



Paper Type: Original Article



# The Impact of Sustainability Reporting on Investors' Feelings and Attention, with Emphasis on Business Strategy

Abolfazl Gholmohammadi<sup>1</sup> , Mohammadreza Abbasi Astamal<sup>2,\*</sup> 

<sup>1</sup> Department of Accounting, Ahar Branch, Islamic Azad University, Ahar, Iran; faridgol1375@gmail.com.

<sup>2</sup> Department of Accounting, Varzaghan Branch, Islamic Azad University, Varzaghan, Iran; mr.abbasi58@iau.ac.ir.

## Citation:



Gholmohammadi, A., & Abbasi Astamal, M. (2025). The impact of sustainability reporting on investors' feelings and attention, with emphasis on business strategy. *Financial and banking strategic studies*, 3(2), 148-165.

Received: 22/10/2024

Reviewed: 02/01/2025

Revised: 09/02/2025

Accepted: 27/03/2025

## Abstract

**Purpose:** Investors' feelings and emotions, as well as their attention, are vital to financial markets and can change their fate and affect market trends. One of the most important factors affecting investors' feelings and attention is sustainability reporting. The present study examines the impact of sustainability reporting on investors' feelings and attention, with emphasis on business strategy.

**Methodology:** This research is practical in purpose and methodology; the correlation is of the causal type (after-event). In systematic elimination sampling, 151 companies were selected as the sample and investigated over the 6 years from 2018 to 2023. The method used to collect information is a library, and data are collected to measure variables from the codal website and corporate financial statements. In Excel, basic calculations were made, and then, to test the hypotheses, Stata was used.

**Findings:** The research shows that sustainability reporting has a direct impact on investor sentiment. Also, sustainability reporting directly affects investor attention. However, business strategy does not affect the relationship between sustainability reporting and investor sentiment. Also, business strategy does not affect the relationship between sustainability reporting and investor attention.

**Originality/Value:** By providing comprehensive information beyond financial factors in sustainability reporting, this type of reporting has gained great importance and become a key consideration for investors and stakeholders, potentially affecting their attention and emotions.

**Keywords:** Sustainability reporting, Investors' feelings, Investors' attention, Business strategy.



Corresponding Author: mr.abbasi58@iau.ac.ir



10.22105/fbs.2025.547384.1172



Licensee. **Financial and Banking Strategic Studies**. This article is an open access article distributed under the terms and conditions of the Creative Commons Attribution (CC BY) license (<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0>).



## تاثیر گزارشگری پایداری بر احساسات و توجه سرمایه‌گذاران با تاکید بر راهبرد تجاری

ابوالفضل گل محمدی<sup>۱</sup>، محمدرضا عباسی استمال<sup>۲</sup>

<sup>۱</sup>گروه حسابداری، واحد اهر، دانشگاه آزاد اسلامی، اهر، ایران.

<sup>۲</sup>گروه حسابداری، واحد ورزقان، دانشگاه آزاد اسلامی، ورزقان، ایران.

### چکیده

هدف: نقش احساسات و عواطف سرمایه‌گذاران و همچنین توجه آن‌ها در بازارهای مالی مهم و حیاتی بوده و می‌تواند سرنوشت آن‌ها را دگرگون کرده و بر روند حرکت بازار نیز موثر واقع شود. از مهم‌ترین عوامل اثرگذار بر احساسات و توجه سرمایه‌گذاران، گزارشگری پایداری است. پژوهش حاضر به بررسی تاثیر گزارشگری پایداری بر احساسات و توجه سرمایه‌گذاران با تاکید بر راهبرد تجاری می‌پردازد.

روش‌شناسی پژوهش: پژوهش از لحاظ هدف، کاربردی بوده و از بعد روش‌شناسی همبستگی از نوع علی (پس رویدادی) می‌باشد. جامعه آماری پژوهش شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران بوده و با استفاده از روش نمونه‌گیری حذف سیستماتیک، ۱۵۱ شرکت به‌عنوان نمونه پژوهش انتخاب‌شده در دوره زمانی ۶ ساله بین سال‌های ۱۳۹۷ تا ۱۴۰۲ مورد بررسی قرار گرفتند. روش مورد استفاده جهت جمع‌آوری اطلاعات، کتابخانه‌ای بوده و داده‌های مربوط برای اندازه‌گیری متغیرها از سایت کدال و صورت‌های مالی شرکت‌ها جمع‌آوری شده و در اکسل محاسبات اولیه صورت گرفته، سپس برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از نرم‌افزار استاتا استفاده شده است.

یافته‌ها: نتایج حاصل از پژوهش نشان می‌دهد که گزارشگری پایداری بر احساسات سرمایه‌گذاران تاثیر مستقیم دارد. همچنین، گزارشگری پایداری بر توجه سرمایه‌گذاران تاثیر مستقیم دارد. با این وجود، راهبرد تجاری بر ارتباط بین گزارشگری پایداری و احساسات سرمایه‌گذاران تاثیر ندارد. همچنین، راهبرد تجاری بر ارتباط بین گزارشگری پایداری و توجه سرمایه‌گذاران تاثیر ندارد.

اصالت/ارزش افزوده علمی: با توجه به ارایه اطلاعات جامع و فراتر از عوامل مالی در گزارشگری پایداری، این نوع گزارشگری اهمیت زیادی پیدا کرده و به‌عنوان یک ملاحظات کلیدی برای سرمایه‌گذاران و ذینفعان شده است که می‌تواند بر توجه و احساسات سرمایه‌گذاران اثرات قابل توجهی بگذارد.

کلیدواژه‌ها: گزارشگری پایداری، احساسات سرمایه‌گذاران، توجه سرمایه‌گذاران، راهبرد تجاری.

### ۱- مقدمه

احساسات سرمایه‌گذار همان خوش‌بینی یا بدبینی سرمایه‌گذار است که با وضعیت اقتصاد شرکت، یا فناوری خاصی توجیه نمی‌شود [1]. درک احساسات سرمایه‌گذار به دو دلیل برای دست‌اندرکاران بسیار مهم است. از یک سو، احساسات نشان‌دهنده نگرش یا خلق و خوی کلی سرمایه‌گذاران نسبت به یک اوراق بهادار خاص یا نسبت به بازار به‌عنوان یک کل می‌باشد. بنا به قابلیت گسترش سریع احساسات، نقش احساسات با درگیر شدن در پیش‌بینی برخی رویدادهای نادر مانند ریزش‌ها (سقوط‌ها)، حباب‌های قیمتی که زیرساخت‌های مالی و رشد اقتصادی را تضعیف می‌کنند [2]. در کنار احساسات سرمایه‌گذار، یکی از عوامل حساس و کلیدی در بازارهای سرمایه، توجه سرمایه‌گذار است.

توجه سرمایه‌گذار اولین بار در پژوهش کاهنمن [3] مطرح شد. سپس در پژوهش‌هایی مانند باربر و اودین [4]، دیک و زینگلس [5]، پنگ و شیانگ [6] و هرشلیفر و همکاران [7] بیشتر بررسی شد. نتایج این پژوهش‌ها نشان می‌دهد که توجه سرمایه‌گذار ممکن است نقش مهمی در تعیین قیمت سهام ایفا کند و سهامی که سرمایه‌گذاران به آن توجه می‌کنند، کمتر درگیر قیمت‌گذاری نادرست می‌شود؛ بنابراین، اگر بین نوسان نامتعارف و بازده سهام ناشی از قیمت‌گذاری نادرست توسط سرمایه‌گذاران رابطه منفی باشد، این رابطه منفی در باره سهامی رخ می‌دهد که سرمایه‌گذاران توجه کافی به آن نداشته‌اند. به عبارت دیگر، توجه سرمایه‌گذار می‌تواند رابطه بین نوسان نامتعارف و بازده آتی سهام را تحت تاثیر قرار دهد [8].

از طرفی، شرکت‌هایی که گزارش عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی را در اولویت قرار می‌دهند و تعهد خود را به پایداری نشان می‌دهند، به احتمال زیاد از اعتماد سرمایه‌گذاران و شهرت قوی در بازار برخوردار خواهند بود [9]، [10]. مطالعات قبلی به تاثیر عوامل سیاسی، اجتماعی و اقتصادی بر استانداردهای نسبتاً پایین گزارش پایداری مشاهده شده در اقتصادهای در حال توسعه اشاره کرده‌اند [11]. برای مثال، تجزیه و تحلیل مجموعه چالش‌های منحصربه‌فرد چین که شامل تحریم‌های اقتصادی و مسایل مربوط به حاکمیت شرکتی می‌شود، می‌تواند بینش‌های ارزشمندی در مورد چگونگی شکل‌گیری پویایی بین گزارشگری پایداری و احساسات سرمایه‌گذار توسط این عوامل ارائه دهد [12].

در چشم‌انداز مالی جهانی امروز، گزارشگری پایداری اهمیت فزاینده‌ای پیدا کرده است، زیرا سرمایه‌گذاران فراتر از عوامل مالی به دنبال اطلاعات جامع و معنادار هستند. این فرآیند به ذینفعان فرصتی می‌دهد تا مشخص کنند که آیا شرکت هنگام تصمیم‌گیری منافع آن‌ها را در نظر گرفته است یا خیر. سرمایه‌گذاران به تاثیر فعالیت‌های شرکتی بر توسعه پایدار علاقه‌مندتر می‌شوند و این امر منجر به ظهور سرمایه‌گذاری اخلاقی می‌شود [13]. گزارشگری پایداری به یک ملاحظه کلیدی برای سرمایه‌گذارانی تبدیل شده است که به دنبال درک تاثیر بلندمدت سرمایه‌گذاری‌های خود هستند. از آنجایی که شرکت‌ها در سراسر جهان به طور فزاینده‌ای بر اساس شیوه‌های زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی خود ارزیابی می‌شوند، گزارش پایداری به عنوان ابزاری ارزشمند برای سرمایه‌گذاران جهت ارزیابی تعهد یک شرکت به شیوه‌های تجاری مسئولانه و اخلاقی ظهور کرده است [14].

در دهه گذشته، استفاده از گزارش‌دهی پایداری به عنوان ابزاری برای برقراری ارتباط و گزارش عملکرد اهداف پایداری توسط شرکت‌ها، منجر به آگاهی روزافزون از ارزش و توسعه آن در دنیای شرکت‌ها شده است [15]. پژوهش‌های زیادی رابطه مثبتی بین گزارش‌دهی پایداری و احساسات سرمایه‌گذاران را نشان می‌دهند. لو و همکاران [16] نشان می‌دهند که شرکت‌هایی با افشای جامع زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی ارزش‌گذاری‌های بالاتری را در چین جذب می‌کنند. این با دیدگاه نظریه سیگنال‌دهی ارائه شده [17] همسو است که در آن گزارش‌دهی قوی پایداری، تعهد بلندمدت یک شرکت را نشان می‌دهد و عدم تقارن اطلاعاتی را کاهش می‌دهد و منجر به افزایش اعتماد سرمایه‌گذاران می‌شود [14]. چنگ و همکاران [18] تاکید می‌کنند که شرکت‌هایی با گزارش‌های پایداری با کیفیت بالاتر که با جامعیت و شفافیت اندازه‌گیری می‌شوند، پوشش تحلیلیگر بیشتری و واکنش‌های مثبت سرمایه‌گذاران در مورد قیمت سهام را تجربه می‌کنند. منگ-تانو و همکاران [19] بررسی می‌کنند که در کجا شرکت‌هایی با افشای دقیق‌تر گزارشگری پایداری از نقدینگی بازار بالاتر و ریسک اطلاعات کمتری برای سرمایه‌گذاران برخوردارند [20]. ون هوانگ و همکاران [21] تاکید می‌کنند که شرکت‌هایی با عملکرد قوی گزارشگری پایداری که اغلب در گزارش‌های پایداری آن‌ها منعکس می‌شود، از "حق بیمه سبز" در قیمت سهام خود بهره‌مند می‌شوند [22]. این روند بیشتر توسط فان [23] در اقتصادهای نوظهور آسیایی پشتیبانی می‌شود، جایی که مطالعه آن‌ها نشان می‌دهد شرکت‌هایی با شیوه‌های پایداری برتر، همان‌طور که در گزارش‌های پایداری آن‌ها مشهود است، سرمایه‌گذاران بیشتری را از سرمایه‌گذاری نهادی خارجی جذب می‌کنند [24].

از سوی دیگر، راهبرد تجاری معمولاً در سطح محصولات یا واحد تجاری استراتژیک اجرا می‌شود و بر بهبود موقعیت رقابتی کالاها و خدمات شرکت در یک صنعت خاص یا یک بخشی از بازار خاص تاکید دارد. دو چارچوب رایج و حاکم برای راهبرد تجاری [25] راهبرد آینده‌نگر است که نیازمند سرمایه‌گذاری گسترده است و زمینه را برای مدیران، جهت پیش سرمایه‌گذاری در پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی منفی مهیا ساخته و اختیار قابل ملاحظه‌ای جهت تصمیم‌گیری به آنان همراه با رویه‌های تعریف‌شده و ارزیابی‌های عملکرد ضعیف ارائه می‌کند [26]. در راهبرد تدافعی بر کارایی در تولید و توزیع کالا و خدمات تاکید می‌کنند و ترکیب محدودی از کالاها یا خدمات را نگه می‌دارند؛ به سخنی دیگر تمرکز خود را بر کسب مزیت رقابتی در بازار موردنظرشان محدود می‌گذارند. شرکت‌های پیرو استراتژی تدافعی ممکن است چندین محصول تولید کنند، اما به احتمال زیاد محصولات آن‌ها مرتبط به هم باشد [27]. با توجه به مطالب فوق پژوهش حاضر درصدد پاسخگویی به این سوال است که تاثیر گزارشگری پایداری بر احساسات و توجه سرمایه‌گذاران با تاکید بر راهبرد تجاری چگونه است؟

## ۲- مبانی نظری و پیشینه پژوهش

سرمایه‌گذاری از دیدگاه کلی، به معنای مصرف پول‌های در دسترس برای دستیابی به پول‌های بیشتر، در آینده است؛ به عبارت دیگر، سرمایه‌گذاری یعنی به تعویق انداختن مصرف فعلی برای دستیابی به امکان مصرف بیشتر در آینده. در سرمایه‌گذاری، دو ویژگی متفاوت و مهم وجود دارند که عبارت‌اند از ۱- زمان و ۲- ریسک. اهمیت این دو موضوع به این علت است که در سرمایه‌گذاری، صرف پول، در زمان حال صورت می‌گیرد و مقدار آن معین است؛ در حالی که پاداش حاصل از آن، در آینده به دست می‌آید و معمولاً با نبود اطمینان همراه است. در بعضی مواقع، ویژگی زمان غالب می‌گردد (مانند اوراق قرضه دولتی) و در بعضی مواقع، ریسک از نظر اهمیت مقدم است (مانند برگه اختیار خرید) و در مواقع دیگر هر دو مهم هستند (مانند سهام عادی) [28].

دو راهبرد سرمایه‌گذاری غالب که در بازارهای بورس اوراق بهادار به کار گرفته می‌شود به شرح زیر است:

## راهبرد قدرت نسبی

طبق این راهبرد توصیه می‌شود سهامی خریداری شود که در دوره گذشته بالاترین بازده را داشته است و سهامی به فروش رسد که در دوره‌های گذشته پایین‌ترین بازده را کسب کرده است.

## راهبرد سرمایه‌گذاری معکوس

طبق این راهبرد، توصیه می‌شود سهامی که در گذشته عملکرد خوبی داشته‌اند به فروش رسند و سهامی که عملکرد ضعیفی داشته‌اند خریداری شوند. به عبارت بهتر، توصیه می‌شود سهامی خریداری شود که در حال حاضر بازار نسبت به آن سهم بسیار بدبین است و سهامی فروخته شود که بازار نسبت به آن بسیار خوش‌بین است [29].

از پیامدهای رشد و توسعه صنعتی، ظهور پیوند اقتصاد با اخلاق و سیاست و تاثیر متقابل مسایل اقتصادی و اخلاقی و ارزش‌های اجتماعی بر یکدیگر است. شرکت‌ها خود را در برابر دامنه گسترده‌تری از افراد و سازمان‌ها و به‌طورکلی، ذینفعان، پاسخگو می‌دانند. ذینفعانی که فعالیت‌های شرکت را دنبال می‌کنند و نگرانی‌هایی درباره شرکت و فعالیت‌های آن و پیامدهای این فعالیت دارند. ساوج و همکاران [30] ذینفعان را به‌عنوان گروه یا افرادی تعریف می‌کنند که دارای منافع از اقدامات یک سازمان هستند و توانایی نفوذ بر آن را دارند. لذا ضرورت نیاز به یک قرارداد اجتماعی بین یک واحد تجاری و ذینفعان آن مشهود است. آنچه در محوریت این قرارداد اجتماعی قرار می‌گیرد، توجه به آینده است، آینده‌ای که از طریق پایداری مشهود می‌شود. پایداری، سودآوری بلندمدت یک واحد تجاری را تحت تاثیر قرار می‌دهد و باید به‌عنوان دارایی‌های راهبردی واحد تجاری قلمداد شود. پایداری، نقش مهمی را در حفظ روحیات و امید به آینده در ذینفعان ایفا می‌کند.

در این راستا تلاش شرکت‌ها بر آن است که سیستم‌های خود را برای اندازه‌گیری و کنترل رفتارشان، در رابطه با تامین مناسب نیازمندی‌های ذینفعان و همچنین گزارش نتایج به آنان، تقویت کنند. سیستم‌های گزارشگری جدید باید بهبود روش‌های مالی و اقتصادی سنتی را برای اندازه‌گیری عملکرد شرکت و تامین نیازهای ذینفعان، هدف و سرلوحه خود قرار دهند؛ بنابراین، شرکت‌ها از طریق گزارشگری پایداری تلاش می‌کنند تا این تقاضاها را تامین نمایند. گزارشگری پایداری، دستاوردهای محیطی، اجتماعی و اقتصادی یک شرکت می‌باشد و نشان می‌دهد که واحد تجاری با در نظر گرفتن این موضوعات، چگونه طرح‌های توسعه خود را در آینده اجرا خواهد کرد. می‌توان گفت گزارشگری پایداری به سهامداران و ذینفعان، این اطمینان را می‌دهد که مخاطرات غیرمالی و فرصت‌های مرتبط با فعالیت بخش‌های مختلف شرکت، طبق یک برنامه اصلی شناسایی می‌شود [31]. استراتژی در اصطلاح عام برنامه و دورنمایی از اهداف آینده است که یک موجودیت در جهت نیل به اهداف خود، آن استراتژی را تدوین و پیگیری می‌کند. اما در علم مدیریت، تدوین استراتژی همانا یکی از وظایف خطیر مدیریتی است که مبنای تصمیم‌گیری‌های حیاتی مدیران برای حفظ بقای سازمان و تعالی آن می‌باشد. امروزه بیشتر سازمان‌ها به‌جای اتخاذ یک استراتژی جامع و واحد، از مجموعه‌ای از استراتژی‌های مرتبط استفاده می‌کنند که هر یک در سطوح مختلفی از شرکت طراحی می‌شوند.

سه سطح استراتژی در سازمان‌های بزرگ چند محصوله عبارت‌اند از:

۱. استراتژی سازمان (بنگاه)
۲. استراتژی کسب‌وکار (تجاری)
۳. استراتژی وظیفه‌ای (کارکردی)

شایان‌ذکر است که در سازمان‌های کوچک‌تر سطح اول و دوم با یکدیگر ادغام می‌شوند و یک سطح به وجود می‌آید [32]. هر استراتژی علاوه بر پاسخگویی به شرایط محیطی، با استراتژی‌های سطوح دیگر و نیز با نقاط قوت و شایستگی‌های رقابتی واحد تجاری مربوط و با سطح شرکت به‌عنوان یک مجموعه واحد هماهنگ می‌باشد [33]. هر یک از سطوح استراتژی با سایر سطوح استراتژی تعامل نزدیک و هماهنگی دارد و اگر کل شرکت بخواهد موفق شود باید این سه سطح یکپارچه باشند.

داشی دغیم و همکاران [34] به بررسی تاثیر افشای ابعاد گزارشگری پایداری بر عملکرد مالی و غیرمالی شرکت‌های تولیدی و غیرتولیدی پرداختند. جامعه آماری شامل کلیه مدیران شرکت‌های تولیدی و غیرتولیدی پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار بود که از بین آن‌ها تعداد ۲۴۰ نفر به‌صورت هدفمند انتخاب شدند. جهت گردآوری داده‌ها در این پژوهش از پرسشنامه محقق ساخته و استاندارد استفاده شده است. جهت آزمون فرضیه‌های پژوهش از روش معادلات ساختاری و نرم‌افزار اموس نسخه ۲۲ استفاده شد. نتایج نشان داد افشای ابعاد گزارشگری پایداری بر عملکرد مالی و غیرمالی شرکت‌های تولیدی و غیرتولیدی تاثیر مثبت و معناداری دارد. حمیدیان و همکاران [35] به بررسی تاثیر توجه سرمایه‌گذار بر رابطه بین نوسان نامتعارف و بازده آتی سهام پرداختند. نمونه آماری شامل ۱۷۶ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۹۵ تا ۱۴۰۱ است که به روش غربالگری انتخاب شده است. یافته‌ها نشان می‌دهد که نوسان نامتعارف سهام بر بازده آتی سهام تاثیر منفی و معنادار دارد. علاوه بر این، توجه سرمایه‌گذار تاثیر منفی نوسان نامتعارف بر بازده آتی سهام را تقویت می‌کند. عین‌آبادی و حسن‌زاده [36] در پژوهشی نشان دادند رابطه مثبت و معناداری بین سرمایه‌فکری با گزارشگری پایداری شرکت‌ها و درماندگی مالی وجود دارد.

وصالی و کرمانی [37] به بررسی تاثیر افشا مسئولیت اجتماعی، سرمایه‌فکری بر درماندگی مالی و گزارشگری پایداری در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج حاکی از وجود رابطه مثبت و معناداری بین مسئولیت‌پذیری اجتماعی و سرمایه‌فکری با گزارشگری پایداری شرکت‌ها و درماندگی مالی می‌باشد. یوسفی‌زاده [38] به بررسی عوامل و محرک‌های داخل سازمانی موثر بر گزارشگری پایداری با رویکرد دلفی فازی پرداختند. یافته‌ها نشان می‌دهد که از بین ۴۶ عامل استخراج‌شده از پژوهش‌های متعدد، تنها ۲۰ عامل توسط خبرگان مورد تایید قرار گرفته است. نتایج حاصل از پژوهش گویای آن است که عوامل اثرگذار بر گزارش پایداری شامل هشت بعد اصلی ساختار مالکیت، هیات‌مدیره، اندازه شرکت، سودآوری، اهرم مالی، ساختار حاکمیت شرکتی و ساختار نظارتی هستند. احمدزاده و همکاران [39] در پژوهشی به دنبال آرایه چارچوب گزارشگری پایداری مبتنی بر ایجاد توازن بین انتظارات ذینفعان و ظرفیت‌های شرکت بودند. یافته‌ها نشان داد که از مجموع ۱۶۹ مولفه موردبررسی (طبقه‌بندی‌شده در ۱۱ گروه)، ۸۵ مولفه (بابت افشا پایداری) مورد انتظار ذینفعان بوده است و در تمامی گروه‌ها غیر از طبقه نمایه سازمان، بین وضعیت موجود و مورد انتظار ذینفعان تفاوت معناداری وجود داشته، نهایتاً پس از ایجاد توازن بین مولفه‌ها الگویی شامل ۶۰ مولفه در قالب گزارش پایداری شرکتی متوازن آرایه گردید.

معبودی و همکاران [40] در پژوهش خود نشان دادند که به‌کارگیری سطوح تکنیک‌های حسابداری مدیریت به‌طور مستقیم و همچنین غیرمستقیم از طریق متغیر میانجی افشای اجزای گزارشگری پایداری، تاثیر مثبت و معناداری بر ارزش‌آفرینی دارد. این تاثیر غیرمستقیم قوی‌تر از تاثیر مستقیم آن است. همچنین، افشای اجزای گزارشگری پایداری به‌تنهایی نیز تاثیر مثبت و معناداری بر ارزش‌آفرینی دارد. عباسی استمال و همکاران [41] در رابطه با اطلاعات مربوط به حسابداری توسعه پایدار، به تحلیل شکاف فازی و شناسایی عوامل افشا پرداختند. ۶۰ شاخص در قالب ۴ بعد شامل عوامل زیست‌محیطی، اجتماعی، اقتصادی و راهبردی، مشخص شد. نتایج نشان‌دهنده این است که در تمامی موارد بین انتظارات با وضعیت مطلوب، فاصله معناداری وجود دارد. اخترشناس و همکاران [42] به تدوین و ارزیابی مدل موانع اجراء افشا و استانداردگذاری پایداری شرکتی در ایران پرداختند و به کمک مصاحبه با ۲۰ نفر از خبرگان با روش نمونه‌گیری گلوله برفی و بر اساس تحلیل تم برآمده از مصاحبه‌ها، مدل پژوهش تهیه شد. یافته‌های پژوهش نمایش می‌دهد عدم الزامات قانونی پیوسته، ضعف زیرساخت‌ها در زمینه آموزش، تکنولوژی و نیروی انسانی و رشدنیافتگی نظام پاسخ‌خواهی و پاسخگویی و عدم مطالبه‌گری جامعه، از مهم‌ترین موانع اجرای پایداری شرکتی می‌باشند.

زینگ و همکاران [43] در مطالعه‌ای به بررسی چگونگی تاثیر مالی شرکت بر عملکرد پایداری شرکت پرداختند. یافته‌های تجربی نشان می‌دهد که مالی‌سازی شرکت به‌طور مثبت به افزایش عملکرد پایداری کمک می‌کند. ساختارهای جبران خسارت اجرایی به‌عنوان یک متغیر تعدیل‌کننده در تعامل بین مالی‌سازی شرکت و عملکرد پایداری ظاهر می‌شوند، با این تعدیل تاثیرات متفاوتی را بر شرکت‌های دولتی در مقابل شرکت‌های غیردولتی نشان می‌دهد. کائو و همکاران [17] در پژوهشی نشان دادند که گزارش‌دهی قوی پایداری، تعهد بلندمدت یک شرکت را نشان می‌دهد و عدم تقارن اطلاعاتی را کاهش می‌دهد و منجر به افزایش اعتماد سرمایه‌گذاران می‌شود. چنگ و همکاران [18] تاکید می‌کنند که شرکت‌هایی با گزارش‌های پایداری با کیفیت بالاتر که با جامعیت و شفافیت اندازه‌گیری می‌شوند، واکنش‌های مثبت سرمایه‌گذاران در مورد قیمت سهام را تجربه می‌کنند. لو و همکاران [16] نشان می‌دهند که شرکت‌هایی با افشای جامع زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی ارزش‌گذاری‌های بالاتری جذب می‌کنند. این با دیدگاه نظریه سیگنال‌دهی ارایه‌شده همسو است.

منگ-تائو و همکاران [19] بررسی می‌کنند که در کجا شرکت‌هایی با افشای دقیق‌تر گزارشگری پایداری از نقدینگی بازار بالاتر و ریسک اطلاعات کمتری برای سرمایه‌گذاران برخوردارند. نوریانتینی [44] تاثیر بیش اطمینانی، حاکمیت شرکتی و مسئولیت اجتماعی بر عملکرد شرکت با نقش تعدیلگر مدیریت سود را بررسی نمود و نشان داد که مدیریت سود می‌تواند به‌طور کامل تاثیر منفی اعتماد بیش‌ازحد مدیریتی بر عملکرد شرکت را از طریق سرمایه‌گذاری بیش‌ازحد و فعالیت‌های مخارج سرمایه تعدیل کند. همچنین مالکیت نهادی، مالکیت مدیریتی و کمیته حسابرسی با میانجیگری مدیریت سود می‌توانند به‌طور مستقیم و جزئی بر عملکرد شرکت تاثیر بگذارند. محمد و وسیع‌الزمان [45] در پژوهشی به بررسی افشای پایداری، مزیت رقابتی و عملکرد شرکت پرداختند. یافته‌های این پژوهش نشان می‌دهد که افشای پایداری عملکرد شرکت را حتی پس از کنترل مزیت رقابتی بهبود می‌بخشد. همچنین نشان می‌دهد افزایش افشای پایداری به میزان یک واحد، عملکرد شرکت را تقریباً ۴٪ افزایش می‌دهد. ستار و همکاران [46] در تحقیقی به بررسی چگونگی تاثیر سوگیری‌های رفتاری بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری تحت عدم اطمینان پرداختند. یافته‌ها نشان داد که تاثیر تعصبات رفتاری بر تصمیمات سرمایه‌گذاری وجود دارد. نتایج تجربی نشان می‌دهد که تصمیم‌گیری در مورد سرمایه‌گذاری بیشتر از چشم‌اندازها و ویژگی‌های شخصیتی تحت تاثیر رفتارهای ابتکاری است.

### ۳- روش‌شناسی پژوهش

از جهت هدف، این تحقیق از نوع کاربردی است. این نوع تحقیق‌ها از آن جهت که می‌تواند مورد استفاده سازمان بورس اوراق بهادار، تحلیل‌گران مالی و کارگزاران بورس، مدیران مالی شرکت‌ها، دانشگاه‌ها و مراکز آموزش عالی و پژوهشگران، سازمان حسابرسی قرار گیرد، کاربردی است. از جهت روش استنتاج، این تحقیق از نوع توصیفی-تحلیلی می‌باشد. تحقیق توصیفی آنچه را که هست بدون دخل و تصرف توصیف و تفسیر می‌کند. فرضیه‌های پژوهش به شرح ذیل است:

فرضیه ۱- گزارشگری پایداری بر احساسات سرمایه‌گذاران تاثیر دارد.

فرضیه ۲- گزارشگری پایداری بر توجه سرمایه‌گذاران تاثیر دارد.

فرضیه ۳- راهبرد تجاری بر ارتباط بین گزارشگری پایداری و احساسات سرمایه‌گذاران تاثیر دارد.

فرضیه ۴- راهبرد تجاری بر ارتباط بین گزارشگری پایداری و توجه سرمایه‌گذاران تاثیر دارد.

### مدل‌های رگرسیونی پژوهش

مدل رگرسیونی فرضیه ۱ به شرح زیر است:

$$SENT_{it} = \alpha_0 + \beta_1 SR_{it} + \beta_2 ROA_{it} + \beta_3 Size_{it} + \beta_4 Lev_{it} + \beta_5 Instit_{it} + \beta_6 IND_{it} + \beta_7 Age_{it} + \varepsilon_{it}$$

مدل رگرسیونی فرضیه ۲ به شرح زیر است:

$$Attention_{it} = \alpha_0 + \beta_1 SR_{it} + \beta_2 ROA_{it} + \beta_3 Size_{it} + \beta_4 Lev_{it} + \beta_5 Instit_{it} + \beta_6 IND_{it} + \beta_7 Age_{it} + \varepsilon_{it}$$

مدل رگرسیونی فرضیه ۳ به شرح زیر است:

$$SENT_{it} = \alpha_0 + \beta_1 SR_{it} + \beta_2 StrTahajomi_{it} + \beta_3 (SR_{it} \times StrTahajomi_{it}) + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 Size_{it} + \beta_6 Lev_{it} + \beta_7 Instit_{it} + \beta_8 IND_{it} + \beta_9 Age_{it} + \varepsilon_{it}$$

مدل رگرسیونی فرضیه ۴ به شرح زیر است:

$$Attention_{it} = \alpha_0 + \beta_1 SR_{it} + \beta_2 StrTahajomi_{it} + \beta_3 (SR_{it} \times StrTahajomi_{it}) + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 Size_{it} + \beta_6 Lev_{it} + \beta_7 Instit_{it} + \beta_8 IND_{it} + \beta_9 Age_{it} + \varepsilon_{it}$$

### ۱-۳- جامعه آماری، حجم نمونه، روش نمونه‌گیری

در پژوهش حاضر به منظور آزمون فرضیات تحقیق از داده‌های مالی طبقه‌بندی شده و حسابرسی شده شرکت‌های فعال پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران خواهد بود. نمونه آماری این تحقیق شامل تمامی شرکت‌هایی خواهد بود که شرایط ذیل را دارا باشند:

۱. در طول مهروموم‌های مالی ۱۳۹۷ تا ۱۴۰۲ در بورس حضور داشته‌اند.
۲. جزو شرکت‌های سرمایه‌گذاری و واسطه‌گری مالی، بانک‌ها و بیمه‌ها نباشند.
۳. پایان سال مالی آن‌ها آخر اسفند هر سال بوده و در طول دوره تغییری در سال مالی نداشته‌اند.
۴. نماد معاملاتی آن‌ها فعال بوده و بیش از ۶ ماه در هر سال، توقف نماد معاملاتی نداشته باشند.
۵. در همه مهروموم‌های موردبررسی در پایان سال مالی اطلاعات و داده‌های موردنیاز آن‌ها در دسترس باشد.

بنابراین، دوره زمانی تحقیق شامل ۶ سال متوالی ۱۳۹۷ تا ۱۴۰۲ است و به روش غربالگری تعداد شرکت‌های نمونه آماری انتخاب و داده‌های آن‌ها در آزمون فرضیات به کار می‌رود. لذا شرکت‌هایی که حایز شرایط فوق نباشند از نمونه آماری بشمار نیامدند که با توجه به شرایط بالا از بین ۶۲۱ شرکت عضو بورس اوراق بهادار تهران، تعداد اعضای نمونه آماری تعریف می‌شود. با توجه به رعایت شرایط یادشده بالا و با استفاده از روش حذف سیستماتیک از بین شرکت‌های واجد شرایط تعداد ۱۵۱ شرکت به عنوان نمونه آماری انتخاب شدند.

### ۲-۳- نحوه اندازه‌گیری متغیرهای پژوهش

متغیر وابسته: توجه سرمایه‌گذاران (*Attention*)

برای اندازه‌گیری توجه سرمایه‌گذاران از شاخص حجم جستجوی گوگل (*GSV*) استفاده شده است، در مهروموم‌های اخیر در بسیاری از پژوهش‌های مالی به عنوان شاخصی از میزان توجه سرمایه‌گذاران مورد استفاده قرار می‌گیرد. در این پژوهش از میزان جستجوی نماد شرکت در گوگل ترندز به شکل لگاریتمی به عنوان شاخص توجه سرمایه‌گذاران استفاده شده است [47]؛ یعنی هرچه قدر نماد و یا اسم شرکت در گوگل بیشتر سرچ شده باشد، توجه سرمایه‌گذاران به آن شرکت بیشتر بوده است. برای استانداردسازی این متغیر از لگاریتم گرفته شده است.

متغیر وابسته: رفتار احساسی سرمایه‌گذاران (*SENT*)

به ترجیحات و تمایلات روانی شخص سرمایه‌گذار که در شرایط و موقعیت‌های مختلف می‌تواند از خود نشان دهد رفتار احساسی سرمایه‌گذار می‌گویند. در این مطالعه برای اندازه‌گیری گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران از شاخص گرایش‌های احساسی بازار سرمایه<sup>۱</sup> استفاده شده است.

<sup>۱</sup> Equity Market Sentiment Index (EMSI)

این شاخص توسط باندو پادهاپاها و جونز [48] و با تعدیل مدل ارایه شده توسط پرساود [49] بسط داده شده است. گرایش های احساسی سرمایه گذاران با استفاده از رابطه زیر قابل محاسبه می باشد:

$$SENT_{pt} = \frac{\sum(R_{it} - \bar{R}_r)(R_{it} - \bar{R}_v)}{[\sum(R_{it} - \bar{R}_r)^2 \sum(R_{it} - \bar{R}_v)^2]^{\frac{1}{2}}} * 100$$

$$-100 \leq EMSI \leq 100,$$

که در آن

$$R_{it} = \text{رتبه بازده ماهانه سهام شرکت } i \text{ در ماه } t$$

$$R_{iv} = \text{رتبه نوسان پذیری تاریخی شرکت } i \text{ در ماه } t$$

برای محاسبه نوسان پذیری تاریخی از میانگین انحراف معیار بازده سهام ۵ ماه قبل استفاده شده است.

$$\bar{R}_r = \text{میانگین رتبه بازده ماهانه سهام شرکت های پرتفوی}$$

$$\bar{R}_v = \text{میانگین رتبه نوسان پذیری تاریخی سهام شرکت های پرتفوی [50]}$$

#### متغیر مستقل: گزارشگری پایداری (SR)

در این پژوهش، میزان گزارشگری پایداری شرکت ها (افشای اطلاعات محیطی، اجتماعی و اقتصادی) به عنوان متغیر وابسته در نظر گرفته شده است. به منظور ساخت شاخص افشا در مرحله اول با بررسی ادبیات نظری موضوع و متغیرهای مورد استفاده به وسیله سازمان گزارشگری جهانی که رایج دهنده استانداردها و دستور عمل ها در بحث پایداری است، ۷۲ شاخص شناسایی شد. در ادامه، با توجه به شرایط اقتصادی، اجتماعی، زیست محیطی و سیاسی ایران و با در نظر گرفتن پژوهش های انجام شده در این زمینه، یک فهرست بازبینی شده از اقلام اطلاعات پایداری که انتظار می رفت در گزارش های سالانه شرکت های ایرانی افشا شود، مشتمل بر ۵۱ شاخص در سه بعد اقتصادی، اجتماعی و زیست محیطی تهیه شد. در این پژوهش رویه امتیازدهی برای سنجش گزارشگری پایداری شرکت ها مطابق با سایر پژوهش ها تحلیل محتوا است. به این شکل که اگر هر مورد از اقلام اطلاعات پایداری مطابق با فهرست در گزارش سالانه شرکت افشا شده باشد، امتیاز یک و اگر افشا نشده باشد، امتیاز صفر برای آن در نظر گرفته شده است. اطلاعات لازم برای این شاخص ها در گزارش هیات مدیره شرکت ها افشا می شود [31].

#### متغیر تعدیلگر: راهبرد تجاری (Str)

در پژوهش حاضر به تبعیت از تنانی و محب خواه [51] برای تعیین نوع راهبرد هر شرکت از سیستم امتیازدهی ترکیبی ایتر و لرکر [52] استفاده می شود؛ بدین صورت که برای به دست آوردن امتیازات ترکیبی از پنج نسبت نرخ رشد فروش، هزینه تبلیغات به کل فروش، تعداد کارمندان به فروش، ارزش بازار شرکت به ارزش دفتری آن و نسبت دارایی های ثابت به کل دارایی ها استفاده می شود. سیستم امتیازدهی بدین صورت است که ابتدا شرکت ها را بر اساس چهار نسبت اول به ترتیب از بالا به پایین در پنج گروه تقسیم می کنیم. بدین صورت که شرکتی که در بالاترین پنجگن قرار دارد امتیاز ۵ و شرکتی که در پایین ترین پنجگن قرار می گیرد امتیاز ۱ را کسب می کند و بقیه شرکت ها متناسب با پنجگن مربوطه امتیازدهی می شوند. سپس شرکت ها را بر اساس نسبت آخر به پنج گروه تقسیم می کنیم. این بار شرکتی که در بالاترین پنجگن قرار می گیرد امتیاز ۱ و شرکتی که در پایین ترین پنجگن قرار دارد امتیاز ۵ را کسب می کند و بقیه شرکت ها متناسب با پنجگن مربوطه امتیازدهی می شوند. در مرحله آخر امتیازات به دست آمده از دو مرحله فوق را با یکدیگر جمع می نمایم تا امتیاز نهایی هر شرکت به دست آید. دامنه امتیازات ترکیبی (مجموع پنج نسبت فوق) هر شرکت طی یک سال بین ۵ تا ۲۵ خواهد شد. شرکت هایی که مجموع امتیازشان در بازه ۵ تا ۱۵ باشد به عنوان شرکت های تدافعی و شرکت هایی که مجموع امتیازشان در بازه ۱۵ تا ۲۵ باشد به عنوان شرکت های تهاجمی تعیین می گردند و شاخص استراتژی تجاری در این پژوهش برای شرکت هایی که تدافعی هستند عدد صفر و برای شرکت هایی که تهاجمی هستند عدد ۱ می باشد [51].

## متغیرهای کنترلی

بازده دارایی‌ها (ROA): به‌عنوان معیاری برای سودآوری شرکت محسوب می‌شود و از نسبت سود خالص به کل دارایی‌ها اندازه‌گیری شد [53].

اندازه شرکت (Size): از طریق لگاریتم طبیعی کل فروش اندازه‌گیری شده است [54].

اهرم مالی (Lev): از نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها اندازه‌گیری شده است [55].

مالکیت نهادی (OWN): مطابق با تعریف بند ۲۷ ماده یک قانون اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران، از سرمایه‌گذاران نهادی، هر شخص حقیقی یا حقوقی که بیش از ۵٪ و یا بیش از ۵ میلیارد ریال از ارزش اسمی اوراق بهادار در دست انتشار را خریداری کند نیز جزو این گروه از سرمایه‌گذاران محسوب می‌شوند. لذا، در این پژوهش از مجموع سهامداران بالای ۵٪ اندازه‌گیری شده است [56].

استقلال هیات‌مدیره (IND): این استقلال به این معنی است که اعضای هیات‌مدیره، به‌ویژه اعضای مستقل، می‌توانند بدون تأثیرپذیری از منافع مدیران اجرایی یا سهامداران عمده، در تصمیم‌گیری‌های مالی شرکت نقش موثری ایفا کنند. در این پژوهش استقلال هیات‌مدیره از نسبت تعداد اعضای غیرموظف بر کل اعضای هیات‌مدیره اندازه‌گیری شده است [57].

سن شرکت (Age): از لگاریتم طبیعی عمر شرکت اندازه‌گیری شده است [58].

## ۴- یافته‌های پژوهش

## ۴-۱- یافته‌های توصیفی

به‌منظور بررسی مشخصات عمومی متغیرها و تجزیه و تحلیل دقیق آن‌ها، آشنایی با آمار توصیفی مربوط به متغیرها لازم است. جدول ۱، آمار توصیفی داده‌های مربوط به متغیرهای مورد استفاده در تحقیق را نشان می‌دهد.

جدول ۱- آمار توصیفی متغیرهای پژوهش.

Table 1- Descriptive statistics of research variables.

نام متغیر	نماد	تعداد	میانگین	انحراف معیار	کمترین	بیشترین
توجه سرمایه‌گذاران	Attention	906	5.787	0.696	1.386	8.070
رفتار احساسی سرمایه‌گذاران	SENT	906	0.232	0.235	0.004	0.795
گزارشگری پایداری	SR	906	0.765	0.073	0.372	0.941
بازده دارایی‌ها	ROA	906	0.236	0.171	-0.569	0.660
اندازه شرکت	Size	906	15.845	1.665	11.379	21.899
اهرم مالی	Lev	906	0.491	0.219	0.031	1.964
مالکیت نهادی	Insttit	906	0.629	0.206	0.059	0.954
استقلال هیات‌مدیره	IND	906	0.618	0.198	0.2	1
سن شرکت	Age	906	3.713	0.325	2.890	4.276

اصلی‌ترین شاخص مرکزی، میانگین است که نشان‌دهنده نقطه تعادل و مرکز ثقل توزیع است و شاخص خوبی برای نشان دادن مرکزیت داده‌هاست. برای مثال مقدار میانگین برای متغیر اهرم مالی برابر با ۰/۴۹۱ می‌باشد که نشان می‌دهد بیشتر داده‌ها حول این نقطه تمرکز یافته‌اند. مقدار انحراف معیار برای اندازه شرکت برابر با ۱/۶۶۵ و برای گزارشگری پایداری برابر با ۰/۰۷۳ می‌باشد که نشان می‌دهد این دو متغیر به ترتیب دارای بیشترین و کمترین انحراف معیار هستند. کمینه و بیشینه نیز کمترین و بیشترین را در هر متغیر نشان می‌دهد. به‌عنوان مثال بزرگ‌ترین مقدار اهرم مالی ۱/۹۶۴ است که نشان می‌دهد در شرکت‌های نمونه شرکتی وجود دارد که کل بدهی‌های آن از کل دارایی‌ها بیشتر بوده و حقوق صاحبان سهام آن منفی است.

جدول ۲- توزیع فراوانی متغیر راهبرد تجاری.

Table 2- Frequency distribution of the business strategy variable.

شرح	فراوانی	درصد فراوانی
0	417	45.72
1	495	54.28
جمع کل	912	100.00

همان طور که در جدول ۲ قابل مشاهده است، جمع کل شرکت-سال های مورد بررسی برابر با ۹۱۲ می باشد که از بین آنها تعداد ۴۹۶ شرکت-سال یعنی %۵۴/۲۸ شرکت ها تهاجمی می باشند.

#### ۲-۴- آزمون نرمال بودن داده ها

نرمال بودن متغیرها، شرط اولیه انجام کلیه آزمون های پارامتریک می باشد. نتایج آزمون شاپیرو ویلک برای بررسی نرمال بودن توزیع متغیرهای پژوهش بدین شرح است.

جدول ۳- آزمون شاپیرو-ویلک.

Table 3- Shapiro-Wilk test.

متغیر	نماد	آماره آزمون	سطح معناداری	نتیجه
توجه سرمایه گذاران	Attention	7.686	0.00000	توزیع نرمال ندارد.
رفتار احساسی سرمایه گذاران	SENT	11.980	0.00000	توزیع نرمال ندارد.
گزارشگری پایداری	SR	13.105	0.00000	توزیع نرمال ندارد.
بازده دارایی ها	ROA	5.516	0.00000	توزیع نرمال ندارد.
اندازه شرکت	Size	6.761	0.00000	توزیع نرمال ندارد.
اهرم مالی	Lev	7.829	0.00000	توزیع نرمال ندارد.
مالکیت نهادی	Instit	9.123	0.00000	توزیع نرمال ندارد.
استقلال هیات مدیره	IND	3.298	0.00000	توزیع نرمال ندارد.
سن شرکت	Age	8.209	0.00000	توزیع نرمال ندارد.

با توجه به نتایج به دست آمده در جدول ۳، طبق آزمون تشخیص توزیع نرمال شاپیرو ویلک همه متغیرها دارای سطح معنی داری کمتر از %۵ می باشد. لذا داده ها از توزیع نرمال برخوردار نیستند. با استفاده از روش حذف داده های پرت اقدام به نرمال سازی متغیرهای پژوهش شده است.

#### ۳-۴- آزمون مانایی متغیرها

برای بررسی مانایی متغیرها در داده های پانل از آزمون هادری استفاده شده است که نتایج آن به صورت جدول ۴ به صورت زیر می باشد.

جدول ۴- آزمون مانایی (هادری).

Table 4- Hardy stability test.

نام متغیر	نماد	آماره آزمون	سطح معناداری	نتیجه
توجه سرمایه گذاران	Attention	4.9946	0.0000	مانا است.
رفتار احساسی سرمایه گذاران	SENT	20.6001	0.0000	مانا است.
گزارشگری پایداری	SR	2.7129	0.0033	مانا است.
بازده دارایی ها	ROA	6.7816	0.0000	مانا است.
اندازه شرکت	Size	26.7795	0.0000	مانا است.
اهرم مالی	Lev	8.8297	0.0000	مانا است.
مالکیت نهادی	Instit	9.9222	0.0000	مانا است.
استقلال هیات مدیره	IND	4.7307	0.0000	مانا است.
سن شرکت	Age	28.5988	0.0000	مانا است.

با توجه به جدول ۴ مشاهده می شود که سطح معنی داری همه متغیرها در آزمون مانایی هادری کمتر از ۵% بوده و بیانگر مانا بودن متغیرها است.

#### ۴-۴- آزمون نرمال بودن جمله اخلاص (باقیمانده ها)

نتایج آزمون جاک-برا برای بررسی نرمال بودن باقیمانده های مدل های پژوهش، با توجه به جدول ۵ بیانگر این است که سطح معنی داری جملات اخلاص در آزمون جاک-برا کمتر از ۵% بوده و باقیمانده ها از توزیع نرمال برخوردار هستند.

جدول ۵- نتایج آزمون جاک-برا برای نرمال بودن.

Table 5- Results of the Jarek-Bera test for normality.

مدل آزمون	آماره آزمون	سطح معنی داری	نتیجه آزمون
فرضیه (مدل) اول	0.52	0.7720	توزیع نرمال دارد.
فرضیه (مدل) دوم	0.30	0.8613	توزیع نرمال دارد.
فرضیه (مدل) سوم	0.14	0.9317	توزیع نرمال دارد.
فرضیه (مدل) چهارم	0.50	0.7807	توزیع نرمال دارد.

#### ۴-۵- آزمون اف لیمر (چاو)

آزمون  $F$  لیمر بیانگر این مطلب است که در سطح خطای ۵% مابین روش رگرسیون پانلی یا تابلویی ( $Panel$ ) و تلفیقی ( $Pooling$ )، باید از روش رگرسیون تابلویی استفاده شود ( $p < 0.001$ ). نتایج آزمون اف لیمر در جدول ۶ ارائه شده است.

جدول ۶- نتایج آزمون اف لیمر (چاو).

Table 6- Results of the F-limer test (Chow).

مدل آزمون	آماره آزمون	سطح معنی داری	نتیجه آزمون
فرضیه (مدل) اول	10.26	0.0000	پذیرش الگوی داده های تابلویی
فرضیه (مدل) دوم	2.00	0.0000	پذیرش الگوی داده های تابلویی
فرضیه (مدل) سوم	10.23	0.0000	پذیرش الگوی داده های تابلویی
فرضیه (مدل) چهارم	4.62	0.8663	پذیرش الگوی داده های تلفیقی

نتایج آزمون چاو در جدول ۶، بیانگر این است که یکسان بودن عرض از مبدا برای تمامی شرکت های مورد مطالعه در سطح معنی داری ۵% رد می شود و می توان برای برآورد مدل ها (به غیر از مدل چهارم) از روش داده های تابلویی استفاده نمود.

#### ۴-۶- آزمون هاسمن

بین مدل های اثرات ثابت و اثرات تصادفی با استفاده از آزمون هاسمن مدل مناسب تر انتخاب شود. اگر سطح معناداری زیر ۵% باشد، روش اثرات ثابت و اگر بالای ۵% باشد روش اثرات تصادفی ارجح است. نتایج آزمون هاسمن در جدول ۷ ارائه شده است.

جدول ۷- نتایج آزمون هاسمن.

Table 7- Hausman test results.

مدل آزمون	آماره آزمون	سطح معنی داری	نتیجه آزمون
فرضیه (مدل) اول	773.71	0.0000	پذیرش اثرات ثابت عرض از مبدا
فرضیه (مدل) دوم	4.35	0.7390	پذیرش اثرات تصادفی عرض از مبدا
فرضیه (مدل) سوم	690.96	0.0000	پذیرش اثرات ثابت عرض از مبدا
فرضیه (مدل) چهارم			تلفیقی بودن اف لیمر

نتایج آزمون هاسمن در جدول ۷، نشان می دهد که فرضیه صفر مبنی بر انتخاب روش با اثرات تصادفی برای تخمین مدل های اول و سوم در سطح

معنی داری ۵% رد شده و لذا برای برآورد مدل‌های اول و سوم می‌توان از روش با اثرات ثابت استفاده نمود. برای برآورد مدل دوم می‌توان از روش با اثرات تصادفی استفاده نمود.

#### ۴-۷- آزمون ناهمسانی واریانس

وقتی خطاها ناهمسان باشند، انحراف معیار عرض از مبدا بسیار بزرگ می‌شود. انحراف معیار ضرایب شیب نیز به شکل ناهمسانی بستگی دارد. نتایج آزمون ناهمسانی واریانس در جدول ۸ ارایه شده است.

جدول ۸- نتایج آزمون ناهمسانی واریانس.

Table 8- Results of the variance heterogeneity test.

مدل آزمون	آماره آزمون	سطح معنی داری	نتیجه آزمون
فرضیه (مدل) اول	25.00	0.0000	وجود ناهمسانی واریانس
فرضیه (مدل) دوم	38.75	0.0000	وجود ناهمسانی واریانس
فرضیه (مدل) سوم	27.10	0.0000	وجود ناهمسانی واریانس
فرضیه (مدل) چهارم	38.40	0.0000	وجود ناهمسانی واریانس

نتایج حاصل در جدول ۸ نشان می‌دهد که سطح معنی داری آزمون در همه مدل‌ها کمتر از ۵% می‌باشد و بیانگر وجود ناهمسانی واریانس در جملات اخلاص می‌باشد؛ که این مشکل در تخمین نهایی مدل پژوهش با اجرای دستور *gls* رفع شده است.

#### ۴-۸- آزمون خودهمبستگی

یکی از فرض‌های اساسی در تخمین مدل رگرسیون به روش *OLS* عدم خودهمبستگی بین جملات خطا یا همبستگی سریالی است. نتایج آزمون خودهمبستگی سریالی در جدول ۹ ارایه شده است.

جدول ۹- نتایج آزمون خودهمبستگی سریالی.

Table 9- Results of the serial autocorrelation test.

مدل آزمون	آماره آزمون	سطح معنی داری	نتیجه آزمون
فرضیه (مدل) اول	265.249	0.0000	وجود خودهمبستگی
فرضیه (مدل) دوم	19.726	0.0000	وجود خودهمبستگی
فرضیه (مدل) سوم	264.416	0.0000	وجود خودهمبستگی
فرضیه (مدل) چهارم	19.698	0.0000	وجود خودهمبستگی

با توجه به نتایج جدول ۹، مشاهده می‌شود که سطح معناداری آزمون برای مدل‌های پژوهش کمتر از ۵% بوده و بیانگر وجود خودهمبستگی سریالی در مدل‌ها می‌باشد؛ که این مشکل در تخمین نهایی مدل پژوهش با اجرای دستور *auto correlation* رفع شده است.

#### ۴-۹- نتیجه آزمون فرضیه ۱

فرضیه ۱ بیان می‌دارد: گزارشگری پایداری بر احساسات سرمایه‌گذاران تاثیر دارد. مدل رگرسیونی به شرح زیر است:

$$SENT_{it} = \alpha_0 + \beta_1 SR_{it} + \beta_2 ROA_{it} + \beta_3 Size_{it} + \beta_4 Lev_{it} + \beta_5 Instit_{it} + \beta_6 IND_{it} + \beta_7 Age_{it} + \varepsilon_{it}$$

جدول ۱۰ - نتایج تجزیه و تحلیل داده‌ها برای مدل اول.

Table 10- Data analysis results for the first model.

متغیرها	نماد	ضرایب	خطای استاندارد	آماره z	سطح معناداری	هم‌خطی
گزارشگری پایداری	SR	0.166	0.061	2.70	0.007	1.01
بازده دارایی‌ها	ROA	-0.074	0.038	-1.95	0.051	1.31
اندازه شرکت	Size	-0.087	0.0065	-13.44	0.000	1.05
اهرم مالی	Lev	-0.031	0.033	-0.92	0.359	1.32
مالکیت نهادی	Instit	0.075	0.046	1.63	0.103	1.15
استقلال هیات‌مدیره	IND	-0.038	0.025	-1.51	0.130	1.02
سن شرکت	Age	-0.195	0.040	-4.79	0.000	1.03
C		2.249	0.192	11.69	0.000	---
ضریب تعیین		0.3933				
آماره والد		243.64				
سطح معناداری		0.0000				

نتایج جدول ۱۰، نشان می‌دهد که متغیر گزارشگری پایداری دارای ضریب مثبت و سطح معنی‌داری کمتر از ۵٪ است؛ بنابراین، گزارشگری پایداری بر احساسات سرمایه‌گذاران تاثیر مستقیم دارد و فرضیه ۱ در سطح اطمینان ۹۵٪ پذیرفته می‌شود. متغیرهای کنترلی اندازه شرکت و سن شرکت دارای سطح معناداری کمتر از ۵٪ و ضریب منفی می‌باشند؛ از این رو رابطه معکوس و معناداری با متغیر وابسته دارند. ضریب تعیین برابر با ۳۹٪ می‌باشد که نشان می‌دهد متغیرهای مستقل و کنترلی موجود در مدل توانسته‌اند ۳۹٪ از تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند. آماره والد برابر با ۲۴۳/۶۴ و سطح معناداری آن کمتر از ۵٪ می‌باشد؛ از این رو می‌توان گفت که مدل برازش شده از اعتبار کافی برخوردار است. آزمون هم‌خطی نشان می‌دهد عامل تورم واریانس در متغیرهای مدل وجود ندارد.

## ۴-۱۰- نتیجه آزمون فرضیه ۲

فرضیه ۲ بیان می‌دارد گزارشگری پایداری بر توجه سرمایه‌گذاران تاثیر دارد. مدل رگرسیونی به شرح زیر است:

$$Attention_{it} = \alpha_0 + \beta_1 SR_{it} + \beta_2 ROA_{it} + \beta_3 Size_{it} + \beta_4 Lev_{it} + \beta_5 Instit_{it} + \beta_6 IND_{it} + \beta_7 Age_{it} + \varepsilon_{it}$$

جدول ۱۱ - نتیجه آزمون فرضیه ۲.

Table 11- Result of testing hypothesis 2.

متغیرها	نماد	ضرایب	خطای استاندارد	آماره z	سطح معناداری	هم‌خطی
گزارشگری پایداری	SR	0.594	0.167	3.55	0.000	1.01
بازده دارایی‌ها	ROA	3.598	0.108	33.30	0.000	1.31
اندازه شرکت	Size	-0.017	0.006	-2.67	0.008	1.05
اهرم مالی	Lev	0.084	0.081	1.05	0.296	1.32
مالکیت نهادی	Instit	0.009	0.052	0.17	0.863	1.15
استقلال هیات‌مدیره	IND	0.012	0.041	0.30	0.762	1.02
سن شرکت	Age	-0.043	0.065	-0.67	0.502	1.03
C		4.882	0.288	16.94	0.000	---
ضریب تعیین		0.4034				
آماره والد		107.85				
سطح معناداری		0.0000				

نتایج جدول ۱۱، نشان می‌دهد که متغیر گزارشگری پایداری دارای ضریب مثبت و سطح معنی‌داری کمتر از ۵٪ است؛ بنابراین، گزارشگری پایداری بر توجه سرمایه‌گذاران تاثیر مستقیم دارد و فرضیه ۲ در سطح اطمینان ۹۵٪ پذیرفته می‌شود. متغیر کنترلی اندازه شرکت دارای سطح معناداری کمتر از ۵٪ و ضریب منفی می‌باشد؛ از این رو رابطه معکوس و معناداری با متغیر وابسته دارد. ضریب تعیین برابر با ۴۰٪ می‌باشد که

نشان می‌دهد متغیرهای مستقل و کنترلی موجود در مدل توانسته‌اند ۴۰٪ از تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند. آماره والد برابر با ۱۰۷/۸۵ و سطح معناداری آن کمتر از ۵٪ می‌باشد؛ از این رو می‌توان گفت که مدل برازش شده از اعتبار کافی برخوردار است. آزمون هم خطی نشان می‌دهد عامل تورم واریانس در متغیرهای مدل وجود ندارد.

#### ۴-۱۱- نتیجه آزمون فرضیه ۳

فرضیه ۳ بیان می‌دارد راهبرد تجاری بر ارتباط بین گزارشگری پایداری و احساسات سرمایه‌گذاران تاثیر دارد. مدل رگرسیونی به شرح زیر است:

$$SENT_{it} = \alpha_0 + \beta_1 SR_{it} + \beta_2 StrTahajomi_{it} + \beta_3 (SR_{it} \times StrTahajomi_{it}) + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 Size_{it} + \beta_6 Lev_{it} + \beta_7 Instit_{it} + \beta_8 IND_{it} + \beta_9 Age_{it} + \varepsilon_{it}$$

جدول ۱۲- نتیجه آزمون فرضیه ۳.

Table 12- Result of testing hypothesis 3.

متغیرها	نماد	ضرایب	خطای استاندارد	آماره z	سطح معناداری	هم خطی
گزارشگری پایداری	SR	0.077	0.067	1.15	0.251	1.23
راهبرد تجاری	StrTahajomi	-0.010	0.012	-0.88	0.378	1.85
گزارشگری پایداری	SR*	0.022	0.013	1.71	0.088	1.91
*راهبرد تجاری	StrTahajomi					
بازده دارایی‌ها	ROA	-0.077	0.043	-1.81	0.070	1.38
اندازه شرکت	Size	-0.078	0.007	-10.87	0.000	1.22
اهرم مالی	Lev	-0.016	0.037	-0.45	0.656	1.35
مالکیت نهادی	Instit	0.058	0.048	1.21	0.228	1.15
استقلال هیات‌مدیره	IND	-0.040	0.026	-1.51	0.132	1.02
سن شرکت	Age	-0.198	0.039	-5.00	0.000	1.03
C		2.155	0.201	10.70	0.000	---
ضریب تعیین		0.3167				
آماره والد		173.99				
سطح معناداری		0.0000				

نتایج جدول ۱۲، نشان می‌دهد که متغیر تعاملی (گزارشگری پایداری\*راهبرد تجاری) دارای سطح معنی داری بیشتر از ۵٪ است؛ بنابراین، راهبرد تجاری بر ارتباط بین گزارشگری پایداری و احساسات سرمایه‌گذاران تاثیر ندارد و فرضیه ۳ در سطح اطمینان ۹۵٪ رد می‌شود. متغیرهای کنترلی اندازه شرکت و سن شرکت دارای سطح معناداری کمتر از ۵٪ و ضریب منفی می‌باشند؛ از این رو رابطه معکوس و معناداری با متغیر وابسته دارند. ضریب تعیین برابر با ۳۱٪ می‌باشد که نشان می‌دهد متغیرهای مستقل و کنترلی موجود در مدل توانسته‌اند ۳۱٪ از تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند. آماره والد برابر با ۱۷۳/۹۹ و سطح معناداری آن کمتر از ۵٪ می‌باشد؛ از این رو می‌توان گفت که مدل برازش شده از اعتبار کافی برخوردار است. آزمون هم خطی نشان می‌دهد عامل تورم واریانس در متغیرهای مدل وجود ندارد.

#### ۴-۱۲- نتیجه آزمون فرضیه ۴

فرضیه ۴ بیان می‌دارد راهبرد تجاری بر ارتباط بین گزارشگری پایداری و توجه سرمایه‌گذاران تاثیر دارد. مدل رگرسیونی به شرح زیر است:

$$Attention_{it} = \alpha_0 + \beta_1 SR_{it} + \beta_2 StrTahajomi_{it} + \beta_3 (SR_{it} \times StrTahajomi_{it}) + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 Size_{it} + \beta_6 Lev_{it} + \beta_7 Instit_{it} + \beta_8 IND_{it} + \beta_9 Age_{it} + \varepsilon_{it}$$

جدول ۱۳ - نتیجه آزمون فرضیه ۴.

Table 13- Result of testing hypothesis 4.

متغیرها	نماد	ضرایب	خطای استاندارد	آماره z	سطح معناداری	هم خطی
گزارشگری پایداری	SR	0.639	0.206	3.09	0.002	1.23
راهبرد تجاری	StrTahajomi	-0.009	0.022	-0.41	0.682	1.85
گزارشگری پایداری * راهبرد تجاری	SR* StrTahajomi	0.008	0.034	0.25	0.804	1.91
بازده دارایی‌ها	ROA	3.656	0.082	44.35	0.000	1.38
اندازه شرکت	Size	-0.014	0.004	-2.99	0.003	1.22
اهرم مالی	Lev	0.0008	0.060	0.01	0.989	1.35
مالکیت نهادی	Instit	0.013	0.033	0.39	0.695	1.15
استقلال هیات‌مدیره	IND	0.011	0.043	0.27	0.784	1.02
سن شرکت	Age	-0.037	0.034	-1.08	0.280	1.03
C		4.781	0.226	21.15	0.000	---
ضریب تعیین		0.4105				
آماره والد		223.12				
سطح معناداری		0.0000				

نتایج جدول ۱۳، نشان می‌دهد که متغیر تعاملی (گزارشگری پایداری\* راهبرد تجاری) دارای سطح معنی داری بیشتر از ۵٪ است؛ بنابراین، راهبرد تجاری بر ارتباط بین گزارشگری پایداری و توجه سرمایه‌گذاران تاثیر ندارد و فرضیه ۴ در سطح اطمینان ۹۵٪ رد می‌شود. متغیر کنترلی بازده دارایی‌ها دارای سطح معناداری کمتر از ۵٪ و ضریب مثبت می‌باشد؛ از این رو رابطه مستقیم و معناداری با متغیر وابسته دارد. متغیر کنترلی اندازه شرکت دارای سطح معناداری کمتر از ۵٪ و ضریب منفی می‌باشد؛ از این رو رابطه معکوس و معناداری با متغیر وابسته دارد. ضریب تعیین برابر با ۴۱٪ می‌باشد که نشان می‌دهد متغیرهای مستقل و کنترلی موجود در مدل توانسته‌اند ۴۱٪ از تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند. آماره والد برابر با ۲۲۳/۱۲ و سطح معناداری آن کمتر از ۵٪ می‌باشد؛ از این رو می‌توان گفت که مدل برازش شده از اعتبار کافی برخوردار است. آزمون هم خطی نشان می‌دهد عامل تورم واریانس در متغیرهای مدل وجود ندارد.

## ۵- نتیجه‌گیری و پیشنهادها

هدف پژوهش حاضر تاثیر گزارشگری پایداری بر احساسات و توجه سرمایه‌گذاران با تاکید بر راهبرد تجاری بود. جامعه آماری پژوهش کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران بود که تعداد ۱۵۱ شرکت به‌عنوان نمونه پژوهش در بازه زمانی ۶ ساله بین سال‌های ۱۳۹۷ تا ۱۴۰۲ مورد بررسی قرار گرفتند. ۴ فرضیه در این پژوهش مطرح گردید که پس از بررسی و آزمون‌های مربوطه با توجه به نتایج مدل اول مشخص گردید که متغیر گزارشگری پایداری دارای سطح معناداری کمتر از ۵٪ بوده و ضریب آن عددی مثبت است؛ بنابراین، می‌توان گفت گزارشگری پایداری بر احساسات سرمایه‌گذاران تاثیر دارد و این تاثیر به‌صورت مستقیم است و این فرضیه در سطح اطمینان ۹۵٪ پذیرفته می‌شود؛ یعنی با افزایش گزارشگری پایداری، احساسات و رفتار هیجانی سرمایه‌گذاران نیز افزایش می‌یابد؛ یعنی در شرایطی که افشای اطلاعات مربوط به گزارشگری پایداری شرکت‌ها رو به افزایش بوده و مدیران شرکت‌ها در گزارش فعالیت هیات‌مدیره خود از این نوع اطلاعات اختیاری بیشتری افشا کنند با استقبال بیشتر سرمایه‌گذاران مواجه شده و رفتار هیجانی آن‌ها بیشتر می‌شود. به لحاظ مقایسه پژوهش حاضر با مطالعات عابدین و فولینگ [59] مطابقت دارد. طبق نتیجه مدل دوم می‌توان گفت که متغیر گزارشگری پایداری دارای سطح معناداری کمتر از ۵٪ بوده و ضریب آن عددی مثبت است؛ بنابراین، می‌توان گفت گزارشگری پایداری بر توجه سرمایه‌گذاران تاثیر دارد و این تاثیر به‌صورت مستقیم است و این فرضیه در سطح اطمینان ۹۵٪ پذیرفته می‌شود؛ یعنی با گزارشگری پایداری، توجه سرمایه‌گذاران نیز افزایش می‌یابد؛ یعنی افشای اطلاعات مربوط به گزارشگری مالی توسط هیات‌مدیره شرکت موجب توجه و دقت نظر بیشتر سرمایه‌گذاران به شرکت شده و آن‌ها کنجکاوی بیشتری در رابطه با فعالیت‌ها و خرید و فروش سهام شرکت انجام می‌دهند. به لحاظ مقایسه پژوهش حاضر با مطالعات عابدین و فولینگ [59] مطابقت دارد. طبق نتیجه مدل سوم می‌توان گفت که متغیر حاصل ضرب راهبرد تجاری و گزارشگری پایداری دارای سطح معناداری بیشتر از ۵٪ بوده است؛ بنابراین، با توجه به سطح معنی داری آن می‌توان اظهار نظر کرد و نتیجه گرفت که راهبرد تجاری بر ارتباط بین گزارشگری پایداری و احساسات سرمایه‌گذاران تاثیر ندارد؛ یعنی در شرکت‌هایی

که راهبرد تجاری آن‌ها به صورت تهاجمی بوده در آن شرکت‌ها، گزارشگری پایداری نمی‌تواند بر احساسات سرمایه‌گذاران اثرگذاری معنی‌داری داشته باشد. به لحاظ مقایسه پژوهش حاضر با مطالعات عابدین و فولینگ [59] مخالف است. طبق نتیجه مدل چهارم می‌توان گفت که متغیر حاصل ضرب راهبرد تجاری و گزارشگری پایداری دارای سطح معناداری بیشتر از ۵٪ بوده است؛ بنابراین، با توجه به سطح معنی‌داری آن می‌توان اظهار نظر کرد و نتیجه گرفت که راهبرد تجاری بر ارتباط بین گزارشگری پایداری و توجه سرمایه‌گذاران تاثیر ندارد؛ یعنی در شرکت‌هایی که راهبرد تجاری آن‌ها به صورت تهاجمی بوده در آن شرکت‌ها، گزارشگری پایداری نمی‌تواند بر توجه سرمایه‌گذاران اثرگذاری معنی‌داری داشته باشد. به لحاظ مقایسه پژوهش حاضر با مطالعات عابدین و فولینگ [59] مخالف است.

تحلیلگران بازار سرمایه می‌توانند نتایج و آثار بررسی تاثیر گزارشگری پایداری بر احساسات و توجه سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران را به صورت دقیق و جامع‌تری بررسی و درک نمایند و از این طریق بتوانند عملکرد شرکت را تحلیل نمایند. اطلاعات نقش بسیار قوی در تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری سهامداران و سرمایه‌گذاران ایفا می‌کند. بر این اساس هراندازه که دامنه اطلاعات در دسترس، گسترده و از صحت و دقت بالایی برخوردار باشد موجبات تصمیم‌گیری بهتر و صحیح‌تری را برای همه سرمایه‌گذاران فراهم خواهد آورد. با توجه به تاثیر گزارشگری پایداری بر احساسات و توجه سرمایه‌گذاران، به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌گردد تا در موقع سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها، گزارشگری پایداری و اثر آن را مورد توجه قرار داده و در تصمیمات خود در نظر بگیرند. به سیاست‌گذاران شرکت‌ها نیز پیشنهاد می‌شود در کنار گزارشگری مالی به عامل گزارشگری پایداری توجه بیشتری مبذول فرمایند چراکه گزارشگری پایداری شرکت موجب افزایش توجه سرمایه‌گذاران و ارتقای اعتماد ذینفعان و سهامداران می‌شود. دانشگاه‌ها و موسسات پژوهشی به‌عنوان تولیدکنندگان علم همواره بایستی از آفرینش یافته‌های علمی آگاه باشند. آن‌ها می‌توانند یافته‌های تحقیقات دیگران را به‌کار بسته و تحقیقات جدیدی را در پیش گرفته و از این طریق به تولید علوم جدید بپردازند.

به پژوهشگران برای انجام تحقیقات آتی پیشنهاد می‌شود بررسی تاثیر گزارشگری پایداری بر احساسات و توجه سرمایه‌گذاران با تاکید بر راهبرد تجاری به تفکیک صنایع انجام داده و نتایج را مقایسه کنند. همچنین بررسی تاثیر بحران ارزی بر تاثیر گزارشگری پایداری بر احساسات و توجه سرمایه‌گذاران. بررسی تاثیر گزارشگری پایداری بر احساسات و توجه سرمایه‌گذاران با تاکید بر راهبرد به‌صورت پیمایشی و نیز، بررسی تاثیر گزارشگری پایداری بر احساسات و توجه سرمایه‌گذاران با تاکید بر راهبرد تجاری در مراحل مختلف چرخه عمر شرکت. بررسی تاثیر گزارشگری پایداری بر احساسات و توجه سرمایه‌گذاران با تاکید بر راهبرد تجاری در شرایط عدم اطمینان اقتصادی.

## تشکر و قدردانی

نویسندگان از حسن همکاری مشارکت‌کنندگان در این پژوهش تشکر می‌کنند.

## منابع مالی

این پژوهش بدون کمک‌هزینه تحقیق انجام شده است.

## تعارض با منافع

هیچ‌گونه تعارض منافی در این پژوهش وجود ندارد.

## منابع

- [1] Baker, M., & Wurgler, J. (2007). Investor sentiment in the stock market. *Journal of economic perspectives*, 21(2), 129–151. <https://doi.org/10.1257/jep.21.2.129>
- [2] Mohamadi, M., Azimi Yancheshme, M., Fouladi, M., & Farhadi, M. (2022). Designing a model to explain the impact of investors' emotions on financial decisions, stock returns and economic volatility. *Financial management perspective*, 12(40), 145-171. (In Persian). <https://www.sid.ir/filesserver/jf/2136-277301-fa-1122695.pdf>
- [3] Kahneman, D. (1973). *Attention and effort* (Vol. 1063). Citeseer. [https://books.google.nl/books/about/Attention\\_and\\_Effort.html?id=tkvuAAAAMAAJ&redir\\_esc=y](https://books.google.nl/books/about/Attention_and_Effort.html?id=tkvuAAAAMAAJ&redir_esc=y)

- [4] Barber, B. M., & Odean, T. (2008). All that glitters: The effect of attention and news on the buying behavior of individual and institutional investors. *The review of financial studies*, 21(2), 785–818. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhm079>
- [5] Dyck, A., & Zingales, L. (2003). *The media and asset prices*. [https://www.researchgate.net/profile/Alexander-Dyck-4/publication/209409771\\_The\\_Media\\_and\\_Asset\\_Prices/links/0deec51a63da1d3de6000000/The-Media-and-Asset-Prices.pdf](https://www.researchgate.net/profile/Alexander-Dyck-4/publication/209409771_The_Media_and_Asset_Prices/links/0deec51a63da1d3de6000000/The-Media-and-Asset-Prices.pdf)
- [6] Peng, L., & Xiong, W. (2006). Investor attention, overconfidence and category learning. *Journal of financial economics*, 80(3), 563–602. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2005.05.003>
- [7] Hirshleifer, D., Lim, S. S., & Teoh, S. H. (2009). Driven to distraction: Extraneous events and underreaction to earnings news. *The journal of finance*, 64(5), 2289–2325. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2009.01501.x>
- [8] Hur, J., & Singh, V. (2022). The role of investor attention in idiosyncratic volatility puzzle and new results. *Review of quantitative finance and accounting*, 58(1), 409–434. <https://doi.org/10.1007/s11156-021-00999-w>
- [9] Guntuka, L. (2022). Inter-firm ESG rivalry: A competitive dynamics view. *Sustainability*, 14(20), 13665. <https://doi.org/10.3390/su142013665>
- [10] Wolter, J. S., Donavan, D. T., & Giebelhausen, M. (2021). The corporate reputation and consumer-company identification link as a sensemaking process: A cross-level interaction analysis. *Journal of business research*, 132, 289–300. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2021.04.012>
- [11] Haider, M. B., & Nishitani, K. (2020). Views of corporate managers on assurance of sustainability reporting: evidence from Japan. *International journal of disclosure and governance*, 17(1), 1–19. <https://doi.org/10.1057/s41310-019-00070-0>
- [12] Zimon, G., Arianpoor, A., & Salehi, M. (2022). Sustainability reporting and corporate reputation: the moderating effect of CEO opportunistic behavior. *Sustainability*, 14(3), 1257. <https://doi.org/10.3390/su14031257>
- [13] Adamska, A., & Dąbrowski, T. J. (2021). Investor reactions to sustainability index reconstitutions: Analysis in different institutional contexts. *Journal of cleaner production*, 297, 126715. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2021.126715>
- [14] Bai, Y., Ding, X., & Jiang, L. (2024). Corporate environmental pictures information disclosure and investor market reaction: A new perspective from large-scale pictures feature mining. *Journal of cleaner production*, 437, 140616. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2024.140616>
- [15] Anwar Khatibi, S. (2023). A review of the factors of sustainability reporting systems with an economic development approach. *Journal of socio-cultural changes*, 20(2), 58–79. (In Persian). <https://doi.org/10.30495/jssc.2023.1995440.2139>
- [16] Luo, W., Tian, Z., Fang, X., & Deng, M. (2024). Can good ESG performance reduce stock price crash risk? Evidence from Chinese listed companies. *Corporate social responsibility and environmental management*, 31(3), 1469–1492. <https://doi.org/10.1002/csr.2646>
- [17] Kao, M. F., Jian, C. H., & Tseng, C. H. (2024). Managerial ability and voluntary ESG disclosure and assurance: Evidence from Taiwan. *Sustainability accounting, management and policy journal*, 15(1), 207–231. <https://doi.org/10.1108/SAMPJ-08-2022-0428>
- [18] Cheng, R., Kim, H., & Ryu, D. (2024). ESG performance and firm value in the Chinese market. *Investment analysts journal*, 53(1), 1–15. <https://doi.org/10.1080/10293523.2023.2218124>
- [19] Meng-tao, C., Da-peng, Y., Wei-qi, Z., & Qi-jun, W. (2023). How does ESG disclosure improve stock liquidity for enterprises—Empirical evidence from China. *Environmental impact assessment review*, 98, 106926. <https://doi.org/10.1016/j.eiar.2022.106926>
- [20] Barkemeyer, R., Revelli, C., & Douaud, A. (2023). Selection bias in ESG controversies as a risk for sustainable investors. *Journal of cleaner production*, 405, 137035. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2023.137035>
- [21] Van Hoang, T. H., Pham, L., & Nguyen, T. T. P. (2023). Does country sustainability improve firm ESG reporting transparency? The moderating role of firm industry and CSR engagement. *Economic modelling*, 125, 106351. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2023.106351>
- [22] Nguyễn, H. V., & Phan, T. T. (2025). Impact of economic growth, international trade, and FDI on sustainable development in developing countries. *Environment, development & sustainability*, 27(2), 4017–4043. <https://doi.org/10.1007/s10668-023-04060-9>
- [23] Phan, T. C. (2024). Impact of green investments, green economic growth and renewable energy consumption on environmental, social, and governance practices to achieve the sustainable development goals: A sectoral analysis in the ASEAN economies. *International journal of engineering business management*, 16, 18479790241231724. <https://doi.org/10.1177/18479790241231725>
- [24] Hasan, I., Kim, I., Teng, H., & Wu, Q. (2022). The effect of foreign institutional ownership on corporate tax avoidance: International evidence. *Journal of international accounting, auditing and taxation*, 46, 100440. <https://doi.org/10.1016/j.intaccudtax.2021.100440>
- [25] Hambrick, D. C. (2003). On the staying power of defenders, analyzers, and prospectors. *Academy of management perspectives*, 17(4), 115–118. <https://doi.org/10.5465/ame.2003.11851883>
- [26] Tiger, J. H., Hanley, G. P., & Bruzek, J. (2008). Functional communication training: A review and practical guide. *Behavior analysis in practice*, 1(1), 16–23. <https://doi.org/10.1007/BF03391716>
- [27] Chen, F., Hope, O. K., Li, Q., & Wang, X. (2011). Financial reporting quality and investment efficiency of private firms in emerging markets. *The accounting review*, 86(4), 1255–1288. <https://doi.org/10.2308/accr-10040>
- [28] Doff, R. (2008). Defining and measuring business risk in an economic-capital framework. *The journal of risk finance*, 9(4), 317–333. <https://doi.org/10.1108/15265940810894990>
- [29] Nikbakht, M. R., & Moradi, M. (2005). The evaluation investors overreaction in the Tehran Stock Exchange (TSE). *Empirical studies in financial accounting*, 3(9), 1–26. (In Persian). [https://qjma.atu.ac.ir/article\\_4103.html?lang=fa](https://qjma.atu.ac.ir/article_4103.html?lang=fa)

- [30] Savage, G. T., Nix, T. W., Whitehead, C. J., & Blair, J. D. (1991). Strategies for assessing and managing organizational stakeholders. *Academy of management perspectives*, 5(2), 61–75. <https://doi.org/10.5465/ame.1991.4274682>
- [31] Masoumi, S. R., Salehnejad, S. H., & Zabihi Zarinkalaei, A. (2018). Investigating the impact of some inter-organizational factors on sustainability reporting of the pharmaceutical companies listed on the Tehran Stock Exchange. *Journal of health accounting*, 7(1), 103-126. **(In Persian)**. <https://doi.org/10.30476/jha.2018.40601>
- [32] Organization, J. P. (1997). *Strategic management (applied)*. Allameh Tabatabaei University Publications. **(In Persian)**. [https://book.atu.ac.ir/book\\_470.html](https://book.atu.ac.ir/book_470.html)
- [33] Walker Jr, O. C., & Ruekert, R. W. (1987). Marketing's role in the implementation of business strategies: A critical review and conceptual framework. *Journal of marketing*, 51(3), 15–33. <https://doi.org/10.1177/00222429870510030>
- [34] Dashee Dughaim, A., Aghaei Chadegani, A., Deherieb Alrobaaiy, M. S., & Alimoradi, M. (1404). The impact of sustainability reporting dimensions on the financial and non-financial performance of manufacturing and non-manufacturing companies listed on the stock exchange. *Dynamic management and business analysis*, 4(1), 296–310. **(In Persian)**. <https://civilica.com/doc/2332908/>
- [35] Hamidian, N., Fattahi Nafchi, H., Rostami, A., & Eshaghi, G. (2024). The effect of investor attention on the relationship between idiosyncratic volatility and future stock returns. *Journal of asset management and financing*, 12(1), 1-16. **(In Persian)**. <https://doi.org/10.22108/amf.2024.140246.1853>
- [36] Einabadi, J., & Ali Hassanzadeh, E. (2024). Investigating the impact of intellectual capital components on sustainability reporting. *Journal of new research approaches in management and accounting*, 8(28), 2476-2502. **(In Persian)**. <https://majournal.ir/index.php/ma/article/view/2664>
- [37] Vesali, S., & Kermani, E. (2023). Investigating the impact of social responsibility disclosure, intellectual capital on financial distress and sustainability reporting. *Journal of new research approaches in management and accounting*, 7(25), 389-421. **(In Persian)**. <https://majournal.ir/index.php/ma/article/view/2015>
- [38] Yousefizadeh, S. (2023). Effective internal organizational factors and drivers of sustainability reporting with a fuzzy Delphi approach. *Quarterly journal of contemporary research in management and accounting sciences*, 5(18), 1-10. **(In Persian)**. <https://civilica.com/doc/1855682/>
- [39] Ahmadzade, Y., Maranjory, M., Alikhani, R., & Taghipouryan, Y. (2023). Providing a sustainability reporting framework based on balancing stakeholder expectations and company capacity. *The financial accounting and auditing researches*, 14(56), 161-189. **(In Persian)**. <https://www.sid.ir/paper/1053165/en>
- [40] Maboudi, H., Rezaei, F., & Kordestani, G. (2022). The effect of sustainability reporting on the relationship between audit quality and other corporate governance mechanisms with management accounting techniques. *Journal of audit science*, 22(3), 219-254. **(In Persian)**. <https://elmsnet.ir/doc/2433285-11642>
- [41] Abbasi Astamal, M., Zeinali, M., Baradaran Hassanzadeh, R., & Badavar Nahandi, Y. (2021). Fuzzy gap analysis of sustainable development accounting disclosure factors with mixed approach in Iran. *Governmental accounting*, 8(1), 29-52. **(In Persian)**. <https://doi.org/10.30473/gaa.2021.49322.1319>
- [42] Akhtarshenas, D., Khodamipour, A., & Pourheidari, O. (2021). Development and evaluation of model of implementation barriers, disclosure and standardization of corporate sustainability in Iran. *Journal of value & behavioral accounting*, 6(11), 217–249. **(In Persian)**. <https://doi.org/10.52547/aapc.6.11.217>
- [43] Xing, Y., Wang, J., Liu, Z., & Xiao, D. (2025). The impact of corporate financialization on ESG performance: A perspective based on executive incentives. *Finance research letters*, 76, 106934. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2025.106934>
- [44] Nuryantini, N. P. D. (2022). Earnings management mediate the effect of managerial over confidence, good corporate governance and corporate social responsibility on company performance. *International journal of innovative science and research technology*, 7(1), 641–662. <https://doi.org/10.5281/zenodo.5996020>
- [45] Mohammad, W. M. W., & Wasiuzzaman, S. (2021). Environmental, social and governance (ESG) disclosure, competitive advantage and performance of firms in Malaysia. *Cleaner environmental systems*, 2, 100015. <https://doi.org/10.1016/j.cesys.2021.100015>
- [46] Sattar, M. A., Toseef, M., & Sattar, M. F. (2020). Behavioral finance biases in investment decision making. *International journal of accounting, finance and risk management*, 5(2), 69–75. <https://doi.org/10.11648/j.ijafm.20200502.11>
- [47] Mashayekh, S., & Tahmasebi Ashtiani, M. (2024). The interactive impact of investor attention and company performance on corporate social responsibility reporting. *Empirical research in accounting*, 14(1), 63–88. **(In Persian)**. <https://doi.org/10.22051/JERA.2024.45498.3183>
- [48] Bandopadhyaya, A., & Jones, A. L. (2016). Measuring investor sentiment in equity markets. In *Asset management: portfolio construction, performance and returns* (pp. 258–269). Springer. [https://doi.org/10.1007/978-3-319-30794-7\\_11](https://doi.org/10.1007/978-3-319-30794-7_11)
- [49] Persaud, A. (1996). Investors' changing appetite for risk. *JP morgan securities ltd., global FX research*.
- [50] Heidarpour, F., Tariverdi, Y., & Mehrabi, M. (2013). The effect of investors' sentiments on the stock return. *Financial knowledge of security analysis (financial studies)*, 6(17), 1-13. **(In Persian)**. <https://www.sid.ir/paper/200387/en>
- [51] Tanani, M., & Mohebkhah, M. (2014). The relation of business strategy with earnings quality and stock return in firms listed in TSE. *Empirical research in accounting*, 4(3), 105-127. **(In Persian)**. <https://doi.org/10.22051/jera.2015.1886>
- [52] Ittner, C. D., & Larcker, D. F. (1997). Product development cycle time and organizational performance. *Journal of marketing research*, 34(1), 13–23. <https://doi.org/10.1177/002224379703400102>
- [53] Dabirinia, A., Pourkarim, M., & Abbaszadeh, S. (2020). The effect of information risk on the financial performance of the company with emphasis on the role of external monitoring. *Journal of accounting and management vision*, 3(33), 1–17. [https://www.jamv.ir/article\\_121906.html](https://www.jamv.ir/article_121906.html)

- [54] Sheikhi Garjan, M., Noravesh, I., & Mohamadi Molgharani, A. (2020). The position of business strategy in improving audit quality with emphasis on environmental factors in Iran. *Journal of accounting knowledge*, 11(3), 35-66. (In Persian). <https://doi.org/10.22103/jak.2020.14485.3043>
- [55] Hoitash, R., Markelevich, A., & Barragato, C. A. (2007). Auditor fees and audit quality. *Managerial auditing journal*, 22(8), 761-786. <https://doi.org/10.1108/02686900710819634>
- [56] Bozorg Asl, M., Babajani, J., & Kuhkan, A. (2020). Impact of institutional ownership on the relationship between managersoverconfidence and financial leverage of the companies listed in the Tehran Stock Exchange. *Accounting and auditing review*, 26(4), 482-498. (In Persian). [https://journals.ut.ac.ir/article\\_75293\\_bc021341e037489208199d39ffc8ee34.pdf](https://journals.ut.ac.ir/article_75293_bc021341e037489208199d39ffc8ee34.pdf)
- [57] Shams, M., Fooladi, M., & Farhadi, M. (2016). The effect of board independency and audit quality on earnings management in listed companies in Tehran Stock Exchange. *Journal of iranian accounting review*, 3(10), 61-80. (In Persian). <https://doi.org/10.22055/jiar.2016.12734>
- [58] Utami, S. R., & Inanga, E. L. (2012). The relationship between capital structure and the life cycle of firms in the manufacturing sector of Indonesia. *International research journal of finance and economics*, 88, 69-91. <http://www.internationalresearchjournaloffinanceandeconomics.com/>
- [59] Abideen, Z. U., & Fuling, H. (2024). Sustainability reporting and investor sentiment. A sustainable development approach to Chinese-listed firms. *Journal of cleaner production*, 466, 142880. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2024.142880>