسینی، ۱۴۰۴).

گزارشگری پایداری بر این اصل استوار است که موفقیت بلندمدت شرکت تنها به دستیابی به اهداف اقتصادی محدود نمی‌شود، بلکه مستلزم ایجاد تعادل میان عملکرد اقتصادی، مسئولیت‌های اجتماعی و حفاظت از محیط‌زیست است. بر همین اساس، استانداردهای نوین بین‌المللی گزارشگری پایداری، از جمله استاندارد IFRS S1، افشای اطلاعات مرتبط با ریسک‌ها و فرصت‌های پایداری را به‌عنوان بخشی از اطلاعات بااهمیت برای تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران و سایر استفاده‌کنندگان صورت‌های مالی مورد تأکید قرار داده‌اند. این رویکرد نشان می‌دهد که اطلاعات پایداری به تدریج به یکی از اجزای اصلی گزارشگری شرکتی و مکمل اطلاعات مالی تبدیل شده است. افشای مناسب این اطلاعات می‌تواند به ارتقای پاسخگویی، افزایش شفافیت، تقویت اعتماد ذی‌نفعان و ایجاد مزیت رقابتی پایدار منجر شود (ارشدی، حاجی‌ها، صفا و مقدم، ۱۴۰۲؛ طاهری و صفائی، ۱۴۰۴).

از منظر نظری، نظریه ذی‌نفعان یکی از مهم‌ترین مبانی تبیین گزارشگری پایداری محسوب می‌شود. بر اساس این نظریه، شرکت‌ها برای حفظ روابط بلندمدت با گروه‌های مختلف ذی‌نفع، ناگزیرند اطلاعاتی فراتر از عملکرد مالی افشا کنند. گزارشگری پایداری با افزایش شفافیت و پاسخگویی، اعتماد ذی‌نفعان را تقویت کرده و زمینه بهبود عملکرد اقتصادی و تداوم فعالیت شرکت را فراهم می‌آورد (کاشانی‌پور، جندقی و رحمانی، ۱۳۹۷؛ شکرخواه، ۱۴۰۴).

نظریه مشروعیت نیز بیان می‌کند که بقای شرکت‌ها در گرو پذیرش اجتماعی فعالیت‌های آن‌ها است. در این چارچوب، افشای اطلاعات پایداری ابزاری برای نشان دادن همسویی فعالیت‌های شرکت با ارزش‌ها و

انتظارات جامعه محسوب می‌شود و می‌تواند مشروعیت، اعتبار و شهرت سازمان را تقویت کند. افزایش مشروعیت اجتماعی نیز به نوبه خود بر اعتماد سرمایه‌گذاران، دسترسی به منابع مالی و عملکرد اقتصادی شرکت اثرگذار خواهد بود (ولی‌زاده لاریجانی و مفاخری باشماق، ۱۴۰۳؛ بیضایی‌نژاد و حسینی، ۱۴۰۴). علاوه بر این، نظریه علامت‌دهی استدلال می‌کند که مدیران از طریق افشای داوطلبانه اطلاعات پایداری، کیفیت مدیریت، توانایی شرکت در خلق ارزش بلندمدت و چشم‌انداز مطلوب فعالیت‌های خود را به بازار مخابره می‌کنند. در شرایط عدم تقارن اطلاعاتی، این اطلاعات می‌تواند به‌عنوان علامتی از کیفیت شرکت تلقی شده و موجب کاهش ریسک ادراک‌شده سرمایه‌گذاران، بهبود شهرت شرکت و کاهش هزینه سرمایه شود (زحمتکش، شهرستانی و حسینی‌پور، ۱۴۰۱؛ حکمت، رحمانی و موفق، ۱۴۰۴).

با وجود این، همه دیدگاه‌های نظری، آثار گزارشگری پایداری را مثبت ارزیابی نمی‌کنند. نظریه نمایندگی بیان می‌کند که مدیران ممکن است از افشای گسترده اطلاعات پایداری برای دستیابی به منافع شخصی، انحراف توجه ذی‌نفعان از عملکرد واقعی شرکت یا توجیه تصمیمات مدیریتی استفاده کنند. همچنین، ادبیات سبزشویی نشان می‌دهد که در برخی موارد، شرکت‌ها بدون بهبود واقعی عملکرد زیست‌محیطی و اجتماعی، صرفاً از طریق افزایش حجم افشا تلاش می‌کنند تصویری مطلوب از خود ارائه دهند. در چنین شرایطی، گزارشگری پایداری ممکن است نتواند ارزش اقتصادی واقعی ایجاد کند و حتی موجب کاهش اعتماد ذی‌نفعان شود (عبدلی، ۱۳۹۶؛ اسکویی، داغانی و مرادی، ۱۴۰۴).

شواهد تجربی نیز از اهمیت گزارشگری پایداری در ارتقای کیفیت افشا و پاسخگویی شرکت‌ها حمایت می‌کنند. مطالعات انجام‌شده در بازار سرمایه ایران نشان می‌دهد که کیفیت گزارشگری مالی با سطح افشای مسئولیت اجتماعی رابطه مثبت دارد (کاشانی‌پور، جندقی و رحمانی، ۱۳۹۷)، چارچوب گزارشگری پایداری بر ابعاد اقتصادی، اجتماعی و زیست‌محیطی استوار است (احمدی، رحمانی، حسینی و همایون، ۱۴۰۱) و ویژگی‌های حاکمیت شرکتی و مدیران می‌تواند بر میزان افشای اطلاعات پایداری اثرگذار باشد (زحمتکش، شهرستانی و حسینی‌پور، ۱۴۰۱). این یافته‌ها نشان می‌دهد که گزارشگری پایداری صرفاً یک ابزار اطلاع‌رسانی نیست، بلکه متأثر از سازوکارهای حاکمیت شرکتی و در عین حال عاملی مؤثر در ارتقای شفافیت و پاسخگویی سازمانی است.

برآیند مبانی نظری و شواهد تجربی نشان می‌دهد که گزارشگری پایداری از طریق سازوکارهایی نظیر کاهش عدم تقارن اطلاعاتی، افزایش اعتماد ذی‌نفعان، ارتقای شفافیت و بهبود کیفیت افشا می‌تواند بر

پیامدهای اقتصادی شرکت اثرگذار باشد. با این حال، شدت و نحوه بروز این آثار به ویژگی‌های شرکت و شرایط بازار سرمایه وابسته است. از این رو، در ادامه، رابطه میان گزارشگری پایداری و سودآوری شرکت، به عنوان مهم‌ترین پیامد اقتصادی این نوع گزارشگری، مورد بررسی قرار می‌گیرد.

گزارشگری پایداری و سودآوری شرکت

یکی از مهم‌ترین پرسش‌های ادبیات حسابداری و مالی آن است که آیا گزارشگری پایداری می‌تواند به بهبود سودآوری شرکت‌ها منجر شود یا خیر. اگرچه طی دو دهه اخیر پژوهش‌های متعددی به بررسی این رابطه پرداخته‌اند، اما نتایج آن‌ها همواره یکسان نبوده است. بخشی از مطالعات، گزارشگری پایداری را عاملی مؤثر در ارتقای عملکرد مالی دانسته‌اند، در حالی که برخی دیگر معتقدند آثار اقتصادی آن به ویژگی‌های شرکت، شرایط بازار سرمایه و انگیزه‌های مدیران وابسته است. از این رو، تبیین رابطه میان گزارشگری پایداری و سودآوری مستلزم بهره‌گیری از دیدگاه‌های نظری و شواهد تجربی مختلف است. بر اساس نظریه ذی‌نفعان، شرکت‌هایی که انتظارات گروه‌های مختلف ذی‌نفع را بهتر پاسخ می‌دهند، از حمایت و اعتماد بیشتری برخوردار می‌شوند. گزارشگری پایداری با افزایش شفافیت، تقویت پاسخگویی و بهبود ارتباط با سرمایه‌گذاران، مشتریان، اعتباردهندگان و سایر ذی‌نفعان، می‌تواند هزینه سرمایه را کاهش داده و دسترسی شرکت به منابع مالی را تسهیل کند؛ در نتیجه، زمینه بهبود سودآوری را فراهم آورد (کاشانی‌پور، جندقی و رحمانی، ۱۳۹۷؛ شکرخواه، ۱۴۰۴).

از سوی دیگر، نظریه علامت‌دهی بیان می‌کند که افشای اطلاعات پایداری، علامتی از کیفیت مدیریت، توانایی شرکت در خلق ارزش بلندمدت و چشم‌انداز مطلوب فعالیت‌های آن برای بازار است. در شرایط عدم تقارن اطلاعاتی، این اطلاعات می‌تواند اعتماد سرمایه‌گذاران را افزایش داده، ریسک ادراک‌شده را کاهش دهد و از طریق کاهش هزینه تأمین مالی و بهبود تصمیمات سرمایه‌گذاری، سودآوری شرکت را ارتقا دهد (حکمت، رحمانی و موفق، ۱۴۰۴؛ آیدوغموش، گولای و ارگون، ۲۰۲۲).

در مقابل، نظریه نمایندگی و دیدگاه سبزشویی استدلال می‌کنند که مدیران ممکن است از گزارشگری پایداری به عنوان ابزاری برای بهبود تصویر شرکت یا پنهان‌سازی ضعف‌های عملکردی استفاده کنند. در چنین شرایطی، افزایش افشا لزوماً به معنای بهبود واقعی عملکرد اقتصادی نیست و حتی ممکن است هزینه‌های اجرایی شرکت را افزایش داده یا اعتماد سرمایه‌گذاران را در بلندمدت کاهش دهد. از این رو، آثار

اقتصادی گزارشگری پایداری همواره یکسان نبوده و می‌تواند تحت تأثیر انگیزه‌های مدیریتی و ویژگی‌های محیط فعالیت شرکت قرار گیرد.

شواهد تجربی نیز بیانگر آن است که گرچه نتایج پژوهش‌ها کاملاً همسو نیست، اما غالب مطالعات از وجود رابطه مثبت میان گزارشگری پایداری و سودآوری حمایت می‌کنند. برای نمونه، ابوبکر و همکاران (۲۰۲۶)، حسین، عبدو و حمدی (۲۰۲۴) و ییلیای اردوغان، اوزتورک دانیشمان و دمیر (۲۰۲۴) نشان دادند که عملکرد مطلوب پایداری از طریق کاهش عدم تقارن اطلاعاتی، افزایش کارایی سرمایه‌گذاری و تقویت اعتماد سرمایه‌گذاران، موجب بهبود عملکرد مالی و ارزش شرکت می‌شود. همچنین، آیدوغموش، گولای و ارگون (۲۰۲۲) و ما، گائو و سان (۲۰۲۲) گزارش کردند که عملکرد پایداری با افزایش بهره‌وری عملیاتی و خلق ارزش اقتصادی، سودآوری شرکت‌ها را ارتقا می‌دهد. شواهد داخلی نیز در همین راستا قرار دارد؛ به گونه‌ای که شکرخواه (۱۴۰۴)، حکمت، رحمانی و موفق (۱۴۰۴)، ولی‌زاده لاریجانی و مفاخری باشماق (۱۴۰۳) و ارشدی، حاجی‌ها، صفا و مقدم (۱۴۰۲) نیز آثار مثبت گزارشگری پایداری بر عملکرد مالی، تداوم سود، ارزش بازار و بهبود تأمین مالی شرکت‌ها را تأیید کرده‌اند.

با وجود این، مرور انتقادی ادبیات نشان می‌دهد که اختلاف نتایج مطالعات پیشین، بیش از آنکه ناشی از اصل گزارشگری پایداری باشد، به تفاوت ویژگی‌های شرکت‌ها، کیفیت افشا، ساختار حاکمیت شرکتی و شرایط بازار سرمایه بازمی‌گردد. به بیان دیگر، گزارشگری پایداری به‌تنهایی تضمین‌کننده بهبود سودآوری نیست، بلکه اثربخشی آن به شرایطی بستگی دارد که اطلاعات افشاشده بتواند به‌درستی توسط بازار و ذی‌نفعان پردازش و در تصمیم‌های اقتصادی منعکس شود. با این حال، برآیند مبانی نظری و شواهد تجربی از دیدگاه غالب ادبیات، وجود رابطه مثبت میان گزارشگری پایداری و سودآوری را تأیید می‌کند. از این‌رو، انتظار می‌رود افزایش سطح گزارشگری پایداری بتواند زمینه بهبود سودآوری شرکت‌ها را فراهم آورد. بر این اساس، فرضیه نخست پژوهش به شرح زیر تدوین می‌شود:

فرضیه اول: گزارشگری پایداری تأثیر مثبت و معناداری بر سودآوری شرکت دارد.

نقش تعدیل‌گر نقدشوندگی سهام در رابطه بین گزارشگری پایداری و سودآوری شرکت

نقدشوندگی سهام یکی از مهم‌ترین شاخص‌های کارایی بازار سرمایه است و بیانگر توانایی خرید و فروش سریع سهام با کمترین هزینه معاملاتی و بدون ایجاد تغییرات قابل توجه در قیمت آن است. در بازارهای با نقدشوندگی بالا، اطلاعات جدید با سرعت بیشتری در قیمت سهام منعکس می‌شود و فرآیند کشف قیمت

و تخصیص منابع اقتصادی با کارایی بیشتری انجام می‌گیرد. از این رو، انتظار می‌رود آثار اقتصادی اطلاعات منتشرشده توسط شرکت‌ها نیز در چنین بازارهایی با شدت بیشتری نمایان شود (احمدپور و باغبان، ۱۳۹۳؛ حاجی‌ها، ۱۴۰۲).

بر اساس نظریه عدم تقارن اطلاعاتی، گزارشگری پایداری بخشی از عدم تقارن اطلاعاتی میان مدیران و سرمایه‌گذاران را کاهش می‌دهد، اما میزان بهره‌برداری سرمایه‌گذاران از این اطلاعات به میزان کارایی بازار بستگی دارد. در بازارهایی که نقدشوندگی سهام بالاتر است، اطلاعات پایداری با سرعت و دقت بیشتری در قیمت سهام منعکس شده و سرمایه‌گذاران نیز واکنش مؤثرتری به آن نشان می‌دهند. بنابراین، نقدشوندگی نه به عنوان پیامد گزارشگری پایداری، بلکه به عنوان متغیر تعدیل‌گر عمل می‌کند که شدت اثر گزارشگری پایداری بر سودآوری را تحت تأثیر قرار می‌دهد.

از منظر نظریه علامت‌دهی نیز اطلاعات پایداری زمانی بیشترین اثربخشی را خواهند داشت که بازار توانایی پردازش و انعکاس این اطلاعات را داشته باشد. در شرکت‌هایی که سهام آن‌ها از نقدشوندگی بالایی برخوردار است، پیام‌های ناشی از گزارشگری پایداری سریع‌تر مورد توجه سرمایه‌گذاران قرار گرفته، هزینه سرمایه کاهش یافته و امکان تأمین مالی پروژه‌های سودآور افزایش می‌یابد. در مقابل، در شرکت‌هایی با نقدشوندگی پایین، حتی افشای اطلاعات باکیفیت نیز ممکن است به دلیل محدودیت معاملات، هزینه‌های بالای مبادله و واکنش ضعیف بازار، نتواند آثار اقتصادی مورد انتظار را ایجاد کند.

شواهد تجربی نیز این دیدگاه نظری را تأیید می‌کند. مطالعات بین‌المللی نشان داده‌اند که عملکرد مطلوب پایداری با افزایش نقدشوندگی سهام، کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و بهبود واکنش بازار همراه است (وانگ، لی، سان و گائو، ۲۰۲۳؛ هی، فنگ و هائو، ۲۰۲۳). در بازار سرمایه ایران نیز پژوهش‌ها بیانگر آن است که افزایش کیفیت افشا، کاهش عدم تقارن اطلاعاتی، توسعه زیرساخت‌های اطلاعاتی و بهبود حاکمیت شرکتی می‌تواند نقدشوندگی سهام را ارتقا دهد (زند، ۱۴۰۴؛ ناصری‌نسب و دارابی، ۱۴۰۲؛ رحمانی، حسینی و رضاپور، ۱۳۸۹؛ احمدپور و باغبان، ۱۳۹۳). با این حال، بیشتر این مطالعات رابطه مستقیم میان گزارشگری پایداری و نقدشوندگی یا میان نقدشوندگی و عملکرد مالی را بررسی کرده‌اند و شواهد مربوط به نقش تعدیل‌گر نقدشوندگی در رابطه میان گزارشگری پایداری و سودآوری، به‌ویژه در بازارهای نوظهور، همچنان محدود است. از معدود پژوهش‌هایی که این موضوع را به‌طور مستقیم بررسی کرده‌اند، مطالعه

المهدی و همکاران (۲۰۲۴) است که نشان داد آثار مثبت عملکرد پایداری بر سودآوری در شرکت‌های دارای نقدشوندگی بالاتر، به مراتب قوی‌تر از سایر شرکت‌هاست.

برآیند مبانی نظری و شواهد تجربی نشان می‌دهد که نقدشوندگی سهام صرفاً یکی از ویژگی‌های بازار سرمایه نیست، بلکه عاملی است که می‌تواند میزان اثربخشی اطلاعات پایداری بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاران و در نهایت بر سودآوری شرکت را تغییر دهد. با توجه به تفاوت قابل توجه سطح نقدشوندگی میان شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، انتظار می‌رود آثار اقتصادی گزارشگری پایداری نیز در همه شرکت‌ها یکسان نباشد. از این رو، پیش‌بینی می‌شود هرچه نقدشوندگی سهام بیشتر باشد، اثر مثبت گزارشگری پایداری بر سودآوری شرکت تقویت شود. بر این اساس، فرضیه دوم پژوهش به شرح زیر تدوین می‌شود:

فرضیه دوم: نقدشوندگی سهام، رابطه بین گزارشگری پایداری و سودآوری شرکت را به‌طور مثبت و معنادار تعدیل می‌کند.

نقش تعدیل گر نوسانات قیمت سهام در رابطه بین گزارشگری پایداری و سودآوری

نوسانات قیمت سهام یکی از مهم‌ترین شاخص‌های ریسک بازار و میزان عدم اطمینان سرمایه‌گذاران نسبت به ارزش آتی شرکت است. افزایش نوسانات معمولاً نشان‌دهنده محیطی است که در آن اطلاعات با ابهام بیشتری تفسیر شده و واکنش سرمایه‌گذاران به اخبار و اطلاعات منتشرشده از ثبات کمتری برخوردار است. از این رو، نوسانات قیمت سهام می‌تواند بر نحوه انتقال اطلاعات منتشرشده توسط شرکت‌ها به تصمیمات سرمایه‌گذاران و در نهایت بر پیامدهای اقتصادی آن اطلاعات اثرگذار باشد (زندى، ۱۳۹۶؛ شاهوردیانی و خواجه‌وند، ۱۳۹۷).

بر اساس نظریه عدم تقارن اطلاعاتی، هرچه میزان ابهام اطلاعاتی و نااطمینانی بازار بیشتر باشد، سرمایه‌گذاران در ارزیابی اطلاعات منتشرشده با دشواری بیشتری مواجه خواهند شد. اگرچه گزارشگری پایداری با هدف کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و افزایش شفافیت انجام می‌شود، اما میزان اثربخشی آن به شرایط بازار نیز وابسته است. در بازارهایی که نوسانات قیمت سهام بالا است، بخشی از اطلاعات منتشرشده ممکن است تحت تأثیر رفتارهای هیجانی، ریسک ادراک شده و نوسانات کوتاه‌مدت قرار گیرد و نتواند به‌طور کامل در ارزش‌گذاری شرکت منعکس شود. از این رو، نوسانات قیمت سهام به‌عنوان متغیر تعدیل‌گر می‌تواند شدت اثر گزارشگری پایداری بر سودآوری را تغییر دهد.

از منظر مالی رفتاری نیز سرمایه‌گذاران در دوره‌های پرنوسان، بیش از آنکه بر اطلاعات بنیادی تکیه کنند، تحت تأثیر اخبار کوتاه‌مدت، نااطمینانی و رفتارهای توده‌وار قرار می‌گیرند. در چنین شرایطی، اطلاعات حاصل از گزارشگری پایداری ممکن است همانند دوره‌های با ثبات، نتواند اعتماد سرمایه‌گذاران را جلب کرده یا هزینه سرمایه را کاهش دهد. در مقابل، زمانی که بازار از ثبات بیشتری برخوردار باشد، اطلاعات پایداری با دقت بیشتری پردازش شده و آثار مثبت آن بر تصمیمات سرمایه‌گذاری، ارزش شرکت و سودآوری با شدت بیشتری نمایان خواهد شد.

شواهد تجربی نیز از این دیدگاه حمایت می‌کنند. مطالعات داخلی نشان می‌دهد که مسئولیت‌پذیری اجتماعی با کاهش نوسانات بازده و قیمت سهام همراه است و افزایش نااطمینانی‌های اقتصادی و سیاسی می‌تواند نوسانات قیمت سهام را تشدید کرده و عملکرد مالی شرکت‌ها را تحت تأثیر قرار دهد (پاکدالان، آذربراهمان و حسینی، ۱۴۰۱؛ مرادی شهدادی و درینی، ۱۴۰۱). همچنین، رضایی و شیخی (۱۴۰۳) نقش تعدیل‌کننده نوسانات قیمت سهام را در روابط مالی شرکت‌ها تأیید کرده و دهقان منشادی، پوررحیم قوروقچی، روحی و رامشی (۱۴۰۳) نیز نشان دادند که نوسانات قیمت سهام در کنار نقدشوندگی، بر تصمیمات مالی شرکت‌ها اثرگذار است.

در سطح بین‌المللی نیز مطالعات بیانگر آن است که نوسانات قیمت سهام می‌تواند بر نحوه انتقال آثار گزارشگری پایداری به عملکرد مالی شرکت اثر بگذارد. برای نمونه، طه، العمش و النمیر (۲۰۲۳) و المهدی و همکاران (۲۰۲۴) با بررسی شرکت‌های اردنی و مصری نشان دادند که اگرچه گزارشگری پایداری موجب بهبود سودآوری می‌شود، اما شدت این اثر به شرایط بازار و ویژگی‌های معاملاتی سهام وابسته است. همچنین، ساری و هاریانی (۲۰۲۴) گزارش کردند که نوسانات قیمت سهام می‌تواند رابطه میان افشای اطلاعات پایداری و عملکرد مالی شرکت‌ها را تعدیل کند؛ به گونه‌ای که در شرایط ثبات بیشتر بازار، آثار مثبت گزارشگری پایداری بر سودآوری با شدت بیشتری مشاهده می‌شود.

برآیند مبانی نظری و شواهد تجربی نشان می‌دهد که نوسانات قیمت سهام تنها بیانگر ریسک بازار نیست، بلکه می‌تواند میزان اثربخشی اطلاعات پایداری را بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاران و پیامدهای اقتصادی شرکت تغییر دهد. با توجه به اینکه بازار سرمایه ایران طی سال‌های اخیر دوره‌های متعددی از نوسانات شدید را تجربه کرده است، انتظار می‌رود آثار اقتصادی گزارشگری پایداری نیز در همه شرکت‌ها یکسان نباشد. در شرکت‌هایی که از ثبات قیمتی بیشتری برخوردار هستند، اطلاعات پایداری با کارایی بیشتری در تصمیمات

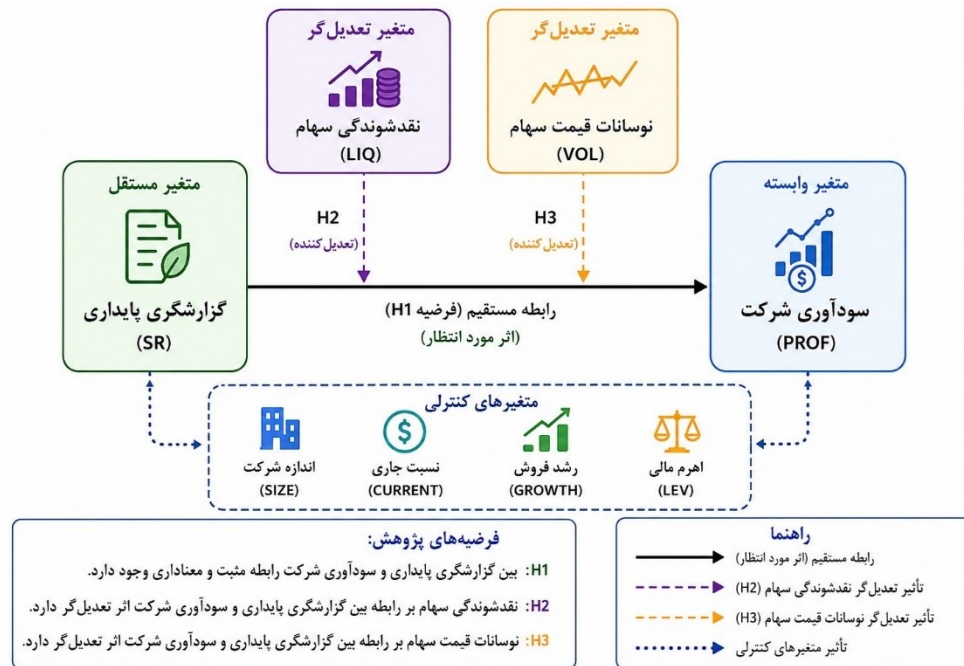
سرمایه‌گذاران منعکس شده و اثر آن بر سودآوری تقویت می‌شود؛ در حالی که در شرایط پرنوسان، بخشی از این آثار ممکن است تحت تأثیر نااطمینانی بازار تضعیف شود. بر این اساس، فرضیه سوم پژوهش به شرح زیر تدوین می‌شود:

فرضیه سوم: نوسانات قیمت سهام، رابطه بین گزارشگری پایداری و سودآوری شرکت را به‌طور منفی و معنادار تعدیل می‌کند.

مرور انتقادی ادبیات نشان می‌دهد که اگرچه رابطه میان گزارشگری پایداری و عملکرد مالی در پژوهش‌های متعدد داخلی و بین‌المللی بررسی شده و اغلب مطالعات از وجود رابطه مثبت میان این دو متغیر حمایت کرده‌اند، اما نتایج پژوهش‌ها کاملاً همسو نیست. بخش عمده مطالعات، آثار مستقیم گزارشگری پایداری بر سودآوری، ارزش شرکت یا نقدشوندگی سهام را بررسی کرده‌اند، در حالی که نقش شرایط بازار سرمایه در تغییر شدت این رابطه کمتر مورد توجه قرار گرفته است. به‌ویژه، شواهد تجربی درباره نقش تعدیل‌گر نقدشوندگی سهام و نوسانات قیمت سهام، به‌ویژه در بازارهای نوظهور، همچنان محدود و گاه متناقض است. افزون بر این، در بازار سرمایه ایران نیز اغلب پژوهش‌ها بر روابط مستقیم میان متغیرها تمرکز داشته‌اند و بررسی هم‌زمان این دو ویژگی بازار به‌عنوان عوامل تعدیل‌کننده رابطه میان گزارشگری پایداری و سودآوری کمتر انجام شده است. از این‌رو، پژوهش حاضر با تمرکز بر نقش تعدیل‌گر نقدشوندگی سهام و نوسانات قیمت سهام، تلاش می‌کند بخشی از این خلأ پژوهشی را پوشش داده و شواهد تجربی جدیدی برای بازار سرمایه ایران ارائه کند.

با توجه به مبانی نظری پژوهش، نقدشوندگی سهام و نوسانات قیمت سهام اگرچه هر دو از ویژگی‌های بازار سرمایه محسوب می‌شوند، اما از دو سازوکار متفاوت بر رابطه بین گزارشگری پایداری و سودآوری اثر می‌گذارند. نقدشوندگی سهام از طریق افزایش کارایی انتقال اطلاعات و سرعت انعکاس اطلاعات پایداری در قیمت سهام، و نوسانات قیمت سهام از طریق تغییر سطح نااطمینانی بازار و نحوه پردازش اطلاعات

توسط سرمایه گذاران، شدت اثر گزارشگری پایداری بر سودآوری را تعدیل می کنند. از این رو، این دو متغیر به عنوان دو متغیر تعدیل گر مستقل در مدل مفهومی پژوهش در نظر گرفته شده اند.



شکل ۱. مدل مفهومی پژوهش
Figure 1. Conceptual Model of the Research

به منظور کنترل سایر عوامل مؤثر بر سودآوری، متغیرهای اندازه شرکت، نسبت جاری، رشد فروش و اهرم مالی در مدل پژوهش وارد شدند. انتخاب این متغیرها بر مبنای ادبیات پژوهش و مطالعات پیشین انجام شده است؛ به گونه ای که اندازه شرکت بیانگر صرفه های ناشی از مقیاس، نسبت جاری نشان دهنده وضعیت نقدینگی، رشد فروش بیانگر ظرفیت توسعه فعالیت های عملیاتی و اهرم مالی منعکس کننده ساختار تأمین مالی و ریسک مالی شرکت است. کنترل این متغیرها موجب می شود اثر خالص گزارشگری پایداری و متغیرهای تعدیل گر با دقت بیشتری برآورد شود.

روش پژوهش

پژوهش حاضر از نوع کاربردی و در زمره پژوهش‌های توصیفی - همبستگی و پس‌رویدادی است. داده‌های مورد استفاده شامل اطلاعات مالی و معاملاتی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران طی دوره ۱۳۹۵ تا ۱۴۰۳ است. دوره زمانی ۱۳۹۵ تا ۱۴۰۳ با توجه به دو ملاحظه انتخاب شد. نخست، از سال ۱۳۹۵ افشای اطلاعات مرتبط با گزارشگری پایداری و اطلاعات مورد نیاز متغیرهای پژوهش در بخش قابل توجهی از شرکت‌ها از انسجام و قابلیت دسترسی بیشتری برخوردار بوده است. دوم، انتخاب یک دوره ۹ ساله ضمن فراهم کردن تعداد کافی مشاهدات، امکان بررسی روابط بلندمدت میان متغیرهای پژوهش را فراهم می‌سازد. نمونه پژوهش با استفاده از روش حذف سیستماتیک و بر اساس معیارهایی نظیر پذیرش شرکت پیش از سال ۱۳۹۵، دسترسی به اطلاعات مورد نیاز در کل دوره پژوهش، ثبات سال مالی منتهی به پایان اسفندماه و حذف بانک‌ها، شرکت‌های بیمه، سرمایه‌گذاری‌ها و سایر واسطه‌های مالی انتخاب شد. پس از اعمال محدودیت‌های پژوهش، تعداد ۱۱۹ شرکت به عنوان نمونه نهایی انتخاب گردید که در مجموع ۱۰۷۱ مشاهده شرکت - سال را شامل می‌شود. نحوه انتخاب نمونه در نگاره ۱ ارائه شده است.

نگاره ۱. نحوه انتخاب نمونه آماری پژوهش

Figure 1. Procedure for Selecting the Study Sample

تعداد	گزینش شرکت‌ها بر اساس شرایط و ضوابط جامعه آماری
۵۶۲	کل شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران (به‌جز شرکت‌های بازار پایه فرابورس) در پایان سال ۱۴۰۳
(۶۵)	کسر: شرکت‌هایی که پس از سال ۱۳۹۵ و طی دوره ۱۳۹۵ تا ۱۴۰۳ پذیرفته شده‌اند
(۱۲۲)	کسر: شرکت‌های سرمایه‌گذاری، بانک‌ها، مؤسسات مالی و اعتباری، شرکت‌های بیمه و سایر واسطه‌های مالی
(۵۸)	کسر: شرکت‌هایی که سال مالی آن‌ها منتهی به پایان اسفندماه نبوده است
(۱۴)	کسر: شرکت‌هایی که طی دوره ۱۳۹۵ تا ۱۴۰۳ تغییر سال مالی داشته‌اند
(۱۸۴)	کسر: شرکت‌هایی که اطلاعات مورد نیاز آن‌ها در دسترس نبوده است
۱۱۹	تعداد شرکت‌های نمونه نهایی
۹ سال	دوره زمانی پژوهش (۱۳۹۵ تا ۱۴۰۳)
۱۰۷۱	کل مشاهدات (۹ × ۱۱۹)

منبع: یافته‌های پژوهش

متغیرهای پژوهش و نحوه اندازه گیری آنها

الف) متغیر وابسته

سودآوری (PRO)

متغیر وابسته پژوهش حاضر سودآوری شرکت است. در پژوهش های حسابداری و مالی، سودآوری معمولاً با استفاده از نسبت بازده دارایی ها (ROA) اندازه گیری می شود. این نسبت توانایی شرکت در ایجاد سود از منابع تحت اختیار را نشان می دهد و از تقسیم سود خالص بر کل دارایی ها محاسبه می شود (ارشدی و همکاران، ۱۴۰۲؛ حکمت، رحمانی و موفق، ۱۴۰۴).

$$ROA_{it} = \frac{Net\ Income_{it}}{Total\ Assets_{it}} \quad \text{رابطه (۱)}$$

که در آن:

ROA_{it} : بازده دارایی ها

$Net\ Income_{it}$: سود خالص

$Total\ Assets_{it}$: کل دارایی ها

ب) متغیر مستقل

گزارشگری پایداری (SR)

در این پژوهش، گزارشگری پایداری به عنوان متغیر مستقل در نظر گرفته شده است. برای اندازه گیری این متغیر از چک لیست گزارشگری پایداری ارائه شده توسط یوهان و همکاران (۲۰۱۷) و مورد استفاده و کیلی فرد و همکاران (۱۳۹۹) استفاده شده است. این چک لیست مشتمل بر ۲۴ قلم افشا در سه بعد اقتصادی، اجتماعی و زیست محیطی است که هر بعد از مجموعه ای از اقلام افشا تشکیل شده و برای هر قلم، در صورت افشای اطلاعات امتیاز ۱ و در صورت عدم افشا امتیاز ۰ اختصاص می یابد. در نهایت، امتیاز گزارشگری پایداری از رابطه زیر محاسبه می شود:

$$SR_{it} = \frac{\text{تعداد اقلام افشا شده}}{\text{کل اقلام قابل افشا}} \quad \text{رابطه (۲)}$$

مقدار بیشتر این شاخص نشان دهنده سطح بالاتر گزارشگری پایداری شرکت است. اطلاعات مربوط به اقلام گزارشگری پایداری از گزارش های هیئت مدیره به مجمع عمومی، یادداشت های توضیحی صورت های

مالی، گزارش فعالیت شرکت، گزارش‌های مسئولیت اجتماعی و سایر اطلاعات منتشر شده در سامانه کدال استخراج و بر اساس چک‌لیست یوهان و همکاران (۲۰۱۷) کدگذاری شد. به منظور افزایش دقت و قابلیت اتکای فرآیند اندازه‌گیری، استخراج اطلاعات و کدگذاری اقلام گزارشگری پایداری توسط دو ارزیاب انجام شد. در مواردی که بین ارزیابان در خصوص افشای یک قلم اختلاف نظر وجود داشت، گزارش‌های شرکت مجدداً بررسی و پس از حصول توافق، امتیاز نهایی ثبت گردید. این رویه موجب افزایش دقت، یکنواختی و قابلیت اتکای فرآیند کدگذاری و محاسبه شاخص گزارشگری پایداری شد.

چک‌لیست گزارشگری پایداری مورد استفاده در پژوهش حاضر مشتمل بر سه بعد اقتصادی، اجتماعی و زیست‌محیطی است که مؤلفه‌های آن در نگاره ۲ ارائه شده است.

نگاره ۲. ابعاد و مؤلفه‌های گزارشگری پایداری

Figure 2. Dimensions and Components of the Sustainability Reporting Framework

مؤلفه‌ها	ابعاد
سرمایه‌گذاری اجتماعی، حمایت از فعالیت‌های اجتماعی، کمک‌های خیریه، دعاوی حقوقی، فعالیت‌های فرهنگی و مذهبی	بعد اجتماعی
کنترل آلودگی، جلوگیری از خسارات زیست‌محیطی، بازیافت ضایعات، حفظ منابع طبیعی، تحقیق و توسعه زیست‌محیطی، سیاست‌های زیست‌محیطی	بعد زیست‌محیطی
توسعه محصول و بازار، کیفیت محصولات، تعداد کارکنان، حقوق و مزایا، آموزش کارکنان، ایمنی و سلامت کارکنان، رضایت مشتریان، خدمات پس از فروش و سایر شاخص‌های اقتصادی	بعد اقتصادی

(منبع: وکیلی فرد و همکاران ۱۳۹۹)

ج) متغیرهای تعدیل‌کننده

نقدشوندگی سهام (LIQ)

برای اندازه‌گیری نقدشوندگی سهام از شاخص شکاف نسبی قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام استفاده شده است (خواجوی و همکاران، ۱۴۰۰):

$$CPQS_{i,d} = \frac{ClosingAsk_{i,d} - ClosingBid_{i,d}}{ClosingAsk_{i,d} + ClosingBid_{i,d}} \quad \text{رابطه (۳)}$$

در این رابطه:

(Ask): قیمت پیشنهادی فروش سهام

(Bid): قیمت پیشنهادی خرید سهام

شاخص مذکور به صورت روزانه محاسبه و سپس میانگین سالانه آن برای هر شرکت استخراج می شود. مقدار بیشتر این شاخص نشان دهنده شکاف بیشتر قیمت های پیشنهادی خرید و فروش و در نتیجه نقدشوندگی کمتر سهام است. در مدل دوم پژوهش، نقش تعدیل گری نقدشوندگی از طریق جمله تعاملی (SR×LIQ) آزمون شده است؛ به گونه ای که ضریب این جمله بیانگر میزان تغییر اثر گزارشگری پایداری بر سودآوری در سطوح مختلف نقدشوندگی سهام است.

نوسانات قیمت سهام (SPF)

نوسانات قیمت سهام دومین متغیر تعدیل کننده پژوهش است که مطابق صادقی و رمضانی (۱۴۰۱) از طریق انحراف معیار قیمت سهام در طول سال مالی اندازه گیری می شود. مقدار بیشتر این شاخص بیانگر بی ثباتی بیشتر قیمت سهام و افزایش عدم اطمینان سرمایه گذاران نسبت به ارزش شرکت است.

$$SPF_{it} = \sqrt{\frac{\sum_{d=1}^n (P_{i,d} - \bar{P}_i)^2}{n-1}} \quad \text{رابطه (۴)}$$

که در آن:

$P_{i,d}$: قیمت سهام شرکت i در روز d

$\bar{P}_i$: میانگین قیمت سهام شرکت در طول سال

n: تعداد روزهای معاملاتی

در مدل سوم پژوهش، نقش تعدیل گری نوسانات قیمت سهام از طریق جمله تعاملی (SR×SPF) بررسی شده است؛ به گونه ای که ضریب این متغیر نشان دهنده تغییر شدت اثر گزارشگری پایداری بر سودآوری در سطوح مختلف نوسانات قیمت سهام است.

(د) متغیرهای کنترلی

اندازه شرکت (SIZE) لگاریتم طبیعی کل دارایی‌ها.

نسبت جاری (CURRENT) حاصل تقسیم دارایی‌های جاری بر بدهی‌های جاری.

رشد فروش (GROWTH) تفاوت فروش سال جاری نسبت به سال قبل تقسیم بر فروش سال قبل.

اهرم مالی (LEV) حاصل تقسیم کل بدهی‌ها بر کل دارایی‌ها.

متغیرهای کنترلی با هدف حذف اثر سایر عوامل مؤثر بر سودآوری وارد مدل شدند. اندازه شرکت به دلیل صاف‌های ناشی از مقیاس و دسترسی بیشتر به منابع مالی، نسبت جاری به عنوان شاخص توان نقدینگی، رشد فروش به عنوان نماینده فرصت‌های رشد و اهرم مالی به دلیل اثر آن بر ریسک مالی و ساختار سرمایه انتخاب شدند. استفاده از این متغیرها موجب می‌شود اثر خالص گزارشگری پایداری و متغیرهای تعدیل‌گر بر سودآوری با دقت بیشتری برآورد شود.

به منظور تبیین دقیق متغیرهای مورد استفاده در پژوهش، نوع متغیرها، نماد اختصاری و نحوه اندازه‌گیری آن‌ها در نگاره ۳ ارائه شده است.

نگاره ۳. خلاصه متغیرهای پژوهش

Figure 3. Summary of the Research Variables

نوع متغیر	نماد	عنوان متغیر	نحوه اندازه‌گیری
وابسته	PRO	سودآوری	نسبت بازده دارایی‌ها (ROA)؛ حاصل تقسیم سود خالص بر کل دارایی‌ها
مستقل	SR	گزارشگری پایداری	نسبت تعداد اقلام افشا شده به کل اقلام قابل افشا بر اساس چک‌لیست یوهان و همکاران (۲۰۱۷)
تعدیل‌کننده	LIQ	نقدشوندگی سهام	میانگین سالانه شاخص شکاف نسبی قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام (CPQS)
تعدیل‌کننده	SPF	نوسانات قیمت سهام	انحراف معیار قیمت سهام طی سال مالی
کنترلی	SIZE	اندازه شرکت	لگاریتم طبیعی کل دارایی‌ها
کنترلی	CURRENT	نسبت جاری	حاصل تقسیم دارایی‌های جاری بر بدهی‌های جاری
کنترلی	GROWTH	رشد فروش	تفاوت فروش سال جاری نسبت به سال قبل تقسیم بر فروش سال قبل

کنترلی	LEV	اهرم مالی	حاصل تقسیم کل بدهی‌ها بر کل دارایی‌ها
--------	-----	-----------	---------------------------------------

روش تجزیه و تحلیل داده‌ها

داده‌های مورد نیاز پژوهش از صورت‌های مالی، گزارش‌های منتشرشده در سامانه کدال، پایگاه‌های اطلاعاتی بورس اوراق بهادار تهران و نرم‌افزار ره‌آورد نوین استخراج گردید. برای تجزیه و تحلیل داده‌ها از آمار توصیفی و آمار استنباطی استفاده شد. در بخش آمار توصیفی، شاخص‌هایی نظیر میانگین، میانه، انحراف معیار، حداقل و حداکثر متغیرها محاسبه گردید. همچنین، به منظور بررسی روابط اولیه بین متغیرها از ماتریس ضرایب همبستگی استفاده شد.

به منظور آزمون فرضیه‌های پژوهش، از مدل‌های رگرسیون چندمتغیره مبتنی بر داده‌های پانلی استفاده گردید. در این راستا، ابتدا مانایی متغیرها مورد بررسی قرار گرفت. سپس برای تعیین نوع الگوی مناسب، از آزمون اف لیمر به منظور انتخاب بین داده‌های تلفیقی و پانلی استفاده شد. در ادامه، در صورت تأیید استفاده از داده‌های پانلی، آزمون هاسمن برای انتخاب بین الگوی اثرات ثابت و اثرات تصادفی به کار گرفته شد. علاوه بر این، پیش از برآورد مدل‌ها، فروض کلاسیک رگرسیون شامل بررسی همخطی چندگانه (VIF)، نرمال بودن جملات خطا، ناهمسانی واریانس و خودهمبستگی جملات خطا مورد بررسی قرار گرفت تا از اعتبار نتایج برآورد اطمینان حاصل شود. سپس معناداری ضرایب متغیرها با استفاده از آماره t و معناداری کلی مدل‌ها با استفاده از آماره F در سطح اطمینان ۹۵ درصد ارزیابی شد.

مدل‌های پژوهش

مدل‌های پژوهش با اقتباس از مطالعه المهدی و همکاران (۲۰۲۴) و متناسب با اهداف، متغیرها و شرایط بازار سرمایه ایران تدوین شده‌اند. به منظور آزمون فرضیه‌های پژوهش، از مدل‌های رگرسیون چندمتغیره مبتنی بر داده‌های پانلی استفاده شده است. مدل (۱) برای آزمون فرضیه اول، مدل (۲) برای آزمون فرضیه دوم و مدل (۳) برای آزمون فرضیه سوم به شرح زیر طراحی شده‌اند:

مدل (۱): آزمون فرضیه اول

$$PRO_{it} = \alpha + \beta_1 SR_{it} + \beta_2 CURRENT_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 GROWTH_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \varepsilon_{it} \quad \text{رابطه (۵)}$$

مدل (۲): آزمون فرضیه دوم

$$PRO_{it} = \alpha + \beta_1 SR_{it} + \beta_2 LIQ_{it} + \beta_3 (SR_{it} \times LIQ_{it}) + \beta_4 CURRENT_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \beta_6 GROWTH_{it} + \beta_7 LEV_{it} + \varepsilon_{it} \quad \text{رابطه (۶)}$$

مدل (۳): آزمون فرضیه سوم

$$PRO_{it} = \alpha + \beta_1 SR_{it} + \beta_2 SPF_{it} + \beta_3 (SR_{it} \times SPF_{it}) + \beta_4 CURRENT_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \beta_6 GROWTH_{it} + \beta_7 LEV_{it} + \varepsilon_{it} \quad \text{رابطه (۷)}$$

که در آن:

PRO_{it} : سودآوری شرکت

SR_{it} : گزارشگری پایداری

LIQ_{it} : نقدشوندگی سهام

SPF_{it} : نوسانات قیمت سهام

$CURRENT_{it}$: نسبت جاری

$SIZE_{it}$: اندازه شرکت

$GROWTH_{it}$: رشد فروش

LEV_{it} : اهرم مالی

α : عرض از مبدأ مدل

$\beta_{1,2,3,4,5,6,7}$: ضرایب متغیرهای پژوهش

ε_{it} : جمله اخلاص مدل

یافته های پژوهش

آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

آمار توصیفی متغیرهای پژوهش در نگاره ۴ ارائه شده است. نتایج نشان می دهد میانگین سودآوری شرکت ها (ROA) برابر با ۰/۲۸۹۲۶۹ و میانه آن ۰/۲۷۸۳۷۵ است که بیانگر توزیع نسبتاً متقارن این متغیر در میان شرکت های نمونه است. همچنین، میانگین گزارشگری پایداری (SR) برابر با ۰/۳۸۰۲۸۷ است که نشان می دهد شرکت های مورد بررسی به طور متوسط حدود ۳۸ درصد از اقلام مرتبط با گزارشگری پایداری را افشا کرده اند.

در میان متغیرهای تعدیل گر، میانگین نقدشوندگی سهام (LIQ) برابر با ۰/۳۸۱۸۹۱ و میانگین نوسانات قیمت سهام (SPF) برابر با ۰/۰۸۹۹۶۷ است. همچنین، میانگین نسبت جاری، اندازه شرکت، رشد فروش و اهرم مالی به ترتیب برابر با ۰/۰۴۱۵۸۵، ۶/۱۳۵۰۵۳، ۰/۱۴۶۱۸۳ و ۰/۵۳۸۸۷۱ است. بررسی شاخص های چولگی و کشیدگی نشان می دهد که متغیر گزارشگری پایداری از توزیعی نزدیک به نرمال برخوردار است، در حالی که متغیرهای نقدشوندگی سهام، نوسانات قیمت سهام و رشد فروش دارای چولگی مثبت و کشیدگی نسبتاً بالایی هستند که بیانگر وجود تعداد محدودی مشاهده با مقادیر بزرگ تر از میانگین است. همچنین، چولگی منفی نسبت جاری و اهرم مالی نشان می دهد توزیع این متغیرها اندکی به سمت مقادیر بزرگ تر متمایل است.

با توجه به وجود ۱۰۷۱ مشاهده شرکت -سال و پراکندگی مناسب متغیرها، داده های پژوهش از ظرفیت لازم برای انجام تحلیل های اقتصادسنجی مبتنی بر داده های پانلی برخوردار هستند.

نگاره ۴. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

Figure 4. Descriptive Statistics of the Research Variables

متغیر	تعداد مشاهدات	میانگین	میانه	انحراف معیار	حداقل	حداکثر	چولگی	کشیدگی
سودآوری (ROA)	۱۰۷۱	۰/۲۸۹۲۶۹	۰/۲۷۸۳۷۵	۰/۲۰۰۰۶۲	۰/۰۰۰۱	۰/۸۱۶۷۰۹	۰/۳۹۸۶۳۹	۲/۳۴۵۷۳۴
گزارشگری پایداری (SR)	۱۰۷۱	۰/۳۸۰۲۸۷	۰/۳۷۲۵۴۹	۰/۰۷۷۲۲۲	۰/۱۱۷۶۴۷	۰/۶۰۷۸۴۳	۰/۰۴۴۹۷۵	۳/۰۰۹۲۰۲

۸/۰۲۰۷۵۰	۱/۷۲۸۰۶۱	/۹۲۲۱۵۴	/۰۲۱۴۵۴	/۰۷۳۹۵۱	/۳۵۶۹۸۱	/۳۸۱۸۹۱	۱۰۷۱	نقدشوندگی (LIQ)
۱/۴۴۷۸۸۰	۲/۷۸۴۳۵۲	/۹۶۳۸۷۳	۰/۰۰۰۱	/۱۵۲۹۱۳	/۰۲۶۵۷۸	/۰۸۹۹۶۷	۱۰۷۱	نوسانات قیمت سهام (SPF)
۴/۱۲۳۰۵۲	۰/۷۱۴۰۹۲	/۰۶۳۰۳۶	/۰۰۶۰۲۱	/۰۰۷۹۹۳	/۰۴۲۷۹۳	/۰۴۱۵۸۵	۱۰۷۱	نسبت جاری (CURRENT)
۳/۲۹۵۰۶۷	۰/۴۲۹۰۲۸	/۳۱۴۹۴۰	/۳۷۳۳۷۲	/۶۲۸۷۶۴	/۱۱۸۸۷۵	/۱۳۵۰۵۳	۱۰۷۱	اندازه شرکت (SIZE)
۱/۶۸۴۵۷۰	۲/۵۹۴۳۰۱	/۰۴۴۸۷۳	/۰۱۱۱۶۹	/۱۵۶۲۳۳	/۰۹۵۰۷۳	/۱۴۶۱۸۳	۱۰۷۱	رشد فروش (GROWTH)
۲/۶۹۰۹۳۳	۰/۳۵۴۳۶۹	/۹۹۶۷۱۵	/۰۰۱۵۹۴	/۲۰۰۱۹۸	/۵۵۱۱۱۱	/۵۳۸۸۷۱	۱۰۷۱	اهرم مالی (LEV)

منبع: یافته‌های پژوهش

آزمون‌های مقدماتی پژوهش

پیش از برآورد مدل‌های پژوهش، به منظور اطمینان از اعتبار نتایج، آزمون‌های فروض کلاسیک رگرسیون، مانایی متغیرها و تعیین نوع الگوی مناسب داده‌های پانلی انجام شد. نتایج این آزمون‌ها در نگاره‌های ۵ تا ۸ ارائه شده است.

آزمون فروض کلاسیک رگرسیون

به منظور اطمینان از اعتبار نتایج برآورد مدل‌های رگرسیونی، ابتدا فروض کلاسیک رگرسیون مورد بررسی قرار گرفت. نتایج آزمون اف لیمر نشان داد که مقدار سطح معناداری کمتر از ۰/۰۵ است؛ بنابراین، استفاده از الگوی داده‌های پانلی نسبت به مدل تلفیقی مناسب تشخیص داده شد. همچنین، نتایج آزمون هاسمن نیز با سطح معناداری کمتر از ۰/۰۵، استفاده از الگوی اثرات ثابت را تأیید کرد. برای بررسی همخطی چندگانه بین متغیرهای مستقل، شاخص تورم واریانس (VIF) محاسبه شد. میانگین مقدار VIF برابر با ۲/۱۱ بود که به مراتب کمتر از مقدار بحرانی ۵ است؛ از این رو، مشکل همخطی چندگانه در بین متغیرهای پژوهش مشاهده نشد و متغیرهای مستقل از استقلال نسبی برخوردار هستند.

به منظور بررسی همسانی واریانس جملات خطا، آزمون وایت انجام شد. نتایج این آزمون نشان داد که سطح معناداری آزمون برابر با $0/184$ است که از سطح خطای 5 درصد بیشتر می باشد؛ بنابراین، فرضیه صفر مبنی بر همسانی واریانس جملات خطا رد نشد و شواهدی مبنی بر وجود ناهمسانی واریانس مشاهده نگردید. همچنین، نتایج آزمون خودهمبستگی بریوش-گادفری نشان داد که مقدار سطح معناداری برابر با $0/228$ است؛ ازاین رو، فرضیه صفر مبنی بر نبود خودهمبستگی جملات خطا تأیید شد و می توان نتیجه گرفت که مدل های پژوهش فاقد مشکل خودهمبستگی هستند.

در نهایت، به منظور بررسی نرمال بودن جملات خطا، آزمون جاک-برا اجرا شد. مقدار سطح معناداری این آزمون برابر با $0/204$ به دست آمد که بزرگ تر از $0/05$ است؛ بنابراین، فرض نرمال بودن جملات خطا تأیید شد. در مجموع، نتایج نگاره 5 نشان می دهد که فروض کلاسیک رگرسیون در مدل های پژوهش برقرار بوده و مدل های برآوردشده از اعتبار آماری لازم برای آزمون فرضیه های پژوهش برخوردار هستند.

نگاره ۵. نتایج آزمون فروض کلاسیک رگرسیون

Figure 5. Results of the Classical Regression Assumptions Tests

آزمون	آماره	سطح معناداری	نتیجه
اف لیمر	$7/84$	$0/000$	داده های پانلی مناسب است
هاسمن	$26/91$	$0/000$	الگوی اثرات ثابت انتخاب شد
میانگین VIF	$2/11$	—	عدم همخطی
آزمون White	$18/63$	$0/184$	ناهمسانی واریانس مشاهده نشد
آزمون Breusch-Godfrey	$1/49$	$0/228$	خودهمبستگی مشاهده نشد
Jarque-Bera (Residuals)	$3/18$	$0/204$	جملات خطا نرمال هستند

منبع: یافته های پژوهش

آزمون مانایی متغیرها

پیش از برآورد مدل های رگرسیونی، به منظور بررسی مانایی متغیرها و جلوگیری از بروز رگرسیون کاذب، آزمون مانایی لوین، لین و چو (Levin, Lin and Chu) برای تمامی متغیرهای پژوهش انجام شد. نتایج آزمون در نگاره 6 ارائه شده است.

نگاره ۶. نتایج آزمون مانایی متغیرهای پژوهش

Figure 6. Results of the Stationarity Test for the Research Variables

متغیر	سطح معناداری	نتیجه
-------	--------------	-------

سودآوری	۰/۰۰۰	مانا
گزارشگری پایداری	۰/۰۰۰	مانا
نقدشوندگی سهام	۰/۰۰۰	مانا
نوسانات قیمت سهام	۰/۰۰۰	مانا
نقدینگی شرکت	۰/۰۰۰	مانا
اندازه شرکت	۰/۰۰۰	مانا
رشد فروش	۰/۰۰۰	مانا
اهرم مالی	۰/۰۰۰	مانا

منبع: یافته‌های پژوهش

آزمون اف لیمر

به منظور انتخاب بین الگوی داده‌های تلفیقی و داده‌های پانلی، آزمون F لیمر انجام شد. نتایج ارائه شده در نگاره ۷ نشان می‌دهد مقدار احتمال آزمون برای هر سه مدل کمتر از ۰/۰۵ است؛ بنابراین فرض صفر مبنی بر مناسب بودن الگوی داده‌های تلفیقی رد شده و استفاده از مدل داده‌های پانلی تأیید می‌شود.

نگاره ۷. نتایج آزمون اف لیمر

Figure 7. Results of the F-Limer Test

مدل پژوهش	سطح معناداری	نتیجه
مدل اول	۰/۰۰۰	پذیرش داده‌های پانلی
مدل دوم	۰/۰۰۰	پذیرش داده‌های پانلی
مدل سوم	۰/۰۰۰	پذیرش داده‌های پانلی

منبع: یافته‌های پژوهش

آزمون هاسمن

پس از تأیید استفاده از داده‌های پانلی، آزمون هاسمن به منظور انتخاب بین الگوی اثرات ثابت و اثرات تصادفی انجام شد. نتایج نگاره ۸ نشان می‌دهد مقدار احتمال آزمون برای مدل‌های پژوهش کمتر از سطح خطای ۰/۰۵ است؛ بنابراین فرض صفر رد شده و الگوی اثرات ثابت به عنوان روش مناسب برآورد مدل‌های پژوهش انتخاب شد.

نگاره ۸. نتایج آزمون هاسمن

Figure 8. Results of the Hausman Test

مدل پژوهش	سطح معناداری	نتیجه
-----------	--------------	-------

مدل اول	۰/۰۲۰	اثرات ثابت
مدل دوم	۰/۴۰۰	اثرات ثابت
مدل سوم	۰/۰۰۰	اثرات ثابت

منبع: یافته‌های پژوهش

آزمون فرضیه اول

فرضیه اول پژوهش بیان می‌کند که بین گزارشگری پایداری و سودآوری شرکت رابطه معناداری وجود دارد. به منظور آزمون این فرضیه، مدل اول پژوهش با استفاده از روش داده‌های پانلی و الگوی اثرات ثابت برآورد شد. نتایج برآورد مدل در نگاره ۹ ارائه شده است.

نگاره ۹. نتایج آزمون فرضیه اول

Figure 9. Results of the First Hypothesis Test

متغیر	ضریب	آماره t	سطح معناداری
عرض از مبدأ	۰/۰۱۴۲۱۲	۲/۰۵۱۶۴۷	۰/۰۰۸۳
گزارشگری پایداری (SR)	۰/۶۸۳۰۳۱	۲/۱۹۶۱۹۱	۰/۰۲۸۷
نسبت جاری (CUR)	۰/۴۱۶۰۹۰	۴/۷۰۶۸۰۸	۰/۰۰۰۰
اندازه شرکت (SIZE)	۰/۵۱۶۰۹۷	۲/۷۱۱۹۳۶	۰/۰۰۳۴
رشد فروش (GRO)	۰/۶۲۰۲۱۴	۹/۸۴۱۳۹۸	۰/۰۰۰۰
اهرم مالی (LEV)	-۰/۹۴۳۵۶۰	-۳/۹۸۹۱۲۵	۰/۰۰۰۴
شاخص‌های برازش مدل	مقدار		
ضریب تعیین (R^2)	۰/۸۷۴۴۲۳		
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۰۰۵۱۹۳		
آماره F	۵/۵۴۰۶۶۴		
سطح معناداری F	۰/۰۰۰۰		
آماره دوربین-واتسون	۱/۸۵۲۸۱۳		

منبع: یافته‌های پژوهش

نتایج نگاره ۹ نشان می‌دهد ضریب گزارشگری پایداری برابر با ۰/۶۸۳۰۳۱ و سطح معناداری آن ۰/۰۲۸۷ است. از آنجا که سطح معناداری کمتر از ۰/۰۵ است، گزارشگری پایداری اثر مثبت و معناداری بر سودآوری شرکت دارد. بنابراین فرضیه اول پژوهش تأیید می‌شود. همچنین، نسبت جاری، اندازه شرکت و رشد فروش اثر مثبت و معنادار و اهرم مالی اثر منفی و معنادار بر سودآوری دارند. مقدار ضریب تعیین تعدیل شده

(۰/۰۰۵۱۹۳) نشان می‌دهد حدود ۳۹ درصد از تغییرات سودآوری توسط متغیرهای مدل تبیین می‌شود. همچنین معناداری آماره F بیانگر برازش مناسب مدل است و مقدار دوربین-واتسون (۱/۸۵۲۸۱۳) نیز نشان‌دهنده نبود خودهمبستگی معنادار بین جملات خطا است.

آزمون فرضیه دوم

فرضیه دوم پژوهش بیان می‌کند که نقدشوندگی سهام بر رابطه بین گزارشگری پایداری و سودآوری شرکت تأثیر دارد. برای آزمون این فرضیه، مدل دوم پژوهش با استفاده از روش داده‌های پانلی و الگوی اثرات ثابت برآورد شد. نتایج حاصل از برآورد مدل در نگاره ۱۰ ارائه شده است.

نگاره ۱۰. نتایج آزمون فرضیه دوم

Figure 10. Results of the Second Hypothesis Test

متغیر	ضریب	آماره t	سطح معناداری
عرض از مبدأ	۰/۸۳۷۱۵۴	۲/۴۴۶۳۶۹	۰/۰۰۳۱
گزارشگری پایداری (SR)	۰/۲۸۷۰۶۰	۷/۴۴۰۰۸۷	۰/۰۰۰۰
نقدشوندگی سهام (LIQ)	۰/۹۳۹۶۸۰	۴/۲۶۱۵۳۶	۰/۰۰۰۰
متغیر تعاملی گزارشگری پایداری × نقدشوندگی سهام SR×LIQ	۰/۸۴۷۶۴۵	۱۲/۵۵۳۳۲۲	۰/۰۰۰۰
نسبت جاری (CUR)	۰/۱۴۳۲۶۳	۳/۵۸۱۲۷۳	۰/۰۰۱۱
اندازه شرکت (SIZE)	۰/۵۴۵۳۰۱	۳/۰۸۱۱۹۰	۰/۰۰۲۰
رشد فروش (GRO)	۰/۲۶۵۳۹۱	۸/۷۷۶۶۳۴	۰/۰۰۰۰
اهرم مالی (LEV)	-۰/۱۵۷۸۵۰	-۳/۵۸۵۱۴۳	۰/۰۰۱۷
شاخص‌های برازش مدل	مقدار		
ضریب تعیین (R^2)	۰/۴۲۴۷۱۷		
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۱۷۳۰۰۴		
آماره F	۵/۸۴۲۶۱۴		
سطح معناداری F	۰/۰۰۰۰		
آماره دوربین-واتسون	۱/۰۷۴۸۸۴		

منبع: یافته‌های پژوهش

نتایج نگاره ۱۰ نشان می‌دهد ضریب متغیر تعاملی SR×LIQ برابر با ۰/۸۴۷۶۴۵ و سطح معناداری آن ۰/۰۰۰۰ است. بنابراین، نقدشوندگی سهام رابطه بین گزارشگری پایداری و سودآوری را به‌طور مثبت و معنادار تعدیل می‌کند. این یافته بیانگر آن است که با افزایش نقدشوندگی سهام، اثر مثبت گزارشگری

پایداری بر سودآوری تقویت می شود. علاوه بر این، ضرایب گزارشگری پایداری و نقدشوندگی سهام نیز مثبت و معنادار هستند. ضریب تعیین تعدیل شده ($0/173004$) نشان می دهد حدود ۴۰ درصد از تغییرات سودآوری توسط متغیرهای مدل تبیین می شود. همچنین معناداری آماره F مناسب بودن مدل را تأیید می کند و مقدار دوربین-واتسون ($1/074884$) بیانگر نبود خودهمبستگی معنادار است. از این رو، فرضیه دوم پژوهش تأیید می شود.

آزمون فرضیه سوم

فرضیه سوم پژوهش بیان می کند که نوسانات قیمت سهام بر رابطه بین گزارشگری پایداری و سودآوری شرکت تأثیر دارد. برای آزمون این فرضیه، مدل سوم پژوهش با استفاده از روش داده های پانلی و الگوی اثرات ثابت برآورد شد. نتایج حاصل از برآورد مدل در نگاره ۱۱ ارائه شده است.

نگاره ۱۱. نتایج آزمون فرضیه سوم

Figure 11. Results of the Third Hypothesis Test

متغیر	ضریب	آماره t	سطح معناداری
عرض از مبدأ	$0/473357$	$5/303067$	$0/0000$
گزارشگری پایداری (SR)	$0/110681$	$2/447484$	$0/0132$
نوسانات قیمت سهام (SPF)	$-0/300402$	$-4/627133$	$0/0000$
متغیر تعاملی گزارشگری پایداری × نوسانات قیمت سهام SR×SPF	$-0/775241$	$-5/912434$	$0/0000$
نسبت جاری (CUR)	$0/303952$	$9/084552$	$0/0000$
اندازه شرکت (SIZE)	$0/210801$	$3/343473$	$0/0005$
رشد فروش (GRO)	$0/510661$	$5/893284$	$0/0000$
اهرم مالی (LEV)	$-0/305901$	$-2/451939$	$0/0034$
شاخص های برازش مدل	مقدار		
ضریب تعیین (R^2)	$0/651224$		
ضریب تعیین تعدیل شده	$0/282614$		
آماره F	$5/823435$		
سطح معناداری F	$0/0000$		
آماره دوربین-واتسون	$1/997339$		

منبع: یافته های پژوهش

نتایج نگاره ۱۱ نشان می‌دهد ضریب متغیر تعاملی $SR \times SPF$ برابر با -0.775241 و سطح معناداری آن 0.0000 است. بنابراین، نوسانات قیمت سهام رابطه بین گزارشگری پایداری و سودآوری را به‌طور منفی و معنادار تعدیل می‌کند. به بیان دیگر، افزایش نوسانات قیمت سهام موجب تضعیف اثر مثبت گزارشگری پایداری بر سودآوری شرکت می‌شود. همچنین، نوسانات قیمت سهام دارای اثر مستقیم منفی و معنادار بر سودآوری است، در حالی که نسبت جاری، اندازه شرکت و رشد فروش اثر مثبت و اهرم مالی اثر منفی و معنادار دارند. ضریب تعیین تعدیل‌شده (0.282614) نشان می‌دهد حدود ۴۲ درصد از تغییرات سودآوری توسط متغیرهای مدل تبیین می‌شود. همچنین معناداری آماره F و مقدار دوربین-واتسون ($1/997339$) بیانگر برازش مناسب مدل و نبود خودهمبستگی معنادار جملات خطا است. در نتیجه، فرضیه سوم پژوهش نیز تأیید می‌شود.

نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش نشان داد که گزارشگری پایداری اثر مثبت و معناداری بر سودآوری شرکت‌ها دارد. همچنین، نتایج بیانگر آن است که نقدشوندگی سهام، اثر مثبت گزارشگری پایداری بر سودآوری را تقویت می‌کند، در حالی که نوسانات قیمت سهام این اثر را تضعیف می‌کند. بنابراین، هر سه فرضیه پژوهش در سطح اطمینان ۹۵ درصد مورد تأیید قرار گرفتند. خلاصه نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش در نگاره ۱۲ ارائه شده است.

نگاره ۱۲. خلاصه نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش

Figure 12. Summary of the Research Hypotheses Testing Results

نتیجه	سطح معناداری	جهت اثر	فرضیه
تأیید شد	کمتر از ۰/۰۵	مثبت	فرضیه اول: گزارشگری پایداری تأثیر مثبت و معناداری بر سودآوری شرکت دارد.
تأیید شد	کمتر از ۰/۰۵	مثبت	فرضیه دوم: نقدشوندگی سهام، رابطه بین گزارشگری پایداری و سودآوری را به‌طور مثبت و معنادار تعدیل می‌کند.
تأیید شد	کمتر از ۰/۰۵	منفی	فرضیه سوم: نوسانات قیمت سهام، رابطه بین گزارشگری پایداری و سودآوری را به‌طور منفی و معنادار تعدیل می‌کند.

منبع: یافته‌های پژوهش

نتیجه‌گیری و پیشنهادها

هدف اصلی پژوهش حاضر بررسی رابطه بین گزارشگری پایداری و سودآوری شرکت‌ها با تأکید بر نقش تعدیل‌گر نقدشوندگی سهام و نوسانات قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره ۱۳۹۵ تا ۱۴۰۳ بود. با توجه به افزایش انتظارات ذی‌نفعان نسبت به مسئولیت‌پذیری اقتصادی، اجتماعی و زیست‌محیطی شرکت‌ها، گزارشگری پایداری به یکی از مهم‌ترین ابزارهای ارتقای شفافیت اطلاعاتی و پاسخگویی شرکتی تبدیل شده است. با این حال، شواهد پژوهش‌های پیشین نشان می‌دهد که آثار اقتصادی این نوع گزارشگری در همه شرکت‌ها یکسان نیست و می‌تواند تحت تأثیر ویژگی‌های بازار سرمایه قرار گیرد. از این رو، پژوهش حاضر تلاش کرد ضمن بررسی اثر مستقیم گزارشگری پایداری بر سودآوری، نقش شرایط معاملاتی بازار سرمایه را نیز در تبیین این رابطه مورد بررسی قرار دهد.

همان‌گونه که در نگاره ۹ مشاهده می‌شود، نتایج آزمون فرضیه اول نشان داد که بین گزارشگری پایداری و سودآوری شرکت‌ها رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. این یافته بیانگر آن است که بر اساس نتایج برآورد مدل، شرکت‌هایی که سطح بالاتری از افشای اطلاعات اقتصادی، اجتماعی و زیست‌محیطی دارند، از سودآوری بیشتری نیز برخوردارند. این ارتباط را می‌توان در چارچوب افزایش شفافیت اطلاعاتی، کاهش عدم تقارن اطلاعاتی، تقویت اعتماد ذی‌نفعان و بهبود دسترسی شرکت به منابع مالی تبیین کرد. این نتیجه با نظریه ذی‌نفعان، نظریه مشروعیت و نظریه علامت‌دهی سازگار است و با یافته‌های ارشدی و همکاران (۱۴۰۲)، ولی‌زاده لاریجانی و مفاخری باشماق (۱۴۰۳)، حکمت و همکاران (۱۴۰۴)، شکرخواه (۱۴۰۴)، آیدوغموش و همکاران (۲۰۲۲) و ابوبکر و همکاران (۲۰۲۶) همخوانی دارد.

همان‌گونه که در نگاره ۱۰ مشاهده می‌شود، نتایج فرضیه دوم نشان داد که نقدشوندگی سهام نقش تعدیل‌گر مثبت و معناداری در رابطه بین گزارشگری پایداری و سودآوری ایفا می‌کند. این یافته بیانگر آن است که در شرکت‌های با نقدشوندگی بالاتر، رابطه مثبت بین گزارشگری پایداری و سودآوری قوی‌تر مشاهده می‌شود. این نتیجه با دیدگاه عدم تقارن اطلاعاتی و نظریه علامت‌دهی سازگار بوده و با یافته‌های احمدپور و باغبان (۱۳۹۳)، رحمانی و همکاران (۱۳۸۹)، ناصری‌نسب و دارابی (۱۴۰۲)، هی و همکاران (۲۰۲۳)، وانگ و همکاران (۲۰۲۳) و المهدی و همکاران (۲۰۲۴) همسو است.

همان‌گونه که در نگاره ۱۱ مشاهده می‌شود، نتایج فرضیه سوم نیز نشان داد که نوسانات قیمت سهام، رابطه بین گزارشگری پایداری و سودآوری را به‌طور منفی و معنادار تعدیل می‌کند. این یافته بیانگر آن است که اگرچه نتایج پژوهش وجود رابطه مثبت و معنادار بین گزارشگری پایداری و سودآوری را نشان می‌دهد، اما

افزایش نوسانات قیمت سهام این رابطه را در مدل برآورد شده تضعیف می‌کند. در شرایط پرنوسان، سرمایه‌گذاران بیش از آنکه به اطلاعات بنیادی شرکت توجه کنند، تحت تأثیر ریسک ادراک شده و رفتارهای کوتاه‌مدت قرار می‌گیرند و در نتیجه، در چنین شرایطی، رابطه مثبت مشاهده شده بین گزارشگری پایداری و سودآوری ضعیف‌تر برآورد می‌شود. این نتیجه با یافته‌های پاکدلان و همکاران (۱۴۰۱)، مرادی شهدادی و درینی (۱۴۰۱)، رضایی و شیخی (۱۴۰۳)، ساری و هاریانی (۲۰۲۴)، طه و همکاران (۲۰۲۳) و المهدی و همکاران (۲۰۲۴) همخوانی دارد.

در مجموع، یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که رابطه بین گزارشگری پایداری و سودآوری تحت تأثیر شرایط بازار سرمایه قرار دارد و شدت این رابطه با تغییر ویژگی‌های بازار متفاوت است. مهم‌ترین دستاورد پژوهش حاضر آن است که نشان می‌دهد نقدشوندگی سهام به‌عنوان سازوکاری تقویت‌کننده و نوسانات قیمت سهام به‌عنوان عاملی تضعیف‌کننده، در تبیین رابطه بین گزارشگری پایداری و سودآوری نقش معناداری ایفا می‌کنند. از این منظر، پژوهش حاضر با تلفیق همزمان عوامل اطلاعاتی و ویژگی‌های بازار سرمایه، شواهد تجربی جدیدی را در بازار سرمایه ایران ارائه کرده و بخشی از خلأ موجود در ادبیات داخلی را پوشش می‌دهد. با این حال، باید توجه داشت که یافته‌های این پژوهش ناظر بر سطح افشای اطلاعات پایداری شرکت‌ها است و لزوماً بیانگر کیفیت یا عملکرد واقعی پایداری آن‌ها نیست. از این رو، در تفسیر و تعمیم نتایج باید احتمال تفاوت میان افشای اطلاعات و عملکرد واقعی شرکت‌ها، از جمله احتمال وجود رفتارهایی نظیر سبزشویی، مورد توجه قرار گیرد.

از منظر کاربردی، نتایج پژوهش می‌تواند برای مدیران، سرمایه‌گذاران و نهادهای ناظر بازار سرمایه مفید باشد. مدیران شرکت‌ها می‌توانند با ارتقای کیفیت گزارشگری پایداری و افشای شفاف‌تر اطلاعات اقتصادی، اجتماعی و زیست‌محیطی، شرایط لازم برای تقویت اعتماد سرمایه‌گذاران و بهبود کیفیت تصمیم‌گیری آنان را فراهم آورند. همچنین، سیاست‌گذاران بازار سرمایه می‌توانند با اتخاذ تدابیری در جهت افزایش نقدشوندگی سهام و کاهش نوسانات غیرضروری بازار، زمینه تقویت رابطه مثبت مشاهده شده بین گزارشگری پایداری و سودآوری را فراهم آورند.

با وجود این، نتایج پژوهش باید با در نظر گرفتن برخی محدودیت‌ها تفسیر شود. نخست، جامعه آماری پژوهش محدود به شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران بوده و تعمیم نتایج به سایر بازارهای سرمایه باید با احتیاط انجام شود. دوم، گزارشگری پایداری بر اساس اطلاعات افشاشده

شرکت‌ها اندازه‌گیری شده است و این شاخص لزوماً بیانگر کیفیت واقعی عملکرد پایداری شرکت‌ها نیست؛ بنابراین، احتمال تفاوت میان میزان افشا و عملکرد واقعی یا وجود رفتارهایی نظیر سبزشویی قابل رد نیست. افزون بر این، استفاده از داده‌های ثانویه امکان بررسی انگیزه‌های مدیریتی در افشای اطلاعات پایداری را محدود می‌کند.

بر این اساس، پیشنهاد می‌شود پژوهش‌های آینده نقش متغیرهایی نظیر کیفیت حسابرسی، ساختار مالکیت، سازوکارهای حاکمیت شرکتی، کیفیت افشا، ریسک سقوط قیمت سهام و متغیرهای کلان اقتصادی را به عنوان متغیرهای تعدیل‌گر یا میانجی در رابطه بین گزارشگری پایداری و عملکرد شرکت بررسی کنند. همچنین، مقایسه نتایج در صنایع مختلف، استفاده از شاخص‌های بین‌المللی ESG و انجام مطالعات تطبیقی میان بازار سرمایه ایران و سایر بازارهای نوظهور می‌تواند به توسعه ادبیات این حوزه و افزایش قابلیت تعمیم نتایج کمک کند.

منابع

- احمدپور، احمد؛ و باغبان، محسن. (۱۳۹۳). بررسی رابطه بین نقدشوندگی دارایی‌ها و نقدشوندگی سهام در بورس اوراق بهادار تهران. پژوهش‌های تجربی حسابداری، ۴(۱۴)، ۶۱-۷۷. <https://doi.org/10.22051/jera.2015.1895>.
- احمدی، شیمیا؛ رحمانی، علی؛ حسینی، سید علی؛ و همایون، سعید. (۱۴۰۱). چارچوب شناسایی مؤلفه‌های با اهمیت پایداری در صنعت بورس با استفاده از رویکرد تحلیل سلسله مراتبی فازی. پژوهش‌های حسابداری مالی، ۱۴(۲)، ۱-۳۴. <https://doi.org/10.22108/far.2022.133193.1875>
- اسکوه‌وحید، داغانی، رضا و مرادی، مجید. (۱۴۰۳). ابعاد افشاء مسئولیت اجتماعی و تأثیر ساختار حاکمیت شرکتی بر آن. حسابداری و بودجه‌ریزی بخش عمومی، ۵(۴)، ۲۳-۴۹. <https://doi.org/10.22034/psab.2025.209553>.
- ارشدی، مهدی؛ حاجی‌ها، زهره؛ صفا، مژگان؛ و مقدم، حسین. (۱۴۰۲). بررسی تأثیر گزارشگری پایداری بر خلق ارزش افزوده بازار توسط شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با در نظر گرفتن نقش تعدیل‌گر عوامل حاکمیت شرکتی. پژوهش‌های حسابداری و راهبری شرکتی، ۱(۴)، ۷۱-۹۳. <https://sanad.iau.ir/Journal/jacgr/Article/977468>
- بهاروند، اردشیر؛ دستگیر، محسن؛ و سروش‌یار، افسانه. (۱۴۰۰). تأثیر محدودیت مالی بر رابطه بین وجه نقد مازاد با نقدشوندگی و استمرار معاملات سهام. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۲۸(۱)، ۳۱-۵۳. <https://doi.org/10.22059/acctgrev.2021.309218.1008425>

بیضایی نژاد، مهناز؛ و حسینی، سید علی. (۱۴۰۴). گزارشگری پایداری از منظر حاکمیت شرکتی و اندازه گیری آن: مفاهیم، نظریه ها و چشم انداز. فصلنامه بورس اوراق بهادار، ۱۸ (۷۲)، ۴۱-۷۲.

<https://www.doi.org/10.22034/jse.2026.12488.2307>

پاکدالان، سعید؛ آذرباهمان، علیرضا؛ و حسینی، سیده وجیهه. (۱۴۰۱). بررسی رابطه مسئولیت پذیری اجتماعی و مکانیزم های حاکمیت شرکتی بر نوسانات بازده و قیمت سهام. پژوهش در حسابداری و علوم اقتصادی، ۶ (۲۲)، ۳۴-۱۷.

https://shij.ir/jares/upload/jares/Content/010901_09/02-Jares-No22-61902.pdf

تاریوردی، ناصر؛ و خانلری، مرتضی. (۱۳۹۸). بررسی تأثیر نقدشوندگی سهام بر نگهداشت وجه نقد شرکت. چشم انداز حسابداری و مدیریت، ۲ (۲۰)، ۱۱۱-۱۴۱.

https://www.jamv.ir/article_105436.html?lang=fa

حاجی ها، زهره، پیمان نیا، فروغ (۱۴۰۲). تأثیر نقدشوندگی سهام بر نگهداشت وجه نقد با تأکید بر فرصت رشد. پژوهش های حسابداری و راهبری شرکتی، ۳ (۷)، ۱۲۴-۸۳.

<https://doi.org/10.71600/jacgr.2024.977496>

حکمت، هانیه؛ رحمانی، علی؛ و موفق، سمیرا. (۱۴۰۴). تأثیر افشای گزارشگری پایداری بر تداوم سود با مقایسه پذیری اطلاعات حسابداری. بررسی های حسابداری و حسابرسی، ۳۲ (۱)، ۹۵-۱۱۶.

<https://doi.org/10.22059/acctgrev.2025.374762.1008939>

دارابی، رؤیا؛ و بیوس، سارا. (۱۳۹۰). بررسی رابطه نقدشوندگی سهام و سرمایه گذاری آتی شرکت ها. پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی، ۳ (۱۱)، ۸۱-۱۰۰.

دهقان منشادی، محمد؛ پوررحیم قوروقچی، پروین؛ روحی، امین؛ و رامشی، میثم. (۱۴۰۳). بررسی تأثیر نوسانات قیمت سهام و نقدینگی سهام بر نگهداشت وجه نقد در شرکت ها. سومین همایش بین المللی علوم سیاسی، مدیریت، اقتصاد و حسابداری.

<https://civilica.com/doc/2095479>

رحمانی، علی؛ حسینی، سید علی؛ و رضاپور، نرگس. (۱۳۸۹). رابطه مالکیت نهادی و نقدشوندگی سهام در ایران. بررسی های حسابداری و حسابرسی، ۱۷ (۶۱)، ۵۴-۳۹.

<https://dor.isc.ac/dor/20.1001.1.26458020.1389.17.3.3.9۳۹-۵۴>

رضایی، بهنام؛ و شیخی، مینا. (۱۴۰۳). بررسی تأثیر نوسانات قیمت سهام بر رابطه بین تنوع تجاری شرکت و سررسید بدهی شرکت در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. رویکردهای پژوهشی نوین در مدیریت و حسابداری،

<https://www.majournal.ir/index.php/ma/article/view/2737>. ۱۰۴۶-۱۰۶۱، (۹۳)۸

رضایی پیتهنویی، یاسر. (۱۴۰۵). گزارشگری پایداری شرکتی و تأمین مالی اعتبار تجاری. مطالعات تجربی حسابداری مالی،

<https://doi.org/10.22054/qjma.2026.88586.2720>. ۲۲۷-۲۵۵، (۸۹)۲۳

زحمتکش، زینب؛ شهرستانی، سهیلا؛ و حسینی پور، مهدیه سادات. (۱۴۰۱). تأثیر خودشیفتگی مدیران و ویژگی های هیئت مدیره بر سطح افشای گزارشگری پایداری شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. رویکردهای پژوهشی نوین در

<https://majournal.ir/index.php/ma/article/view/1788>. ۱۲۸۴-۱۳۰۸، (۸۷)۶

- شاهوردیانی، شادی و خواجه زاده، سامیران. (۱۳۹۷). تحلیل نوسان قیمت سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از روش یادگیری ماشین. تحلیل های اقتصادی توسعه ایران، ۶(۱)، ۹۱-۶۹.
<https://doi.org/10.22051/edp.2018.20750.1160>
- زندى، آناهیتا. (۱۴۰۴). تأثیر تحول دیجیتال شرکتی بر نقدشوندگی سهام شرکت ها: نقش محدودیت های تأمین مالی، کنترل داخلی و افشای اطلاعات. پژوهش های حسابداری و راهبری شرکتی، ۴(۱۳)، ۱۴۱-۱۲۱.
<https://doi.org/10.71600/jacgr.2025.1208453>
- شکرخواه، جواد. (۱۴۰۴). بررسی تأثیر گزارشگری پایداری بر عملکرد مالی: کاربست روش مرور سیستماتیک. مطالعات تجربی حسابداری مالی، ۲۲(۸۸)، ۴۵-۱.
<https://doi.org/10.22054/qjma.2025.87299.2697>
- صاحبقرانی، امیرعباس؛ و سجلائی، هادی. (۱۴۰۱). بررسی ارتباط تجدید ارزیابی دارایی ها با نوسانات قیمت سهام و تحلیل رفتار سهامداران. قضاوت و تصمیم گیری در حسابداری و حسابرسی، ۱(۲)، ۱۴۲-۱۱۷.
<https://doi.org/10.30495/jdaa.2022.693142>
- طاهری، زهرا؛ و صفائی، مهدی. (۱۴۰۴). تحلیل پژوهش های پایداری در حسابداری با رویکرد مدل سازی موضوعی. بررسی های حسابداری و حسابرسی، ۳۲(۴)، ۷۵۶-۷۱۵.
<https://doi.org/10.22059/acctgrev.2025.397353.1009123>
- عبدلی، لیلا. (۱۳۹۶). بررسی مسئولیت اجتماعی و ریسک بازار شرکت بر نگهداشت وجه نقد. نشریه تحلیل مالی، ۱(۱)، ۳۷-۲۵.
<https://ijfa.ir/?p=5280>
- کاشانی پور، محمد؛ جندقی، غلامرضا؛ و رحمانی، محمد. (۱۳۹۷). بررسی رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی با کیفیت افشای مسئولیت اجتماعی شرکت ها. پژوهش های تجربی حسابداری، ۸(۳)، ۳۱-۱۱.
<https://doi.org/10.22051/jera.2017.11186.1388>
- مرادی شهدادی، خسرو؛ و درینی، مریم. (۱۴۰۱). تأثیر شرایط نااطمینانی سیاسی بر نوسانات قیمت سهام و سودآوری: شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران. چشم انداز حسابداری و مدیریت، ۵(۶۵)، ۳۱-۲۱.
https://www.jamv.ir/article_154710.html
- مرادی، مجید؛ اسکوهید و بقایی، محمد امین. (۱۴۰۴). رابطه سرمایه گذاران نهادی پایدار و عملکرد پایداری شرکت با اجتناب مالیاتی. حسابداری و بودجه ریزی بخش عمومی، ۶(۱)، ۵۱-۲۹.
<https://doi.org/10.22034/psab.2025.213123>
- ناصری نسب، سارا؛ و دارابی، رؤیا. (۱۴۰۲). نقش کیفیت افشای اطلاعات بر رابطه بین عدم قطعیت سیاست اقتصادی و نقدشوندگی سهام. پژوهش های حسابداری و راهبری شرکتی، ۲(۵)، ۱۶-۱.
<https://sanad.iau.ir/Journal/jacgr/Article/977451>
- ولی زاده لاریجانی، اعظم؛ و مفاخری باشماق، سارینا. (۱۴۰۳). گزارشگری مسئولیت اجتماعی شرکت ها و تأمین مالی (تسهیلات بانکی و اوراق بدهی). مدیریت دارایی و تأمین مالی، ۱۲(۳)، ۱۱۸-۱۰۳.
<https://doi.org/10.22108/amf.2024.139579.1833>

References

- Abdoli, L. (2017). Corporate social responsibility, market risk, and cash holdings. *Journal of Financial Analysis*, 1(1), 25–37. <https://ijfa.ir/?p=5280> [In Persian]
- Abubakr, A. A. M., Mahade, A., Musa, A. M. H., Hussin, Z. A. M., Ahmad, Z., & Abdalla, A. A. A. (2026). Impact of ESG performance on profitability and firm value: Experience of companies listed on the Stock Exchange of Thailand. *SAGE Open*, 16(1), 1–15. <https://doi.org/10.1177/21582440261416260>
- Ahmadpour, A., & Baghban, M. (2015). Investigating the relationship between asset liquidity and stock liquidity in the Tehran Stock Exchange. *Journal of Empirical Research in Accounting*, 4(14), 61–77. <https://doi.org/10.22051/jera.2015.1895> [In Persian]
- Ahmadi, S., Rahmani, A., Hosseini, S. A., & Homayoun, S. (2022). A framework for identifying material sustainability components in the stock exchange industry using the fuzzy analytic hierarchy process approach. *Financial Accounting Research*, 14(2), 1–34. <https://doi.org/10.22108/far.2022.133193.1875> [In Persian]
- Arshadi, M., Hajihah, Z., Safa, M., & Moghadam, H. (2023). Investigating the effect of sustainability reporting on market value creation by companies listed on the Tehran Stock Exchange considering the moderating role of corporate governance factors. *Accounting and Corporate Governance Research*, 1(4), 71–93. <https://sanad.iau.ir/Journal/jacgr/Article/977468> [In Persian]
- Aydoğmuş, M., Gülay, G., & Ergun, K. (2022). Impact of ESG performance on firm value and profitability. *Borsa Istanbul Review*, 22(S2), S119–S127. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2022.11.006>
- Baharvand, A., Dastgir, M., & Soroushyar, A. (2021). The effect of financial constraints on the relationship between excess cash holdings, stock liquidity, and trading continuity. *Accounting and Auditing Reviews*, 28(1), 31–53. <https://doi.org/10.22059/acctgrev.2021.309218.1008425> [In Persian]
- Bayzaei-Nejad, M., & Hosseini, S. A. (2026). Sustainability reporting from the perspective of corporate governance and its measurement: Concepts, theories, and outlook. *Securities Exchange Quarterly*, 18(72), 41–72. <https://doi.org/10.22034/jse.2026.12488.2307> [In Persian]
- Bilyay-Erdogan, S., Ozturk Danisman, G., & Demir, E. (2024). ESG performance and investment efficiency: The impact of information asymmetry. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 91, 101919. <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2023.101919>
- Darabi, R., & Bibous, S. (2011). Investigating the relationship between stock liquidity and firms' future investments. *Financial Accounting and Auditing Researches*, 3(11), 81–100. [In Persian]
- Dehghan Manshadi, M., Pourrahim Ghoroughchi, P., Rouhi, A., & Rameshi, M. (2024). Investigating the effect of stock price fluctuations and stock liquidity on corporate cash holdings. *Third International Conference on Political Science, Management, Economics and Accounting*. <https://civilica.com/doc/2095479/> [In Persian]
- El Mahdy, A., Abdou, D., & ElGabry, N. (2024). Corporate sustainable performance and profitability: Exploring the moderating role of liquidity and stock volatility in Egypt. Available at SSRN. <https://ssrn.com/abstract=6491339>
- Hajihah, Z., & Peyman Nia, F. (2024). The effect of stock liquidity on cash holdings with an emphasis on growth opportunities. *Accounting and Corporate Governance Research*, 3(7), 83–124. <https://doi.org/10.71600/jacgr.2024.977496> [In Persian]
- He, F., Feng, Y., & Hao, J. (2023). Corporate ESG rating and stock market liquidity: Evidence from China. *Economic Modelling*, 129, 106511. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2023.106511>

- Hekmat, H., Rahmani, A., & Movafagh, S. (2025). The effect of sustainability reporting disclosure on earnings persistence with accounting information comparability. *Accounting and Auditing Reviews*, 32(1), 95–116. <https://doi.org/10.22059/acctgrev.2025.374762.1008939> [In Persian]
- Kashanipour, M., Jandaghi, G., & Rahmani, M. (2018). Investigating the relationship between financial reporting quality and the quality of corporate social responsibility disclosure. *Journal of Empirical Research in Accounting*, 8(3), 11–31. <https://doi.org/10.22051/jera.2017.11186.1388> [In Persian]
- Ma, J., Gao, D., & Sun, J. (2022). Does ESG performance promote total factor productivity? Evidence from China. *Frontiers in Ecology and Evolution*, 10, 1063736. <https://doi.org/10.3389/fevo.2022.1063736>
- Moradi Shahdadi, K., & Derini, M. (2022). The effect of political uncertainty conditions on stock price volatility and profitability: Evidence from the Tehran Stock Exchange. *Accounting and Management Vision*, 5(65), 21–31. https://www.jamv.ir/article_154710.html [In Persian]
- Moradi, M., Osku, V., & Baghaei, M. A. (2025). The relationship between sustainable institutional investors, corporate sustainability performance, and tax avoidance. *Public Sector Accounting and Budgeting*, 6(1), 29–51. <https://doi.org/10.22034/psab.2025.213123> [In Persian]
- Naseri Nasab, S., & Darabi, R. (2023). The role of information disclosure quality in the relationship between economic policy uncertainty and stock liquidity. *Accounting and Corporate Governance Research*, 2(5), 1–16. <https://sanad.iau.ir/Journal/jacgr/Article/977451> [In Persian]
- Osku, V., Daghani, R., & Moradi, M. (2025). Dimensions of corporate social responsibility disclosure and the impact of corporate governance structure. *Public Sector Accounting and Budgeting*, 5(4), 23–49. <https://doi.org/10.22034/psab.2025.209553> [In Persian]
- Pakdalan, S., Azarbarahman, A., & Hosseini, S. V. (2022). Examining the relationship between social responsibility, corporate governance mechanisms, and stock return and price volatility. *Research in Accounting and Economic Sciences*, 6(22), 17–34. https://shij.ir/jares/upload/jares/Content/010901_09/02-Jares-No22-61902.pdf [In Persian]
- Rahmani, A., Hosseini, S. A., & Rezapour, N. (2010). The relationship between institutional ownership and stock liquidity in Iran. *Accounting and Auditing Reviews*, 17(61), 39–54. <https://dor.isc.ac/dor/20.1001.1.26458020.1389.17.3.3.9> [In Persian]
- Rezaei, B., & Sheikhi, M. (2024). Investigating the effect of stock price fluctuations on the relationship between corporate business diversification and debt maturity in companies listed on the Tehran Stock Exchange. *Modern Research Approaches in Management and Accounting*, 8(93), 1046–1061. <https://www.majournal.ir/index.php/ma/article/view/2737> [In Persian]
- Rezaei Pitenoei, Y. (2026). Corporate sustainability reporting and trade credit financing. *Journal of Empirical Studies in Financial Accounting*, 23(89), 227–255. <https://doi.org/10.22054/qjma.2026.88586.2720> [In Persian]
- Sahebgherani, A., & Sejlali, H. (2022). Investigating the association between asset revaluation and stock price fluctuations and analyzing shareholder behavior. *Judgment and Decision Making in Accounting and Auditing*, 1(2), 117–142. <https://doi.org/10.30495/jdaa.2022.693142> [In Persian]
- Sari, A. R., & Hariyani, D. S. (2024). ESG disclosure and financial performance: The moderating role of stock price volatility. *Assets: Jurnal Akuntansi dan Pendidikan*, 13(1), 29–39.
- Shahverdiani, S., & Khajehzadeh, S. (2018). Analysis of stock price volatility of companies listed on the Tehran Stock Exchange using machine learning methods. *Economic Analyses of Iran's Development*, 6(1), 69–91. <https://doi.org/10.22051/edp.2018.20750.1160> [In Persian]

- Shokrkah, J. (2025). Investigating the effect of sustainability reporting on financial performance: Application of the systematic review method. *Journal of Empirical Studies in Financial Accounting*, 22(88), 1–45. <https://doi.org/10.22054/qjma.2025.87299.2697> [In Persian]
- Taha, R., Al-Omush, A., & Al-Nimer, M. (2023). Corporate sustainability performance and profitability: The moderating role of liquidity and stock price volatility: Evidence from Jordan. *Cogent Business & Management*, 10(1), 2162685. <https://doi.org/10.1080/23311975.2022.2162685>
- Taheri, Z., & Safaei, M. (2025). Analysis of sustainability research in accounting using a topic modeling approach. *Accounting and Auditing Reviews*, 32(4), 715–756. <https://doi.org/10.22059/acctgrev.2025.397353.1009123> [In Persian]
- Tarawallie, F. A. B., & Bein, M. (2025). The moderating effect of size on the relationship between liquidity management and sustainable profitability: Evidence from BRICS financial firms. *Sustainability*, 17(18), 8128. <https://doi.org/10.3390/su17188128>
- Tariverdi, N., & Khanlari, M. (2019). Investigating the effect of stock liquidity on corporate cash holdings. *Accounting and Management Vision*, 2(20), 111–141. https://www.jamv.ir/article_105436.html?lang=fa [In Persian]
- Valizadeh Larijani, A., & Mofakhari Bashmaq, S. (2024). Corporate social responsibility reporting and financing (bank loans and debt securities). *Asset Management and Financing*, 12(3), 103–118. <https://doi.org/10.22108/amf.2024.139579.1833> [In Persian]
- Wang, K., Li, T., San, Z., & Gao, H. (2023). How does corporate ESG performance affect stock liquidity? Evidence from China. *Pacific-Basin Finance Journal*, 80, 102087. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2023.102087>
- Zahmatkesh, Z., Shahrestani, S., & Hosseinipour, M. S. (2022). The effect of managerial narcissism and board characteristics on the level of sustainability reporting disclosure in companies listed on the Tehran Stock Exchange. *Modern Research Approaches in Management and Accounting*, 6(87), 1284–1308. <https://majournal.ir/index.php/ma/article/view/1788> [In Persian]
- Zandi, A. (2025). The impact of corporate digital transformation on stock liquidity: The role of financing constraints, internal controls, and information disclosure. *Accounting and Corporate Governance Research*, 4(13), 121–141. <https://doi.org/10.71600/jacgr.2025.1208453> [In Persian]