

## تأثیر افشای پایداری شرکت بر هزینه حقوق صاحبان سهام و ریسک غیر سیستماتیک

دکتر محسن هاشمی کهر

استادیار گروه حسابداری، واحد شهر قدس، دانشگاه آزاد اسلامی، شهر قدس، ایران. (نویسنده مسئول).

mhgohar@yahoo.com

دکتر مهدی ابراهیمی مقدم

استادیار گروه حسابداری، واحد شهر قدس، دانشگاه آزاد اسلامی، شهر قدس، ایران.

mehrahimi061@gmail.com

محمد امین رضائی

کارشناسی ارشد حسابداری، واحد شهر قدس، دانشگاه آزاد اسلامی، شهر قدس، ایران.

marezaei13791379a@gmail.com

### چکیده

توجه به گزارشگری پایداری در سال های اخیرا توجه فزاینده ای به خود جلب کرده است. گزارشگری پایداری در یک تعریف کلی شامل افشای اطلاعات مالی و غیر مالی است. یکی از مهم ترین عوامل موثر بر ریسک شرکت ها و هزینه های تامین مالی آن ها، عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه های نمایندگی است. از این رو، هدف پژوهش حاضر بررسی تأثیر افشای پایداری شرکت بر هزینه حقوق صاحبان سهام و ریسک غیر سیستماتیک است. این پژوهش از نظر هدف کاربردی و از نظر ماهیت تحلیلی می باشد. برای جمع آوری داده های آن از صورت های مالی شرکت های بورس اوراق بهادار تهران و برای تحلیل آن ها از نرم افزار ایویوز نسخه ۱۰ استفاده شده است. نمونه آماری پژوهش ۱۰۵ شرکت از شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال های ۱۳۹۵ الی ۱۴۰۰ می باشد. یافته های این پژوهش نشان می دهد که بین افشای پایداری و هزینه حقوق صاحبان سهام و ریسک غیر سیستماتیک رابطه منفی و معناداری وجود دارد. به این معنی که با افزایش افشای پایداری، ریسک غیر سیستماتیک و هزینه حقوق صاحبان سهام کاهش پیدا می کند.

**واژگان کلیدی:** گزارشگری پایداری، ریسک، هزینه حقوق صاحبان سهام.

### مقدمه

توجه به گزارش اطلاعاتی غیر مالی به همراه اطلاعات مالی در سال های اخیر رشد بسزایی داشته باشد. افشای اطلاعاتی غیر مالی شامل اقدامات شرکت در زمینه های زیست محیطی، حاکمیتی و اجتماعی در قالب گزارشگری پایداری مورد توجه ذینفعان شرکت ها بوده است (غلامی<sup>۱</sup> و همکاران، ۲۰۲۲). گزارشگری پایداری برخلاف گزارشگری مالی سنتی که تنها اطلاعات مربوط به عملکرد مالی را ارائه می کند، بستری را برای ارائه اطلاعات در مورد عملکرد اقتصادی، اجتماعی و زیست محیطی به ذینفعان مختلف فراهم می کند (دی ویلیرز و شارما<sup>۲</sup>، ۲۰۲۰). در واقع گزارشگری پایداری دربرگیرنده اطلاعات مالی و غیر مالی است. گزارش دهی پایداری یکی از مکانیسم های ارتقای مسئولیت پذیری برای استفاده از منابع طبیعی در ارائه محصولات یا خدمات در بین شرکت ها، بهبود تصویر شرکت، ایجاد انگیزه در نیروی کار و ایجاد مزیت رقابتی است (جوینلت<sup>۳</sup> و همکاران، ۲۰۲۱). گزارش پایداری به دستیابی به اهداف پایداری و توسعه پایدار کمک می کند.

<sup>1</sup> Gholami

<sup>2</sup> De Villiers and Sharma

<sup>3</sup> Journeault

شرکت‌های سهامی عام به تدریج مسئولیت بیشتری در قبال عملکرد پایداری و ریسک‌های مرتبط با آن بر عهده می‌گیرند. علاوه بر این، سرمایه‌گذاری در شرکت‌هایی با عملکرد پایداری بالاتر به‌طور فزاینده‌ای توسط سرمایه‌گذاران نهادی ترجیح داده می‌شود (گانتسر<sup>۱</sup> و همکاران، ۲۰۱۱).

رشد فزاینده عملکرد پایداری شرکت‌ها، توجه مطالعات را به خود جلب کرده است. بسیاری از مطالعات تلاش کرده‌اند که رابطه بین عملکرد پایداری و شاخص‌های مالی و در نهایت ایجاد ارزش در شرکت‌ها را مورد بررسی قرار دهند ولیکن یافته‌های مطالعات، به نتیجه قطع منتج نشده است (جو<sup>۲</sup> و همکاران، ۲۰۱۱). یکی از مهم‌ترین پیامدهای گزارشگری پایداری در شرکت‌ها می‌تواند کاهش ریسک شرکت و به تبع آن هزینه سرمایه باشد. در واقع استدلال می‌شود که گزارشگری پایداری با بهبود افشای اطلاعات در شرکت به کاهش ریسک اطلاعاتی و در نتیجه ریسک غیر سیستماتیک شرکت‌ها می‌گردد (چنگ<sup>۳</sup> و همکاران، ۲۰۱۴). در واقع، بر اساس مفاهیم تئوری نمایندگی، افزایش ابهام و عدم شفافیت در شرکت به تشدید هزینه‌های نمایندگی و تضاد منافع منجر گردد. به بیانی دیگر، عدم تقارن اطلاعاتی در شرکت‌ها می‌تواند نشانه‌ای از افزایش هزینه‌های نمایندگی و تشدید تضاد منافع باشد (ال‌گول<sup>۴</sup> و همکاران، ۲۰۱۱)؛ بنابراین زمانی که اطلاعات مالی و غیر مالی شرکت‌ها در قالب گزارشگری پایداری افشا می‌گردد، عدم تقارن اطلاعاتی بین ذینفعان و مدیران شرکت‌ها کاهش پیدا می‌کند که این امر در نهایت به کاهش ریسک غیر سیستماتیک شرکت‌ها منجر گردد (دلیوال<sup>۵</sup> و همکاران، ۲۰۱۱). بنابراین افشای بیشتر اطلاعات با کاهش عدم تقارن اطلاعاتی می‌تواند زمینه‌ساز کاهش ریسک غیر سیستماتیک شرکت‌ها گردد (غلامی و همکاران، ۲۰۲۲).

از سوی دیگر، شرکت‌ها به‌منظور تأمین مالی به منابع داخلی و خارجی نیاز دارند. منابع داخلی شرکت‌ها شامل جریان وجوه نقد ایجاد شده در شرکت و منابع خارجی نیز شامل تأمین مالی از محل بدهی و سرمایه می‌باشد. بر اساس مفاهیم تئوری سلسله مراتبی یکی از دلایل انتخاب بین شیوه‌های تأمین مالی و در اولویت قرار گرفتن منابع داخلی برای تأمین مالی، هزینه‌های نمایندگی است (بکتی<sup>۶</sup> و همکاران، ۲۰۱۵). بنابراین زمانی که سطح افشای اطلاعات شرکت به‌واسطه گزارشگری پایداری افزایش پیدا کند، عدم تقارن اطلاعاتی در شرکت کاهش، نظارت افزایش و در نهایت هزینه‌های نمایندگی نیز به سطح پایین‌تری منتقل می‌گردد (غلامی و همکاران، ۲۰۲۲). از سوی دیگر، رابطه بین ریسک و بازده مورد مطالبه اعتباردهندگان مستقیم است. زمانی که ریسک شرکت افزایش پیدا می‌کند، بازده مورد مطالبه سهامداران (بازده حقوق صاحبان سهام) نیز بیشتر می‌گردد. استدلال می‌شود که با افزایش گزارشگری پایداری در شرکت‌ها، سطح اطلاعات افشاشده مالی و غیر مالی بیشتر و ریسک اطلاعاتی کاهش پیدا می‌کند. در نتیجه با کاهش ریسک درک شده توسط سهامداران، بازده مورد مطالبه آنان نیز کاهش پیدا می‌کند. در واقع می‌توان گفت رابطه بین ریسک درک شده توسط سهامداران و بازده حقوق صاحبان سهام مثبت و معنادار است (جو و همکاران، ۲۰۱۲).

انتشار گزارشگری پایداری شرکت‌ها در کشورهای توسعه‌یافته به‌خوبی موردتوجه قرار گرفته است ولیکن در کشورهای درحال توسعه این موضوع همچنان موردتوجه کافی قرار نگرفته است. از سوی دیگر، ریسک و تداوم فعالیت شرکت‌ها دو روی یک سکه هستند، افزایش ریسک با کاهش تداوم فعالیت شرکت‌ها همراه است. با عنایت به این که ورشکستگی شرکت‌ها تبعات جبران‌ناپذیری برای ذینفعان شرکت‌ها از جمله جامعه دارد، پرداختن به روابط مورد نظر در این پژوهش

<sup>1</sup> Guenster

<sup>2</sup> Jo

<sup>3</sup> Cheng

<sup>4</sup> El Ghouli

<sup>5</sup> Dhaliwal

<sup>6</sup> Becchetti

می‌تواند برای طیف وسیعی از ذینفعان شرکت‌ها از جمله سهامداران، سرمایه‌گذاران، اعتباردهندگان، دولت، جامعه و ... از اهمیت وافری برخوردار است.

بسیاری از مطالعات انجام‌شده در خصوص رابطه بین افشای گزارش پایداری، ریسک و هزینه حقوق صاحبان سهام شرکت در کشورهای توسعه‌یافته انجام پذیرفته است، با توجه به محیط مطالعاتی متفاوت کشورهای در حال توسعه، مسئله اصلی پژوهش حاضر بررسی تأثیر افشا پایداری شرکت بر هزینه حقوق صاحبان سهام و ریسک غیر سیستماتیک شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است. ادامه مقاله به بخش‌های پیشینه پژوهش، روش‌شناسی پژوهش، یافته‌های پژوهش، بحث، نتیجه‌گیری و پیشنهادها، منابع اختصاص دارد.

### بسط فرضیه‌ها و پیشینه پژوهش

تئوری مشروعیت یکی از مهم‌ترین تئوری‌های است که رابطه اجتماعی بین شرکت و جامعه را توضیح می‌دهد. بر اساس این تئوری، شرکت‌ها دارای یک قرارداد اجتماعی با جامعه هستند که از طریق ایفای مسئولیت‌های اجتماعی می‌توانند به آن عمل کنند (متیوز<sup>۱</sup>، ۱۹۹۵). مشروعیت شرکت یک منبع سازمانی ضروری برای بقای آن است و توسط جامعه به سازمان اعطا می‌شود (اودونوان<sup>۲</sup>، ۲۰۰۲). این منبع می‌تواند توسط استراتژی‌های مختلف افشای شرکتی مدیریت یا تحت تأثیر قرار گیرد. افشای عملکرد مسئولیت اجتماعی شرکت اطلاعات مورد نیاز را برای نشان دادن تعهد تجاری به انتظارات ذینفعان فراهم می‌کند (دیگان<sup>۳</sup>، ۲۰۲۰). ارائه یک افشای عملکرد پایداری بالاتر، ارائه‌دهندگان منابع مالی را قانع می‌کند تا به‌طور مثبت واکنش نشان دهند و به این شرکت‌ها با منابع سرمایه‌ارزان‌تر پاداش دهند (جانسون<sup>۴</sup>، ۲۰۲۰). برعکس، عدم رعایت قرارداد اجتماعی توسط شرکت‌ها عواقب پرهزینه‌ای دارد. افشای عملکرد پایداری شرکت همچنین می‌تواند به شرکت‌ها کمک کند تا ریسک مرتبط با تأثیر مقررات جدید یا اقدامات مالی را کاهش دهند. علاوه بر این، بسیاری از مؤسسات مالی استراتژی‌هایی را اتخاذ کرده‌اند که منابع را در اختیار شرکت‌هایی با عملکرد پایداری بالاتر قرار می‌دهد (غلامی و همکاران، ۲۰۲۲). بنابراین مطابق نظری مشروعیت به دو دلیل، عملکرد پایداری شرکت می‌تواند به کاهش نرخ هزینه سرمایه می‌گردد. دلیل اول، شرکت‌هایی که عملکرد پایداری بالاتری دارند نشان می‌دهند که توجه بیشتری به انتظارات جامعه دارند و در نتیجه شهرت بیشتری به دست می‌آورند که این امر می‌تواند آن‌ها در تأمین منابع مالی کمک کند. دلیل دوم، به دلیل افزایش افشای اطلاعات در قالب گزارشگری پایداری، شفافیت شرکت افزایش و عدم تقارن اطلاعاتی و در نتیجه ریسک درک شده سهامداران کاهش پیدا می‌کند که این امر در نهایت هزینه حقوق صاحبان سهام را کاهش می‌دهد (چنگ و همکاران، ۲۰۱۴).

بر اساس تئوری مشروعیت، افشای عملکرد پایداری شرکت منجر به ایجاد ارزش بلندمدت برای شرکت‌ها از طریق رضای مسئولیت‌های اجتماعی شرکت، رعایت هنجارهای اجتماعی و تعهد و بهبود شهرت شرکت می‌شود که در نتیجه ریسک‌های خاص (غیر سیستماتیک) شرکت کاهش پیدا می‌کند (دیگان، ۲۰۱۴). استدلال می‌شود که افشای عملکرد پایداری شرکت به افزایش شفافیت و کاهش عدم تقارن اطلاعاتی منجر می‌گردد که این امر در نهایت ریسک غیر سیستماتیک شرکت‌ها را کاهش می‌دهد. همچنین بهبود عملکرد پایداری شرکت به دلیل بهبود شفافیت، هزینه‌های نظارت در شرکت را کاهش و منجر به کاهش ریسک سیستماتیک شرکت می‌گردد (هارجوتو<sup>۵</sup> و همکاران، ۲۰۱۵). انتظار می‌رود شرکت‌هایی که عملکرد پایداری بالاتری دارند، شهرت بیشتری نیز کسب نمایند و کمتر در معرض اتهام تخلفات

<sup>1</sup> Mathews

<sup>2</sup> O'Donovan

<sup>3</sup> Deegan

<sup>4</sup> Johnson

<sup>5</sup> Harjoto

و فساد قرار گیرند. به طور کلی استدلال می‌شود که بهبود افشای شرکت منطبق با تئوری نمایندگی و تئوری مشروعیت منجر به کاهش ریسک غیر سیستماتیک شرکت می‌گردد (غلامی و همکاران، ۲۰۲۲). مطالعات پیشین نیز نشان می‌دهد که عملکرد پایداری بالاتر منجر به کاهش ریسک خاص شرکت می‌گردد (جو و همکاران، ۲۰۱۲). با عنایت به مطالب یاد شده، می‌توان گفت که از آنجایی که رابطه بین ریسک و بازده مثبت است، هر اقدامی که منجر به کاهش ریسک غیر سیستماتیک شرکت گردد، در نهایت زمینه‌ساز کاهش هزینه حقوق صاحبان سهام می‌گردد (غلامی و همکاران، ۲۰۲۲). بنابراین فرضیه‌های پژوهش به شرح زیر تدوین می‌گردد:

فرضیه اول: افشا پایداری بر هزینه حقوق صاحبان سهام شرکت تأثیر معناداری دارد.  
فرضیه دوم: افشا پایداری بر ریسک غیر سیستماتیک شرکت تأثیر معناداری دارد.

### پیشینه پژوهش‌های داخلی و خارجی

بابایی و همکاران (۱۴۰۰) به بررسی رابطه بین عملکرد پایداری شرکتی و ارزش شرکت با تأکید بر نقش امتیاز افشا و اندازه شرکت پرداختند. با استفاده از چارچوب نظری متشکل از تئوری‌های ذی‌نفعان، علامت‌دهی و مشروعیت و دیدگاه مبتنی بر منابع، فرضیه‌هایی جهت تشریح رابطه بین عملکرد پایداری شرکتی و ارزش شرکت تدوین شد. در راستای هدف پژوهش، داده‌های ترکیبی ۹۲ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، طی دوره زمانی ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۷، جمع‌آوری و با استفاده از روش رگرسیون مقاوم مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت. یافته‌های پژوهش نشان داد که بین ابعاد مالی (بعد اقتصادی) و غیرمالی عملکرد پایداری شرکتی (ابعاد اجتماعی، حاکمیتی، زیست‌محیطی و اخلاقی) و ارزش شرکت رابطه مثبت و معناداری وجود دارد و شرکت‌هایی که عملکرد پایداری بالاتری دارند، تأثیر عملکرد پایداری بر ارزش شرکت در آن‌ها بیشتر است. همچنین یافته‌ها مؤید این است که شرکت‌هایی که امتیاز افشای بالاتری دارند، تأثیر عملکرد پایداری بر ارزش شرکت در آن‌ها بیشتر است و تأثیر عملکرد پایداری بر ارزش شرکت در شرکت‌های بزرگ و کوچک تقریباً برابر است. غلامی و همکاران (۲۰۲۲) به بررسی تأثیر عملکرد پایداری شرکت بر هزینه حقوق صاحبان سهام و ریسک غیر سیستماتیک شرکت‌ها پرداختند. نمونه آماری آنان شرکت‌های حاضر در بورس استرالیا در بازه زمانی ۲۰۰۷ الی ۲۰۱۷ می‌باشد. به منظور آزمون فرضیه‌های پژوهش از روش رگرسیون چندگانه استفاده گردیده است. یافته‌های آنان نشان می‌دهد که بین عملکرد پایداری شرکت و هزینه حقوق صاحبان سهام رابطه منفی و معناداری وجود دارد. همچنین افزایش عملکرد پایداری شرکت منجر به کاهش ریسک غیر سیستماتیک می‌گردد.

توموباز<sup>۱</sup> و همکاران (۲۰۲۲) در پژوهشی به بررسی رابطه بین ویژگی‌های کمیته حسابرسی، اندازه واحد حسابرسی داخلی و گزارشگری پایداری شرکت‌ها پرداختند. نمونه آماری آنان شامل ۴۸ شرکت‌های پذیرفته‌شده در اوگاندا در بازه زمانی ۲۰۱۰ الی ۲۰۱۹ می‌باشد. یافته‌های آنان نشان می‌دهد که بین ویژگی‌های کمیته حسابرسی دارای رابطه مثبت و معناداری با گزارشگری پایداری می‌باشد. همچنین اندازه واحد حسابرس داخلی نیز منجر به تشدید گزارشگری پایداری می‌گردد. امین و همکاران (۱۳۹۹) به بررسی سطح عملکرد پایداری شرکتی در مراحل مختلف چرخه عمر شرکت و بررسی تأثیر عملکرد پایداری شرکتی بر ارزش‌افزوده اقتصادی در طی مراحل چرخه عمر شرکت پرداختند. این پژوهش از نوع توصیفی و پژوهش‌های پس-رویدادی است و همچنین از منظر هدف پژوهش کاربردی محسوب می‌شود. در این پژوهش تعداد ۹۱ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در طی سال‌های ۱۳۸۸ الی ۱۳۹۶ مورد بررسی قرار گرفت. در این پژوهش از تحلیل کوواریانس و رگرسیون حداقل مربعات بهره‌گیری شده است. نتایج نشان داد که سطح عملکرد پایداری در طی مراحل چرخه عمر شرکت متفاوت است و عملکرد پایداری شرکت در مرحله بلوغ چرخه عمر به

<sup>1</sup> Tumwebaze

اوج خود می‌رسد. از سوی دیگر عملکرد پایداری شرکتی در مراحل رشد و بلوغ اثر مثبت و معناداری بر ارزش افزوده اقتصادی دارد.

### روش شناسی پژوهش

پژوهش حاضر در زمره پژوهش‌های کاربردی قرار می‌گیرد چراکه انتظار می‌رود یافته‌های این پژوهش در تصمیم‌گیری‌های ذینفعان شرکت مفید واقع شود. همچنین این پژوهش از حیث زمان اجرا از نوع گذشته‌نگر است به این معنی که با استفاده از داده‌های سال‌های گذشته شرکت‌های نمونه به آزمون فرضیه‌های پژوهش پرداخته می‌شود. همچنین از آنجایی که با استفاده از شرکت‌های نمونه به تصمیم‌گیری در خصوص روابط موردنظر در این پژوهش پرداخته می‌شود، می‌توان گفت این پژوهش از نظر نوع استدلال نیز در زمره پژوهش‌های استقرایی است. به منظور آزمون فرضیه‌های پژوهش نیز از شیوه رگرسیون چندگانه استفاده می‌گردد. جامعه آماری پژوهش حاضر شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۹۵ الی ۱۴۰۰ است. همچنین با استفاده از روش غربالگری حذف هدفمند، تعداد ۱۰۵ شرکت به عنوان نمونه انتخاب گردید.

به منظور آزمون فرضیه‌های پژوهش به پیروی از غلامی و همکاران (۲۰۲۲) به منظور آزمون فرضیه‌های پژوهش مدل‌های (۱) و (۲) برآورد می‌شوند:

مدل (۱):

$$\text{COC}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{ESG} + \beta_2 \text{LNTA}_{it} + \beta_3 \text{PPE}_{it} \\ + \beta_4 \text{CASH}_{it} + \beta_5 \text{LEV}_{it} + \beta_6 \text{BSIZE}_{it} \\ + \beta_7 \text{ACSIZE}_{it} + \epsilon_{it}$$

مدل (۲):

$$\text{IdiocyncrticRisk}_{it} \\ = \beta_0 + \beta_1 \text{ESG} + \beta_2 \text{LNTA}_{it} + \beta_3 \text{PPE}_{it} \\ + \beta_4 \text{CASH}_{it} + \beta_5 \text{LEV}_{it} + \beta_6 \text{BSIZE}_{it} \\ + \beta_7 \text{ACSIZE}_{it} + \epsilon_{it}$$

در مدل‌های فوق:

### متغیر مستقل

CSP: گزارشگری پایداری شرکت (افشا پایداری).

به پیروی از زمانی و همکاران (۱۳۹۸) و کاشانی پور و همکاران (۱۳۹۷) به منظور اندازه‌گیری گزارشگری پایداری شرکت‌ها از ۱۱ شاخص ذیل استفاده می‌شود. در صورتی که شرکتی هرکدام از شاخص‌های فوق را افشا نموده باشد عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر به این متغیر تعلق می‌گیرد؛ بنابراین بالاترین میزان این متغیر عدد ۱۱ و در کمترین آن صفر خواهد بود. شاخص‌ها به شرح زیر است:

استاندارد سیستم مدیریت زیست‌محیطی (ISO14001).

استاندارد مدیریت کیفیت (ISO9001).

استاندارد مدیریت ایمنی و بهداشت شغلی (OHSAS 18001).

استاندارد و ایمنی محصول.

هزینه‌های آلاینده‌گی و حفظ محیط‌زیست.

صرفه جویی انرژی.

کمک‌های بلاعوض.

فرهنگی و اجتماعی و ورزشی.

بهداشتی و درمانی.

رفاهی کارکنان.

آموزش.

COC: هزینه حقوق صاحبان سهام.

به نقل از ستایش و همکاران (۱۳۹۲)، میانگین موزون هزینه سرمایه شامل هزینه‌های اجزای تشکیل دهنده سرمایه است؛

بنابراین هزینه سرمایه به شرح مدل (۳) محاسبه می‌شود:

مدل (۳):

$$WACC = (WD * KD) + (WP * KP) + (WS * KS) + (WE * KE)$$

در مدل فوق:

WD: درصد مشارکت بدهی در کل سرمایه.

WP: درصد مشارکت سهام ممتاز در کل سرمایه.

WS: درصد مشارکت سهام عادی در کل سرمایه.

WE: درصد مشارکت سود انباشته در کل سرمایه.

KP: نرخ هزینه سرمایه سهام ممتاز.

KD: نرخ هزینه بدهی.

KS: نرخ هزینه سهام عادی.

KE: نرخ هزینه سود انباشته.

نرخ هزینه بدهی به شرح مدل (۴) محاسبه می‌شود:

مدل (۴):

$$KD = kd(1 - T)$$

Kd: نرخ بهره

نرخ هزینه سهام عادی به شرح مدل (۵) محاسبه می‌شود:

مدل (۵):

$$KS = \frac{D1}{P0(1-p1)} + g$$

در مدل فوق:

D1: سودی که در پایان سال اول پرداخت می‌شود.

P0: قیمت سهام در زمان صفر.

G: نرخ رشد با استفاده از میانگین هندسی فروش، طی سال‌های دوره زمانی تحقیق محاسبه گردید.

نرخ هزینه سود انباشته به شرح مدل (۶) محاسبه می‌شود:

مدل (۶):

$$KE = \left( \frac{D_0(1+g)}{P_0} \right) + g$$

لازم به توضیح است که در ایران سهام ممتاز وجود ندارد.

IdiocyncerticRisk: ریسک غیر سیستماتیک

به منظور اندازه گیری این متغیر از انحراف معیار باقیمانده های مدل تک عاملی به شرح مدل (۷) استفاده می شود (طالب نیا و همکاران، ۱۳۹۴):

مدل (۷):

$$R_{it} - RF = \alpha_0 + \beta_i(RM_t - RF_t) + \epsilon_{it}$$

RF: نرخ بازده دارایی های بدون ریسک: از نرخ سود اوراق مشارکت به عنوان نرخ بازده دارایی بدون ریسک استفاده می شود.

RM: نرخ بازده بازار، از شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران به منظور محاسبه ی بازده بازار استفاده می گردد.

R: برابر است با بازده شرکت های نمونه.

### متغیرهای کنترلی

به پیروی از غلامی و همکاران (۲۰۲۲) متغیرهای کنترلی به شرح زیر می باشند:

LNTA: اندازه شرکت که برابر است با لگاریتم کل دارایی های شرکت.

PPE: دارایی های ثابت که برابر است با نسبت اموال، ماشین آلات و تجهیزات به کل دارایی ها.

CASH: وجوه نقد که برابر است با نسبت جریان وجوه نقد عملیاتی به کل دارایی ها.

LEV: اهرم مالی که برابر است با نسبت جمع کل بدهی به کل دارایی ها.

BSIZE: اندازه هیئت مدیره که برابر است با تعداد اعضای هیئت مدیره.

ACSIZE: که برابر است با تعداد اعضای کمیته حسابرسی.

### یافته های پژوهش

در ادامه به بررسی آماره های توصیفی و نتایج آزمون فرضیه های پژوهش پرداخته می شود.

### آماره های توصیفی پژوهش

آماره های توصیفی پژوهش در جدول (۱) ارائه گردیده است. آماره های توصیفی شامل میانگین، میانه، حداقل، حداکثر و انحراف معیار هر متغیر می باشد. میانگین اصلی ترین شاخص مرکزی است که نشان دهنده نقطه تعادل و مرکز ثقل توزیع است و شاخص خوبی برای نشان دادن مرکزیت داده ها است. میانه مقداری است که ۵۰ درصد داده های نمونه پایین تر از آن و ۵۰ درصد بالاتر از آن قرار می گیرند. به طور کلی از میانه به عنوان اندازه تمایل به مرکز توزیع هایی که شکل آن ها غیرممتقارن است، استفاده می شود. انحراف معیار مهم ترین پارامتر پراکندگی است که از جذر واریانس به دست می آید این شاخص، نشان دهنده متوسط نوسان مشاهدات از میانگین آن ها است.

جدول (۱): آماره‌های توصیفی پژوهش

نام فارسی	نماد	میانگین	میانه	بیشترین	کمترین	انحراف معیار
هزینه حقوق صاحبان سهام	COC	۰,۲۸۷	۰,۲۶۲	۰,۴۶۲	۰,۱۷۸	۰,۰۹۱
ریسک غیر سیستماتیک	IDIOCYNCRTICRISK	۱,۱۵۱	۰,۷۳۴	۴,۳۵۰	۰,۰۸۹	۱,۱۳۹
افشا پایداری	ESG	۵,۳۵۴	۶,۰۰۰	۱۰,۰۰۰	۰,۰۰۰	۲,۵۹۴
اندازه شرکت	LNTA	۱۴,۹۱۳	۱۴,۷۰۲	۱۸,۳۱۷	۱۲,۶۸۹	۱,۴۱۲
دارایی‌های ثابت	PPE	۰,۲۵۹	۰,۲۰۸	۰,۶۷۹	۰,۰۳۴	۰,۱۸۹
وجوه نقد	CASH	۰,۱۳۰	۰,۱۰۱	۰,۴۶۱	-۰,۰۷۶	۰,۱۳۹
اهرم مالی	LEV	۰,۵۴۱	۰,۵۴۳	۰,۸۶۸	۰,۱۹۸	۰,۱۸۶
اندازه هیئت‌مدیره	BSIZE	۵,۰۲۵	۵,۰۰۰	۷,۰۰۰	۵,۰۰۰	۰,۲۲۴
اعضای کمیته حسابرسی	ASIZE	۳,۰۶۳	۳,۰۰۰	۵,۰۰۰	۰,۰۰۰	۰,۶۷۴
هزینه حقوق صاحبان سهام	COC	۰,۲۸۷	۰,۲۶۲	۰,۴۶۲	۰,۱۷۸	۰,۰۹۱

در جدول (۱) آماره‌های توصیفی ارائه گردیده است. بر این اساس، میانگین هزینه حقوق صاحبان سهام در شرکت‌های نمونه ۰,۲۸۷ می‌باشد به این معنی که شرکت‌های نمونه به منظور تامین مالی از محل انتشار سهام می‌بایست حداقل ۰,۲۸۷ هزینه پرداخت نمایند. میانگین ریسک غیر سیستماتیک نشان دهنده عدد ۱,۱۵۱ می‌باشد هرچه این عدد بیشتر باشد، ریسک غیر سیستماتیک بیشتر است. میانگین امتیاز افشای پایداری عدد ۵,۳۵ می‌باشد به این معنی که شرکت‌های نمونه از ۱۱ امتیاز ممکن افشای پایداری توانسته‌اند ۵,۳۵ امتیاز را کسب نمایند. میانگین اندازه شرکت‌های مورد بررسی نشان دهنده عدد ۱۴,۹۱ می‌باشد هرچه این عدد بیشتر باشد، اندازه شرکت مورد بررسی نیز بزرگتر است. میانگین دارایی‌های ثابت نشان دهنده عدد ۰,۲۵۹ می‌باشد به این معنی که حدود ۲۵ درصد دارایی‌های شرکت‌های نمونه را دارایی ثابت تشکیل می‌دهد. میانگین نسبت وجوه نقد به کل دارایی‌های شرکت‌های نمونه نشان می‌دهد که حدود ۰,۱۳ دارایی‌های شرکت‌های نمونه را وجوه نقد و سرمایه‌گذاری کوتاه مدت تشکیل می‌دهد. میانگین اهرم مالی نشان دهنده عدد ۰,۵۴۱ می‌باشد به این معنی که مدیران شرکت‌های نمونه تمایل بیشتری به تامین مالی از محل بدهی دارد چرا که به ازای هر واحد دارایی ۵۴ درصد بدهی در شرکت‌های نمونه وجود دارد. میانگین اندازه هیات مدیره شرکت‌های نمونه حدود ۵ نفر و میانگین اعضای کمیته حسابرسی شرکت‌های نمونه حدود ۳ نفر می‌باشد. سایر آماره‌های توصیفی در جدول (۱) ارائه گردیده است.

### ضرایب همبستگی

برای بررسی جهت و شدت همبستگی خطی بین متغیرهای پژوهش، آزمون ضرایب همبستگی پیرسون انجام شده و نتایج آن ارائه شده است. به عنوان مثال، بین هزینه حقوق صاحبان سهام و ریسک سیستماتیک همبستگی مثبت و معناداری وجود دارد. همبستگی بین هزینه حقوق صاحبان سهام و اندازه شرکت نیز مثبت و معنادار می‌باشد. بین ریسک سیستماتیک و اهرم مالی و اندازه کمیته حسابرسی همبستگی مثبت و معناداری وجود دارد. بین افشای پایداری و اندازه شرکت همبستگی مثبت و معناداری وجود دارد.



جدول (۲): ضرایب همبستگی پژوهش

ASIZE	BSIZE	LEV	CASH	PPE	LNTA	ESG	IDIOCYNCRTICRISK	COC	Probability
								۱,۰۰۰	COC
								-----	معناداری
							۱,۰۰۰	۰,۴۶۸	IDIOCYNCRTICRISK
							-----	۰,۰۰۰	معناداری
						۱,۰۰۰	-۰,۰۶۸	۰,۰۳۷	ESG
						-----	۰,۰۸۸	۰,۳۵۷	معناداری
					۱,۰۰۰	۰,۳۷۰	۰,۰۳۴	۰,۱۷۳	LNTA
					-----	۰,۰۰۰	۰,۳۹۱	۰,۰۰۰	معناداری
				۱,۰۰۰	-۰,۱۶۷	۰,۰۰۴	-۰,۰۱۷	-۰,۰۵۵	PPE
				-----	۰,۰۰۰	۰,۹۳۰	۰,۶۷۶	۰,۱۶۵	معناداری
			۱,۰۰۰	۰,۱۰۷	۰,۰۲۱	۰,۱۶۱	-۰,۰۶۷	۰,۰۰۸	CASH
			-----	۰,۰۰۷	۰,۵۹۷	۰,۰۰۰	۰,۰۹۲	۰,۸۳۴	معناداری
		۱,۰۰۰	-۰,۱۷۹	-۰,۱۶۸	-۰,۰۶۹	۰,۰۲۱	-۰,۰۸۵	-۰,۱۲۰	LEV
		-----	۰,۰۰۰	۰,۰۰۰	۰,۰۸۲	۰,۵۹۰	۰,۰۳۳	۰,۰۰۳	معناداری
	۱,۰۰۰	-۰,۰۶۹	-۰,۰۰۷	۰,۰۹۷	۰,۰۲۷	۰,۰۰۶	-۰,۰۱۶	۰,۰۵۰	BSIZE
	-----	۰,۰۸۳	۰,۸۶۹	۰,۰۱۵	۰,۵۰۲	۰,۸۷۳	۰,۶۸۱	۰,۲۰۹	معناداری
۱,۰۰۰	-۰,۰۱۱	۰,۰۲۹	۰,۰۱۰	-۰,۰۳۱	۰,۱۸۸	۰,۰۷۸	-۰,۱۳۵	-۰,۰۲۷	ASIZE
-----	۰,۷۸۹	۰,۴۷۵	۰,۷۹۵	۰,۴۳۴	۰,۰۰۰	۰,۰۵۰	۰,۰۰۱	۰,۴۹۴	معناداری

به طور کلی می توان گفت با توجه به آن که همبستگی بین متغیرهای پژوهش در بازه ( -۱ الی +۱) قرار دارد، بین متغیرهای پژوهش مشکل خود همبستگی نیز وجود ندارد. در سایر موارد نیز بین برخی متغیرها همبستگی معناداری وجود دارد.

### نتایج آزمون فرضیه های پژوهش

قبل از پرداختن به نتایج فرضیه های پژوهش لازم است که فروض کلاسیک در خصوص مدل های رگرسیونی مورد بررسی قرار گیرد. نتایج فروض کلاسیک شامل نرمال بودن باقیمانده ها، ناهمسانی واریانس و خودهمبستگی سریالی در جدول (۳) و (۴) ارائه شده است. بر اساس نتایج این جداول باقیمانده های مدل (۱) و (۲) پژوهش نرمال نمی باشند که با توجه به تعداد نمونه و قضیه حد مرکزی، اثرات آن دارای اهمیت نیست. همچنین این مدل ها پژوهش با مشکل ناهمسانی واریانس مواجه می باشند، بنابراین این مدل ها با رگرسیون حداقل مربعات تعمیم یافته آزمون گردیده اند. در نهایت با توجه به مقدار آماره دوربین و اتسون متغیرهای پژوهش با مشکل خودهمبستگی سریالی مواجه نمی باشند. نتایج آزمون هم خطی نیز حاکی از آن است که بین متغیرهای پژوهش هم خطی وجود ندارد. در نهایت با توجه به نتایج آزمون چاو و هاسمن، این مدل ها، با استفاده از الگوی داده های تابلویی و روش اثرات ثابت برآورد می شوند.

### نتایج آزمون فرضیه اول پژوهش

نتایج آزمون فرضیه اول پژوهش در جدول (۳) ارائه گردیده است. با عنایت به نتایج جدول (۳)، فرضیه اول پژوهش بیان می کند که افشا پایداری بر هزینه حقوق صاحبان سهام شرکت تأثیر معناداری دارد. با توجه به نتایج جدول (۳)، افشای

پایداری تاثیر منفی و معناداری بر هزینه حقوق صاحبان سهام در سطح معناداری ۹۵ درصد دارد. بنابراین فرضیه اول پژوهش رد نمی شود. این یافته ها حاکی از آن است که افشای پایداری می تواند به کاهش هزینه حقوق صاحبان سهام منجر گردد. همچنین ضریب تعیین تعدیل شده نشان می دهد که ۱۱ درصد تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل توضیح داده شده است.

جدول (۳): نتایج آزمون مدل اول

عامل تورم	معناداری	آماره t	خطای استاندارد	ضریب	نماد	نام فارسی
۱,۱۱۶	۰,۰۰۰	-۸,۲۱۹	۰,۰۰۲	-۰,۰۱۸	ESG	افشا پایداری
۱,۱۶۴	۰,۰۰۰	۷,۹۷۶	۰,۰۰۲	۰,۰۱۹	LNTA	اندازه شرکت
۱,۰۸۳	۰,۰۰۰	۳,۸۱۸	۰,۰۱۰	۰,۰۳۶	PPE	دارایی های ثابت
۱,۰۷۱	۰,۳۳۳	۰,۹۷۰	۰,۰۱۶	۰,۰۱۵	CASH	وجوه نقد
۱,۰۷۹	۰,۴۸۳	۰,۷۰۲	۰,۰۱۷	۰,۰۱۲	LEV	اهرم مالی
۱,۰۱۵	۰,۳۱۵	۱,۰۰۵	۰,۰۱۱	۰,۰۱۱	BSIZE	اندازه هیئت مدیره
۱,۰۴۰	۰,۰۱۰	-۲,۵۸۷	۰,۰۰۴	-۰,۰۱۰	ASIZE	اندازه کمیته حسابرسی
-	۰,۰۱۴	-۲,۴۷۱	۰,۰۷۱	-۰,۱۷۵	C	عرض از مبدا
۰/۱۱	ضریب تعیین تعدیل شده			۲/۳۴	دوربین واتسون	
۰/۰۰	احتمال آماره F			۱/۶۰	آماره F	
۰/۰۰	احتمال آماره جارکو-برا			۶۸/۹۷	آماره آزمون جارکو-برا - نرمال بودن باقیمانده های مدل	
۰/۰۰	احتمال آماره آزمون ناهمسانی			۳/۹۸	آماره آزمون ناهمسانی بروش پاکان گادفری	
۰/۰۰	احتمال آماره آزمون چاو			۱/۸۹	آماره آزمون چاو	
۰/۰۰	احتمال آماره آزمون هاسمن			۴۱/۰۶	آماره آزمون هاسمن	

در بین متغیرهای کنترلی نیز، اندازه شرکت و دارایی های ثابت دارای رابطه مثبت و معنادار با هزینه حقوق صاحبان سهام می باشند در حالی که رابطه بین اندازه کمیته حسابرسی و هزینه حقوق صاحبان سهام منفی و معنادار است.

### نتایج آزمون فرضیه دوم پژوهش

نتایج آزمون فرضیه دوم پژوهش در جدول (۴) ارائه گردیده است. فرضیه دوم بیان می کند که افشا پایداری بر ریسک غیر سیستماتیک شرکت تاثیر معناداری دارد. با توجه به نتایج جدول (۴)، افشا پایداری تاثیر منفی و معناداری بر ریسک غیر سیستماتیک شرکت در سطح اطمینان ۹۵ درصد دارد. بنابراین فرضیه دوم در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد نمی شود. بنابراین فرضیه دوم در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد نمی شود. این یافته ها نشان می دهد که افزایش افشای پایداری در شرکت می تواند به کاهش ریسک غیر سیستماتیک منجر گردد. همچنین ضریب تعیین تعدیل شده نشان می دهد که ۲۷ درصد تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل توضیح داده شده است.

جدول (۴): نتایج آزمون مدل دوم پژوهش

عامل تورم	معناداری	آماره t	خطای استاندارد	ضریب	نماد	نام فارسی
۱,۱۱۶	۰,۰۰۰	-۳,۶۵۵	۰,۰۱۶	-۰,۰۵۷	ESG	افشا پایداری
۱,۱۶۴	۰,۰۰۰	۸,۹۴۳	۰,۰۲۹	۰,۲۵۷	LNTA	اندازه شرکت
۱,۰۸۳	۰,۱۲۵	۱,۵۳۷	۰,۱۴۵	۰,۲۲۳	PPE	دارایی های ثابت
۱,۰۷۱	۰,۴۷۷	۰,۷۱۲	۰,۱۵۳	۰,۱۰۹	CASH	وجوه نقد
۱,۰۷۹	۰,۰۰۱	-۳,۲۷۰	۰,۲۰۶	-۰,۶۷۵	LEV	اهرم مالی

۱,۰۱۵	۰,۲۳۶	-۱,۱۸۷	۰,۱۱۸	-۰,۱۴۰	B SIZE	اندازه هیئت مدیره
۱,۰۴۰	۰,۰۱۱	-۲,۵۵۵	۰,۰۳۷	-۰,۰۹۵	A SIZE	اندازه کمیته حسابرسی
-	۰,۰۳۴	-۲,۱۲۷	۰,۸۰۱	-۱,۷۰۳	C	عرض از مبدا
۰/۲۷	ضریب تعیین تعدیل شده			۲/۱۶	دوربین واتسون	
۰/۰۰	احتمال آماره F			۳/۱۸	آماره F	
۰/۰۰	احتمال آماره جارکو-برا			۳۰۲/۵۱	آماره آزمون جارکو-برا - نرمال بودن باقیمانده‌های مدل	
۰/۰۰	احتمال آماره آزمون ناهمسانی			۲/۸۲	آماره آزمون ناهمسانی بروش پاگان گادفری	
۰/۰۰	احتمال آماره آزمون چاو			۱/۸۱	آماره آزمون چاو	
۰/۰۰	احتمال آماره آزمون هاسمن			۶۱/۷۲	آماره آزمون هاسمن	

در بین متغیرهای کنترلی، اندازه شرکت دارای رابطه مثبت و معنادار با ریسک غیرسیستماتیک می باشد. در حالی که رابطه بین اهرم مالی و اندازه کمیته حسابرسی با ریسک غیر سیستماتیک منفی و معنادار است.

### بحث و نتیجه گیری

توجه به گزارش اطلاعاتی غیر مالی به همراه اطلاعات مالی در سال‌های اخیر رشد بسزایی داشته باشد. افشای اطلاعاتی غیر مالی شامل اقدامات شرکت در زمینه‌های زیست‌محیطی، حاکمیتی و اجتماعی در قالب گزارشگری پایداری مورد توجه ذینفعان شرکت‌ها بوده است (غلامی و همکاران، ۲۰۲۲). گزارشگری پایداری برخلاف گزارشگری مالی سنتی که تنها اطلاعات مربوط به عملکرد مالی را ارائه می‌کند، بستری را برای ارائه اطلاعات در مورد عملکرد اقتصادی، اجتماعی و زیست‌محیطی به ذینفعان مختلف فراهم می‌کند (دی ویلیز و شارما، ۲۰۲۰). در واقع گزارشگری پایداری دربرگیرنده اطلاعات مالی و غیرمالی است. گزارش دهی پایداری یکی از مکانیسم‌های ارتقای مسئولیت‌پذیری برای استفاده از منابع طبیعی در ارائه محصولات یا خدمات در بین شرکت‌ها، بهبود تصویر شرکت، ایجاد انگیزه در نیروی کار و ایجاد مزیت رقابتی است (جورینلت و همکاران، ۲۰۲۱). گزارش پایداری به دستیابی به اهداف پایداری و توسعه پایدار کمک می‌کند. شرکت‌های سهامی عام به تدریج مسئولیت بیشتری در قبال عملکرد پایداری و ریسک‌های مرتبط با آن بر عهده می‌گیرند. علاوه بر این، سرمایه‌گذاری در شرکت‌هایی با عملکرد پایداری بالاتر به‌طور فزاینده‌ای توسط سرمایه‌گذاران نهادی ترجیح داده می‌شود (گانسر و همکاران، ۲۰۱۱). در این پژوهش تأثیر افشا پایداری شرکت بر هزینه حقوق صاحبان سهام و ریسک غیر سیستماتیک شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار گرفت. فرضیه اول پژوهش بیان می‌کند که افشا پایداری بر هزینه حقوق صاحبان سهام شرکت تأثیر معناداری دارد. با توجه به نتایج جدول (۳)، افشای پایداری تأثیر منفی و معناداری بر هزینه حقوق صاحبان سهام در سطح معناداری ۹۵ درصد دارد. بنابراین فرضیه اول پژوهش رد نمی‌شود. این یافته‌ها نشان می‌دهد که افشای عملکرد پایداری می‌تواند به کاهش هزینه حقوق صاحبان سهام شرکت‌ها منجر گردد. استدلال می‌شود که افزایش عدم تقارن اطلاعاتی ناشی از تضاد منافع در شرکت‌ها می‌تواند به افزایش ریسک شرکت منجر گردد. در نتیجه به موجب رابطه ریسک و بازده، هنگامی که شرکت در سطح بالایی عدم تقارن اطلاعاتی قرار دارد، سرمایه‌گذاران و سهامداران به منظور ارائه اعتبار به شرکت، هزینه بیشتری مطالبه می‌کنند. افشای عملکرد پایداری با بهبود سطح افشای شرکت می‌تواند به کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و ریسک شرکت منجر گردد. در نتیجه منجر به کاهش هزینه حقوق صاحبان سهام می‌گردد. زمانی که سطح افشای اطلاعات شرکت به‌واسطه گزارشگری پایداری افزایش پیدا کند، عدم تقارن اطلاعاتی در شرکت کاهش، نظارت افزایش و در نهایت هزینه‌های نمایندگی نیز به سطح پایین‌تری منتقل می‌گردد. از سوی دیگر، رابطه بین ریسک و بازده مورد مطالبه اعتباردهندگان مستقیم است. زمانی که ریسک شرکت افزایش پیدا می‌کند، بازده مورد مطالبه سهامداران

(بازده حقوق صاحبان سهام) نیز بیشتر می‌گردد. استدلال می‌شود که با افزایش گزارشگری پایداری در شرکت‌ها، سطح اطلاعات افشاشده مالی و غیر مالی بیشتر و ریسک اطلاعاتی کاهش پیدا می‌کند. این یافته‌ها با نتایج بکتی و همکاران (۲۰۱۵) و غلامی و همکاران (۲۰۲۲) در یک راستا قرار دارد.

فرضیه دوم بیان می‌کند که افشا پایداری بر ریسک غیر سیستماتیک شرکت تأثیر معناداری دارد. با توجه به نتایج جدول (۴)، افشا پایداری تأثیر منفی و معناداری بر ریسک غیر سیستماتیک شرکت در سطح اطمینان ۹۵ درصد دارد. بنابراین فرضیه دوم در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد نمی‌شود. این یافته‌ها نشان می‌دهد که افشای پایداری می‌تواند به کاهش ریسک غیر سیستماتیک شرکت منجر گردد. در واقع، بخشی از ریسک غیر سیستماتیک شرکت نشان دهنده ناشی از عدم تقارن اطلاعاتی و وجود اطلاعات محرمانه در شرکت است که افشای پایداری می‌تواند با بهبود سطح شفافیت و کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و موجبات کاهش ریسک شرکت را فراهم آورد. به بیانی دیگر، افشای پایداری با بهبود سطح افشا به کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و ریسک غیر سیستماتیک شرکت منجر می‌گردد. در واقع، بر اساس مفاهیم تئوری نمایندگی، افزایش ابهام و عدم شفافیت در شرکت به تشدید هزینه‌های نمایندگی و تضاد منافع منجر گردد. به بیانی دیگر، عدم تقارن اطلاعاتی در شرکت‌ها می‌تواند نشانه‌ای از افزایش هزینه‌های نمایندگی و تشدید تضاد منافع باشد. بنابراین زمانی که اطلاعات مالی و غیر مالی شرکت‌ها در قالب گزارشگری پایداری افشا می‌گردد، عدم تقارن اطلاعاتی بین ذینفعان و مدیران شرکت‌ها کاهش پیدا می‌کند که این امر در نهایت به کاهش ریسک غیر سیستماتیک شرکت‌ها منجر گردد. بنابراین افشای بیشتر اطلاعات با کاهش عدم تقارن اطلاعاتی می‌تواند زمینه‌ساز کاهش ریسک غیر سیستماتیک شرکت‌ها گردد. این یافته‌ها با نتایج جو و همکاران (۲۰۱۲) و غلامی و همکاران (۲۰۲۲) در یک راستا قرار دارد.

با عنایت به یافته‌های فرضیه اول به استاندارد گزاران و قانون گزاران از جمله سازمان بورس اوراق بهادار تهران توصیه می‌گردد که به منظور تشویق شرکت‌ها به افشای بیشتر اطلاعات در صورت‌های مالی در قالب اطلاعات پایداری نسبت به ایجاد الزامات قانونی و شاخص‌های الزام آور افشای پایداری در این زمینه اقدام نمایند. به بیانی دیگر، سازمان بورس اوراق بهادار تهران الزامات افشای اطلاعات پایداری در شرکت‌ها در حوزه‌هایی نظیر مسئولیت‌های اجتماعی، زیست محیطی، حاکمیتی و ... را مشخص نماید. با عنایت به یافته‌های فرضیه دوم پژوهش به هیات مدیره شرکت‌ها توصیه می‌شود که به منظور کاهش ریسک غیر سیستماتیک ناشی از وجود عدم تقارن اطلاعاتی در شرکت نسبت به افزایش افشای اطلاعات در شرکت‌ها از جمله افشای اطلاعات پایداری اقدام نمایند. به بیانی دیگر، هیات مدیره شرکت‌ها با ارزیابی اطلاعات پایداری شرکت در زمینه‌هایی نظیر اطلاعات زیست محیطی، حاکمیتی، مسئولیت اجتماعی و ... نسبت به افزایش سطح افشای شرکت اقدام نمایند. همچنین به منظور بسط ادبیات نظری به محققان پیشنهاد می‌گردد که تأثیر به کارگیری استاندارد‌های بین‌المللی گزارشگری مالی بر افشای پایداری و هزینه حقوق صاحبان سهام مورد بررسی قرار دهند.

## منابع

- ✓ امین، وحید، صالح نژاد، سید حسن، (۱۳۹۹)، تأثیر عملکرد پایداری شرکت بر ارزش افزوده اقتصادی در طی چرخه عمر شرکت، دانش حسابداری مالی، دوره ۷، شماره ۲، صص ۱-۳۰.
- ✓ بابائی، فاطمه، رحمانی، علی، همایون، سعید، امین، وحید، (۱۴۰۰)، رابطه بین عملکرد پایداری شرکتی و ارزش شرکت: با تأکید بر نقش امتیاز افشا و اندازه شرکت، مجله دانش حسابداری، دوره ۱۲، شماره ۳، صص ۱-۲۷.

- ✓ Becchetti, L., Ciciretti, R. and Hasan, I. (2015), "Corporate social responsibility, stakeholder risk, and idiosyncratic volatility", *Journal of Corporate Finance*, Vol. 35, pp. 297-309.
- ✓ Cheng, B., Ioannou, I. and Serafeim, G. (2014), "Corporate social responsibility and access to finance", *Strategic Management Journal*, Vol. 35 No. 1, pp. 1-23.
- ✓ De Villiers, C. and Sharma, U. (2020), "A critical reflection on the future of financial, intellectual capital, sustainability and integrated reporting", *Critical Perspectives on Accounting*, Vol. 70, p. 101999.
- ✓ Deegan, C. (2014), *Financial Accounting Theory*, McGraw-Hill Education Australia, North Ryde, NSW.
- ✓ Deegan, C. (2020), *Financial Accounting*, McGraw-Hill Education, Sydney, NSW.
- ✓ Dhaliwal, D., Li, O.Z., Tsang, A. and Yang, Y.G. (2014), "Corporate social responsibility disclosure and the cost of equity capital: the roles of stakeholder orientation and financial transparency", *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol. 33 No. 4, pp. 328-355.
- ✓ El Ghouli, S., Guedhami, O., Kim, H. and Park, K. (2018), "Corporate environmental responsibility and the cost of capital: international evidence", *Journal of Business Ethics*, Vol. 149 No. 2, pp. 335-361.
- ✓ Ellili, N.O.D. (2022), "Impact of ESG disclosure and financial reporting quality on investment efficiency", *Corporate Governance*, Vol. 22 No. 5, pp. 1094-1111
- ✓ Engelbrecht, L., Yasseen, Y. and Omarjee, I. (2018), "The role of the IAF in integrated reporting: a developing economy perspective", *Meditari Accountancy Research*, Vol. 26 No. 4, pp. 657-674.
- ✓ Gholami, A., Sands, J. and Shams, S. (2022), "Corporates' sustainability disclosures impact on cost of capital and idiosyncratic risk", *Meditari Accountancy Research*, Vol. ahead-of-print No. ahead-of-print. <https://doi.org/10.1108/MEDAR-06-2020-0926>
- ✓ Gold, N.O. and Taib, F.M. (2022), "Corporate governance and extent of corporate sustainability practice: the role of investor activism", *Social Responsibility Journal*, Vol. ahead-of-print No. ahead-of-print. <https://doi.org/10.1108/SRJ-06-2021-0228>
- ✓ Guenster, N., Bauer, R., Derwall, J. and Koedijk, K. (2011), "The economic value of corporate ecoefficiency", *European Financial Management*, Vol. 17 No. 4, pp. 679-704.
- ✓ Harjoto, M. and Jo, H. (2015), "Legal vs normative CSR: differential impact on analyst dispersion, stock return volatility, cost of capital, and firm value", *Journal of Business Ethics*, Vol. 128 No. 1, pp. 1-20.
- ✓ Harjoto, M. and Laksmana, I. (2018), "The impact of corporate social responsibility on risk taking and firm value", *Journal of Business Ethics*, Vol. 151 No. 2, pp. 353-373
- ✓ Jo, H. and Harjoto, M.A. (2011), "Corporate governance and firm value: the impact of corporate social responsibility", *Journal of Business Ethics*, Vol. 103 No. 3, pp. 351-383.
- ✓ Jo, H. and Na, H. (2012), "Does CSR reduce firm risk? Evidence from controversial industry sectors", *Journal of Business Ethics*, Vol. 110 No. 4, pp. 441-456
- ✓ Johnson, R. (2020), "The link between environmental, social and corporate governance disclosure and the cost of capital in South Africa", *Journal of Economic and Financial Sciences*, Vol. 13 No. 1, pp. e1-e12.
- ✓ Journeault, M., Levant, Y. and Picard, C.F. (2021), "Sustainability performance reporting: a technocratic shadowing and silencing", *Critical Perspectives on Accounting*, Vol. 74, p. 102145.
- ✓ Mathews, M.R. (1995), "Social and environmental accounting: a practical demonstration of ethical concern?", *Journal of Business Ethics*, Vol. 14 No. 8, pp. 663-671.

- ✓ O'Donovan, G. (2002), "Environmental disclosures in the annual report: extending the applicability and predictive power of legitimacy theory", Accounting, Auditing and Accountability Journal, Vol. 15 No. 3, pp. 344-371.
- ✓ Tumwebaze, Z., Bananuka, J., Kaawaase, T.K., Bonareri, C.T. and Mutesasira, F. (2022), "Audit committee effectiveness, internal audit function and sustainability reporting practices", Asian Journal of Accounting Research, 7(20): 163-181

