

The Relationship between Environmental, Social and Governance (ESG) Performance and Investors' Sentiment in the Presence of Information Asymmetry

Marziyeh Razavi¹, Amin Hajiannejad² and Hadi Amiri³

1. Department of Accounting, Faculty of Economics and Administrative Sciences, University of Isfahan, Isfahan, Iran.
Email: m.razavi@ase.ui.ac.ir
2. **Corresponding Author**, Department of Accounting, Faculty of Economics and Administrative Sciences, University of Isfahan, Isfahan, Iran. **Email:** a.hajiannejad@ase.ui.ac.ir
3. Department of Economics, Faculty of Economics and Administrative Sciences, University of Isfahan, Isfahan, Iran.
Email: h.amiri@ase.ui.ac.ir

Article Info

A B S T R A C T

Article Type:

Research Article.

Article History:

Received: 14 July 2024

Received in revised form: 17 September 2024

Accepted: 24 September 2024

Available online: 11 August 2025

Keywords:

Environmental, Social and Governance Performance, Investor Sentiments, Behavioral Finance Information Asymmetry.

JEL Classification:

D0, M0.

Objective: This study investigates the relationship between Environmental, Social, and Governance (ESG) performance and investor sentiment in the presence of information asymmetry. It aims to determine how variations in ESG performance influence investors' attitudes and whether asymmetric information moderates this relationship.

Method: In this regard, a sample comprising 1,300 firm-year observations over the period 2013–2022 was selected and estimated using the Ordinary Least Squares (OLS) method with robust standard errors.

Results: The results showed that increasing environmental, social and governance performance leads to increased investor sentiment. However, the existence of information asymmetry weakens the relationship between ESG performance and investor sentiment. By examining each dimension, the findings revealed that the environmental and social dimensions are the most significant components of Environmental, Social, and Governance (ESG) performance, which can enhance investors' sentiment. Furthermore, information asymmetry was found to weaken the positive impact of environmental and social factors on investors' sentiment. Finally, the sensitivity analyses indicated that when investor sentiment is low, ESG performance contributes to an increase in investor sentiment; however, when investor sentiment is high, ESG performance has no significant effect on investor sentiment.

Conclusion: Firms with strong Environmental, Social, and Governance (ESG) performance, by demonstrating their commitment to stakeholders and disclosing both financial and non-financial information, can enhance investors' sentiment toward the company.

Cite this article: Razavi, M., Hajiannejad, A., & Amiri, H. (2025). The relationship between environmental, social and governance (ESG) performance and investors' sentiment in the presence of information asymmetry. *Journal of Accounting Knowledge*, 16(3), 79-100. <https://doi.org/10.22103/jak.2024.23751.4078>.



Publisher: Shahid Bahonar University of Kerman.

© The Author(s).

Introduction

With the continuous development of capital markets and the growing number of investors, capital providers have become key participants influencing financial market dynamics and behavior. Investors, however, are often affected by emotional biases, leading to irrational and inconsistent decisions. Consequently, companies increasingly seek to attract investors by demonstrating their commitment to responsible and transparent practices—one of which is Environmental, Social, and Governance (ESG) performance.

ESG performance reflects a company's adherence to sound corporate governance, environmental responsibility, and social accountability. These elements not only help reduce operational and reputational risks but also enhance the firm's long-term sustainability and value creation for shareholders. By disclosing both financial and non-financial information, firms can improve market transparency and strengthen investor trust. Conversely, in a symmetric information environment, investors have better access to relevant information, allowing ESG performance to exert a stronger and more rational influence on investor sentiment.

In recent years, the global demand for sustainable investment has risen considerably, and Iran has been no exception. An increasing number of Iranian firms have adopted ESG-related practices, producing promising results and attracting greater investor attention. Issues related to environmental, social, and governance performance have gained importance in both local and international markets, as they foster information transparency, enhance corporate reputation, and project a positive public image. These factors collectively contribute to higher investor confidence, improved efficiency, and increased firm value.

Despite the growing relevance of ESG practices worldwide, there has been limited empirical research on this topic in Iran. Therefore, this study aims to examine the relationship between ESG performance and investor sentiment in the context of information asymmetry. The research is distinctive in that it extends the accounting and finance literature by exploring how asymmetric information conditions may alter investors' emotional and behavioral responses to firms' ESG performance.

Method

The study is structured around two primary hypotheses. The first hypothesis posits that a company's ESG performance has a positive association with investor sentiment. The second hypothesis proposes that information asymmetry moderates the relationship between ESG performance and investor sentiment. The investor sentiment index was constructed following the methodology of [Kim and Ha \(2010\)](#), while ESG performance was evaluated using the checklist developed by [Fakhari et al. \(2017\)](#). The research sample was derived using a systematic elimination method, resulting in the selection of 130 companies listed on the Tehran Stock Exchange (TSE) between 2013 and 2022. To test the hypotheses, the study employed multivariate regression analysis using panel data, applying both Ordinary Least Squares (OLS) and robust estimation methods to ensure the validity and reliability of results.

Results

The findings indicate that improvements in environmental and governance performance contribute to enhanced positive social outcomes. However, the presence of information asymmetry weakens the relationship between ESG performance and investor sentiment. The study also reveals that the environmental and social dimensions of ESG have the strongest influence on investor behavior, suggesting that investors are particularly sensitive to companies' environmental responsibility and social initiatives. Furthermore, the results show that information asymmetry can positively influence investors' decisions regarding environmental and social factors—implying that in situations of limited information, investors rely more heavily on firms' ESG signals.

Empirical analysis further demonstrates that lower levels of investment are associated with stronger investor reactions to ESG performance, whereas the timing of ESG activities does not

significantly affect investment decisions. This suggests that the perceived credibility and consistency of ESG practices matter more to investors than the specific period in which such activities occur.

Conclusions

The study concludes that companies with strong environmental, social, and governance performance, alongside transparent disclosure of both financial and non-financial information, can effectively strengthen investor confidence and enhance their market reputation.

Based on the findings, several recommendations are proposed:

- Public media outlets, particularly those widely accessed by the general public, should promote greater financial literacy and investor education, providing clear guidance on how to interpret both financial and non-financial corporate information. This can mitigate emotional biases such as herd behavior in capital markets.
- Stock exchange authorities are encouraged to improve transparency by establishing stricter disclosure requirements and enhancing the accuracy and reliability of ESG reporting.
- Companies should be incentivized to publish comprehensive and verifiable sustainability information to facilitate informed investment decisions.
- Investors should consider both financial and non-financial risks—such as environmental fines or social violations—when making investment decisions, and avoid mimicking others' actions without analytical justification.
- Managers and corporate planners are advised to incorporate ESG disclosure into financial reports to attract greater investor and creditor confidence.

It is important to acknowledge that ESG reporting in Iran currently lacks a specific legal framework, and some companies may inadvertently omit relevant information. Moreover, sustainability disclosures may vary across industries due to differing environmental sensitivities. Nonetheless, these limitations do not materially affect the validity of the study's findings.

Overall, the results underscore the growing importance of ESG performance in shaping investor sentiment and contribute valuable insights to the emerging body of research on sustainable investment behavior in developing markets.

Author Contributions

Conceptualization: Marziyeh Razavi; **Methodology:** Marziyeh Razavi., Dr. Amin Hajiannejad and Dr. Hadi Amiri; **Validation:** Dr. Amin Hajiannejad and Dr. Hadi Amiri; **Formal Analysis:** Marziyeh Razavi; **Writing—Original Draft Preparation:** Marziyeh Razavi; **Writing—Review and Editing:** Dr. Amin Hajiannejad and Dr. Hadi Amiri; **Supervision:** Dr. Amin Hajiannejad and Dr. Hadi Amiri; **Project Administration:** Dr. Amin Hajiannejad. All authors have read and agreed to the published version of the manuscript.

Data Availability Statement

Data available on request from the authors.

Acknowledgements

The authors thank all participants in this study.

Ethical Considerations

The authors avoided data fabrication, falsification, plagiarism, and misconduct.

Funding

This research did not receive any specific grant from funding agencies in the public, commercial, or not-for-profit sectors.

Conflict of Interest

The authors declare no conflict of interest.

رابطه عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی (ESG) با رفتار احساسی سرمایه‌گذاران با وجود عدم تقارن اطلاعاتی

مرضیه رضوی^۱، امین حاجیان‌نژاد^۲ و هادی امیری^۳

۱. گروه حسابداری، دانشکده علوم اقتصادی و اداری، دانشگاه اصفهان، اصفهان، ایران. [رایانامه: m.razavi@ase.ui.ac.ir](mailto:m.razavi@ase.ui.ac.ir)
۲. نویسنده مسئول، گروه حسابداری، دانشکده علوم اقتصادی و اداری، دانشگاه اصفهان، اصفهان، ایران. [رایانامه: a.hajiannejad@ase.ui.ac.ir](mailto:a.hajiannejad@ase.ui.ac.ir)
۳. گروه اقتصاد، دانشکده علوم اقتصادی و اداری، دانشگاه اصفهان، اصفهان، ایران. [رایانامه: h.amiri@ase.ui.ac.ir](mailto:h.amiri@ase.ui.ac.ir)

اطلاعات مقاله	چکیده
نوع مقاله: مقاله پژوهشی.	هدف: پژوهش حاضر به بررسی رابطه عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی (ESG) با رفتار احساسی سرمایه‌گذاران با وجود عدم تقارن اطلاعاتی می‌پردازد.
تاریخ‌ها: تاریخ دریافت: ۱۴۰۳/۴/۲۴ تاریخ بازنگری: ۱۴۰۳/۶/۲۶ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۳/۷/۲ تاریخ انتشار برخط: ۱۴۰۴/۵/۲۰	روش: در همین راستا نمونه‌ای مشتمل بر ۱۳۰۰ سال-شرکت، طی دوره زمانی ۱۳۹۲-۱۴۰۱ انتخاب و به روش حداقل مربعات معمولی با خطای استاندارد مقاوم برآورد شده است.
واژه‌های کلیدی: عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی، احساسات سرمایه‌گذاران، مالی رفتاری، عدم تقارن اطلاعاتی.	یافته‌ها: نتایج نشان داد افزایش عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی منجر به افزایش احساسات سرمایه‌گذاران می‌شود. همچنین، عدم تقارن اطلاعاتی، ارتباط مثبت بین عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی و احساسات سرمایه‌گذاران را کاهش می‌دهد. با بررسی هر یک از ابعاد نشان داده شد ابعاد زیست‌محیطی و اجتماعی از مهمترین ابعاد عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی به شمار می‌رود، که می‌تواند احساسات سرمایه‌گذاران را افزایش دهد. به علاوه، عدم تقارن اطلاعاتی تأثیر مثبت مسائل زیست‌محیطی و اجتماعی بر احساسات سرمایه‌گذاران را کاهش می‌دهد. در نهایت حاکمیتی منجر به بیشتر شدن احساسات سرمایه‌گذار می‌شود. اما در زمان بیشتر بودن احساسات سرمایه‌گذار، عملکرد زیست‌محیطی و اجتماعی و حاکمیتی بر احساسات سرمایه‌گذار تأثیری ندارد.
طبقه‌بندی JEL: D0, M0.	نتیجه‌گیری: شرکت‌ها با عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی و با نشان دادن تعهد شرکت در قبال ذینفعان و همچنین ارائه اطلاعات مالی و غیرمالی می‌توانند شرکت را در معرض بهبود احساسات سرمایه‌گذاران قرار دهند.
استاد: رضوی، مرضیه؛ حاجیان‌نژاد، امین و امیری، هادی (۱۴۰۴). رابطه عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی (ESG) با رفتار احساسی سرمایه‌گذاران با وجود عدم تقارن اطلاعاتی. <i>مجله دانش حسابداری</i> ، ۱۶(۳)، ۷۹-۱۰۰. https://doi.org/10.22103/jak.2024.23751.4078	
ناشر: دانشگاه شهید باهنر کرمان. © نویسنده/ نویسندگان.	



۱- مقدمه

تاریخچه بحران‌های مالی و سقوط بازار سهام، نقش غالب احساسات سرمایه‌گذاران را بر قیمت‌گذاری دارایی‌ها و کارایی بازارهای سهام ثابت کرده است که در مدل‌های مالی استاندارد با سرمایه‌گذاران منطقی تردید ایجاد می‌کند. احساسات سرمایه‌گذاران از باور سرمایه‌گذاران در مورد جریان‌های نقدی آتی و ریسک‌های سرمایه‌گذاری شکل می‌گیرد که اغلب با واقعیت‌های موجود قابل توجه نیست (بیکر و ورگلر^۱، ۲۰۰۳). تئوری مالی رفتاری بیان می‌کند، سرمایه‌گذاران گاهی اوقات رفتاری مغرضانه و غیرمنطقی دارند و این سوگیری‌های روانی، سرمایه‌گذاران را به سمت ایجاد احساسات سوق می‌دهد و این احساسات در تصمیمات سرمایه‌گذاری آنها منعکس می‌شود (گو^۲، ۲۰۲۴). در همین راستا، چن و همکاران^۳ (۲۰۱۳) بیان می‌کنند، حضور سرمایه‌گذاران احساسی در بازار، نوسانات قیمتی چشمگیری را به همراه دارد. داسمانا و همکاران^۴ (۲۰۲۳) نیز بیان کردند که با توسعه مستمر بازارهای سرمایه و افزایش تعداد سرمایه‌گذاران، احساسات سرمایه‌گذاران به تدریج به یک عامل مهم تأثیرگذار بر بازارهای مالی و رفتار شرکت تبدیل شده است و اطلاعات شرکت از جمله عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیت شرکتی (ESG)^۵ می‌تواند از عوامل مهم تأثیرگذار بر احساسات سرمایه‌گذاران باشد.

با توسعه سریع اقتصادهای جهانی، شرکت‌ها همزمان با بهبود کارایی عملیاتی و تأمین نیازهای فعلی ذینفعان، باید حفاظت از توانایی و حق نسل آتی در تأمین نیازهایش را نیز در نظر بگیرند. تحت این روند، عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیت شرکتی به تدریج شناسایی و بهبود یافته است و نشان می‌دهد که شرکت‌ها علاوه بر اینکه دارای توانایی حاکمیت شرکتی بالایی هستند، مسئولیت زیست‌محیطی و اجتماعی فعالیت‌های خود را نیز به عهده می‌گیرند که منجر به کاهش تخلفات شرکت شده و تعهد خود را به پایداری شرکت برای سهامداران منعکس می‌کنند (داسمانا و همکاران، ۲۰۲۳). در همین راستا، توجه شرکت‌ها به عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی که شامل جنبه‌های مالی و غیرمالی است، می‌تواند به عملکرد پایدار شرکت‌ها منجر شود که اکثر پژوهش‌ها استدلال می‌کنند که اجرای کارایی عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی، تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران را بهبود می‌بخشد. وانگ و همکاران (۲۰۲۳) بیان کردند، عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی به سرمایه‌گذاران کمک می‌کند که با ارزیابی ارزش شرکت، ریسک را پیش‌بینی و تصمیمات سرمایه‌گذاری بهینه‌ای را اتخاذ کنند. چن و زی^۶ (۲۰۲۲) و فو و همکاران^۷ (۲۰۲۳) نیز براساس تئوری سیگنالینگ بیان نمودند، شرکت‌ها با افشای عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی، سیگنال مثبتی از حسن نیت خود را به بازارهای سرمایه ارائه می‌کنند. به علاوه، چنین اطلاعاتی گزارش‌های تحلیلی معتبرتر و دقیق‌تری را برای تحلیل‌گران و تأمین‌کنندگان ارائه می‌دهد، که این عوامل باعث می‌شود احساسات مثبت سرمایه‌گذاران به این شرکت‌ها بیشتر گردد.

از طرف دیگر محیط اطلاعاتی نامتقارن با ایجاد یک حالت عدم اطمینان در سرمایه‌گذاران، رفتار احساسی و بدون پشتوانه منطقی سرمایه‌گذاران را تشدید خواهد کرد. هوشی و همکاران^۸ (۲۰۰۴) بیان نمودند، زمانی که محیط اطلاعاتی شفافی در شرکت وجود داشته باشد، توان دسترسی گسترده به اطلاعات مربوط و قابل اتکا در مورد عملکرد مالی و وضعیت مالی شرکت‌های سرمایه‌گذاری و خطرپذیری شرکت‌ها در اقتصاد، بالاتر می‌رود؛ بنابراین، مدیران شرکت‌هایی

¹ Baker and Wurgler

² Gu

³ Chen

⁴ Dhasmana

⁵ Environmental, Social, and Governance

⁶ Chen & Xie

⁷ Fu

⁸ Hoshi

که افشای زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیتی بیشتری دارند، اگر در شرایط تقارن اطلاعاتی باشند احتمالاً احساسات بیشتر سرمایه گذاران را جلب می نمایند.

روی هم رفته، این پژوهش در صدد بوده است، تا اثر افشای عملکرد زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیتی را بر احساسات سرمایه گذاران با وجود عدم تقارن اطلاعاتی مورد بررسی قرار دهد. همچنین این پژوهش از چند جهت دارای نوآوری است و پژوهش جدیدی است، که به غنای ادبیات پژوهش های حسابداری کمک می نماید. اول اینکه، با افزایش میزان سرمایه گذاری پایدار در سراسر جهان (وانگ و همکاران، ۲۰۲۴) و نیز حضور بیشتر آنان در بازار بورس و نیز افزایش اجرای فعالیت های زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیتی که به بهبود عملکرد مالی شرکت ها منجر می شود (هوپنر و همکاران، ۲۰۱۶)، لزوم توجه به رفتار سرمایه گذاران دو چندان می شود، زیرا عدم آگاهی دقیق سرمایه گذاران از اطلاعات بازار منجر به رفتار غیر منطقی آنان در بازار بورس شده و باعث تحت تأثیر قرار گرفتن بازدهی بازار سرمایه کشور از احساسات سرمایه گذاران خواهد شد. دوم اینکه، این مطالعه ادبیات مربوط به پیامدهای اقتصادی افشای عملکرد زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیتی را گسترش می دهد. ضرورت چنین مسئله ای به دلیل آن است که آثار گزارشگری پایداری در سال های آتی ممکن است نمایان شود. در همین راستا، به مدیران نشان خواهد داد که در بلندمدت عملکرد زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیتی برای آنان منافع زیادی را به همراه دارد و به دولت ها نشان خواهد داد که بهبود سیستم افشای اطلاعات زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیتی منجر به بهبود احساسات مثبت سرمایه گذاران در بازار سرمایه می شود و این به سرمایه گذاران کمک می کند تا درک جامع تری از اطلاعات ریسک و بازده سرمایه گذاری خود داشته باشند. در نهایت، یافته های این مطالعه راهنمایی ها و پیشنهادهای نظری را برای سرمایه گذاران، برای ایجاد سرمایه گذاری مسئولانه ارائه می کند. از طرفی به شرکت ها کمک می کند تا بینش قوی تری نسبت به افشای عملکرد زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیتی داشته باشند.

در ادامه، ابتدا مبانی نظری و پیشینه پژوهش ارائه شده است و فرضیه ها تدوین شده است. سپس، روش پژوهش شامل نمونه پژوهش و مدل های پژوهش تدوین شده است. همچنین یافته های پژوهش شامل آمار توصیفی و برازش مدل های پژوهش گزارش شده است. بخش نهایی نیز به نتیجه گیری اختصاص یافته است.

۲- مبانی نظری و پیشینه پژوهش

دانش مالی رفتاری ادعا می کند که سرمایه گذاران غیر منطقی هستند، که تا حدی در ماهیت توجه محدود آنها ظاهر می شود و آنها را از استفاده کامل از تمام اطلاعات موجود بازار باز می دارد که به طور قابل توجهی بر کارایی و عملکردهای قیمت گذاری بازارهای سرمایه تأثیر می گذارد (بیکر و ورگلر، ۲۰۰۶ و هان و لی، ۲۰۱۷).

احساسات سرمایه گذار جنبه دیگری از رفتار غیر منطقی سرمایه گذاران است. احساسات سرمایه گذار تحت عنوان «احساسات بازار» نیز شناخته می شود. زیرا، حرکت های بازار سرمایه که ناشی از ادراکات روان شناختی سرمایه گذاران در رابطه با عملیات و معاملات مختلف هستند را نشان می دهد. منظور از احساسات بازار، آن دسته از اعتقاد سرمایه گذاران در رابطه با انتظارات آتی و مخاطرات سرمایه گذاری است، که منطبق بر داده های آماری و یا حقایق واقعی نیستند.

¹ Wang

² Hoepner

³ Han & Li

هنگامی که عملیات تجاری بر مبنای احساسات باشند، قیمت‌ها از قیمت‌های بنیادین خود فاصله می‌گیرند. این امر، موجب مخاطره جدیدی می‌شود. زیرا، سرمایه‌گذار نمی‌تواند وضعیت را به خوبی ارزیابی کند و این موضوع اوضاع را بدتر می‌کند (کانستو و راوازولو^۱، ۲۰۱۹). با این حال در طول دوره‌های احساسات بالا، تحلیلگران تمایل به صدور پیش‌بینی سود خوش‌بینانه دارند و همین طور شرکت‌ها هم اطلاعات منفی در رابطه با شرکت خود ارائه نمی‌دهند. زیرا، ممکن است سرمایه‌گذاران با رفتار احساسی خود، با رفتار گله‌ای به فروش سهام خود بپردازند و ارزش شرکت را تا حد بی‌نهایتی کاهش دهند (ژو و همکاران^۲، ۲۰۱۳).

در همین راستا، وانگ و همکاران^۳ (۲۰۲۲) تأیید کردند که در موقعیت‌های صعودی، تغییرات خوش‌بینانه در احساسات سرمایه‌گذاران بازده سهام را افزایش می‌دهد، در حالی که در موقعیت‌های نزولی، تغییرات خوش‌بینانه بازده سهام را کاهش می‌دهد. بنابراین شرکت‌ها با توجه به موقعیت بازار، برخی اقدامات خود را تعیین می‌کنند. همچنین شمس‌الدینی و همکاران (۱۳۹۷) اذعان داشتند گرایش احساسی سرمایه‌گذاران، بازدهی سهام را کاهش می‌دهد. در این راستا، شفافیت اطلاعاتی استوار، وجهه اجتماعی خوب و شهرت می‌تواند بر احساسات سرمایه‌گذاران مؤثر باشد. عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی شرکت‌ها یکی از این عوامل است که بیانگر توجه شرکت‌ها به حفاظت از محیط زیست در فرآیند تولید (محیط زیست)، انجام فعالیت مسئولیت اجتماعی و حفظ روابط خوب با ذینفعان (اجتماعی) و بهبود قوانین شرکتی، ساختار سازمانی و سایر جنبه‌ها (حاکمیتی) است و برای ارتقای شرکت و ایجاد تصویر مثبت در بین سرمایه‌گذاران نقش بسزایی دارد.

انگیزه انجام عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی به تئوری ارزش سهامداران برمی‌گردد که استدلال می‌کند، مدیران شرکت‌ها، فعالیت عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی را برای به حداکثر رساندن ثروت سهامداران و ارزش شرکت انجام می‌دهند، منافع شخصی در انجام چنین مسئولیتی هیچ نقشی ندارد (فریمن^۴، ۱۹۸۴). این فعالیت‌ها می‌تواند به طیفی از منابع استراتژیک مانند روابط سیاسی پایدار، منافع اقتصادی و استراتژی‌های تمایز محصول منجر شود (آلبوکرک و همکاران^۵، ۲۰۱۹ و هی و همکاران^۶، ۲۰۲۳). همچنین شرکت‌ها می‌توانند با جلب اعتماد مصرف‌کننده به مزیت رقابتی بالایی دست پیدا کنند و در نهایت بر احساسات سرمایه‌گذاران مؤثر است (فلامر^۷، ۲۰۱۸). در راستای تأثیر مهم عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی بر احساسات سرمایه‌گذاران دو دلیل می‌توان بیان نمود.

اول، عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی می‌تواند ارزش بلندمدت یک شرکت را بهبود بخشد. عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی یک شرکت می‌تواند به طور مؤثر یک رابطه خوب دولتی برای به دست آوردن مزایای اقتصادی مانند یارانه‌های دولتی، تأمین مالی بلندمدت و اجتناب از مالیات ایجاد کند (لین و همکاران^۸، ۲۰۱۵). همچنین تصویر مثبتی از شرکت در میان سایر ذینفعان ایجاد می‌کند که می‌تواند سرمایه‌شهرت را برای ایفای نقش بیمه شهرت در زمانی که شرکت متحمل شوک منفی می‌شود، جمع کند (بائه و همکاران^۹، ۲۰۱۹). علاوه بر این، عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی، به تقویت نظارت بر سهامداران در شرکت کمک می‌کند که نقش مکمل در سایر

¹ Concetto & Ravazzolo

² Xu

³ Wang

⁴ Freeman

⁵ Albuquerque

⁶ He

⁷ Flammer

⁸ Lin

⁹ Bae

حاکمیت شرکتی ایفا می کند (کوک و همکاران، ۲۰۲۲). پس طبیعی است که عملکرد زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیتی باعث بهبود احساسات سرمایه گذاران شود.

دوم، بر اساس تئوری علامت دهی، افشای اطلاعات زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیتی شرکت ها تصویر اجتماعی خوبی از تعهد شرکت ها به حفاظت از محیط زیست ایجاد می کند و با ارسال علامت های مثبت برای ذینفعان، شفافیت و شهرت شرکت را بهبود می بخشد و ریسک معاملات ناشی از عدم تقارن اطلاعاتی کاهش می یابد (تامیمی و سباستینلی، ۲۰۱۷). در عین حال، شرکت با فعالیت زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیتی سطح اخلاقی بالاتری دارد و اطلاعات مالی و اطلاعات غیرمالی دقیق تری را در اختیار سرمایه گذاران قرار می دهد و در نتیجه به طور مؤثر محیط اطلاعاتی شرکت را بهبود می بخشد که به نوبه خود شکل گیری اعتماد متقابل را ترویج می کند. به علاوه، چنین اطلاعاتی، گزارش های تحلیلی معتبرتر و دقیق تری را برای تحلیل گران و تأمین کنندگان ارائه می دهد که همه این مسائل به بهبود احساسات سرمایه گذاران منجر می شود.

در نهایت، معمولاً توانایی مدیریت ریسک در شرکت های با عملکرد زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیتی خوب بالاتر است (خلیفه سلطانی و علیشاهی، ۱۴۰۱). این شرکت ها به دلیل توجه به مسائل زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیت شرکتی با جریمه های قانونی کمتری مواجه اند که نشان دهنده ریسک سیستمی کمتر است (اویکونومو و همکاران، ۲۰۱۲). از طرفی، اگر چنین شرکت هایی با اثرات منفی رویدادهای شدید مواجه شوند، سرمایه اجتماعی ایجاد شده توسط مشارکت زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیتی حفاظت نامرئی ایجاد می کند که ریسک عملیاتی را کاهش می دهد (لینز و همکاران، ۲۰۱۷).^۴ لذا این امر نیز می تواند احساسات سرمایه گذاران را جلب نماید. در همین راستا، فورد و همکاران^۵ (۲۰۲۲) و داسمانا و همکاران (۲۰۲۳) بیان می کنند، عملکرد زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیتی در نحوه درک سرمایه گذاران از یک شرکت، یعنی احساسات سرمایه گذاران تأثیر مثبت دارد. همچنین، لایس و همکاران^۶ (۲۰۱۵) نشان دادند، فعالیت مسئولیت پذیری اجتماعی با جلب احساسات مثبت سرمایه گذاران منجر به اقدام موفق واحد تجاری در جهت جذب سرمایه می شود.

جو و نا^۷ (۲۰۱۲) نیز بیان می کنند شرکت های در آستانه رکود اقتصادی با تخصیص منابع و ارتقا عملکرد خود در زمینه پایداری، اعتماد و همکاری متقابل با ذینفعان را تقویت نموده و برای شرکت ارزش ایجاد کنند. اعتماد ایجاد شده در این حوزه برای سهام شرکت، سرمایه اجتماعی و سرقفلی ایجاد نموده و در نهایت، هنگامی که بازار رو به رشد است سبب کسب شهرت و ارزش برای شرکت می گردد. به علاوه، در مطالعات داخلی زارع بهنمیری و همکاران (۱۴۰۱) نشان دادند مسئولیت پذیری اجتماعی با افزایش احساسات سرمایه گذاران همراه است و استدلال کردند که مدیران انتظارات سرمایه گذاران را تشخیص داده و به آنان پاسخ می دهند. بنابراین پاسخ به اهمیت مسئولیت اجتماعی با احساسات مثبت سرمایه گذاران همراه است. خلیفه سلطانی و علیشاهی (۱۴۰۱) بیان کردند افشای پایداری با بهبود شفافیت و اعتبار شرکت می تواند تصویر مثبتی از شرکت در بین ذینفعان ایجاد کند و ریسک سیستماتیک شرکت کاهش یابد. ضیا و همکاران (۱۳۹۹) نشان دادند گزارشگری پایداری در این شرکت ها با عدم تقارن اطلاعاتی رابطه معکوس و معنادار داشته است. این بدان معناست که افزایش امتیاز گزارشگری پایداری منجر به کاهش عدم تقارن اطلاعاتی، افزایش دقت پیش بینی مدیران می شود. بر اساس تحلیل فوق، فرضیه پژوهش به صورت زیر پیشنهاد می شود:

¹ Cook

² Tamimi & Sebastianelli

³ Oikonomou

⁴ Lins

⁵ Ford

⁶ Lys

⁷ Jo & Na

فرضیه اول: عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی شرکت با رفتار احساسی سرمایه‌گذاران ارتباط مثبت دارد. عدم تقارن اطلاعات دلیل مهمی برای کاهش جذب احساسات سرمایه‌گذاران است. عدم تقارن اطلاعات زمانی است که فروشنده نسبت به خریدار اطلاعات بیشتری را در اختیار داشته باشد که مسلماً در یک چنین وضعیتی قیمت مبادله کالا ارزش واقعی و منصفانه کالا را نشان نمی‌دهد و بسته به درجه تفاوت آگاهی خریدار و فروشنده‌گان، بالاتر و پایین‌تر از قیمت منصفانه است (جهانشاد و ملکیان، ۱۳۹۴). بنابراین، با کاهش عدم تقارن اطلاعاتی، سرمایه‌گذاران درک بهتری از عملکرد داخلی و سودآوری شرکت خواهند داشت؛ بنابراین، قادر خواهند بود قبل از تصمیم‌گیری در مورد رفتار سرمایه‌گذاری، شرکت‌های با بنیاد خوب یا بد را بر اساس اطلاعات افشا شده قضاوت کنند (بهاردواج و کومار، ۲۰۲۰).

گود هارت^۲ (۲۰۱۱) بیان می‌نماید کاهش عدم تقارن اطلاعاتی با افشای عمومی اطلاعات قابل اعتماد و به موقع صورت می‌گیرد و استفاده‌کنندگان را قادر می‌سازد تا موقعیت مالی و عملکرد، فعالیت‌های عملیاتی، توزیع ریسک و شیوه‌های مدیریت ریسک را به درستی درک کنند. کاهش عدم تقارن اطلاعاتی به ذینفعان اجازه می‌دهد تا کیفیت زیربنایی شرکت، وضعیت مالی و ریسک شرکت‌ها را به درستی درک کنند. در همین راستا، **یای^۳ (۲۰۲۳)** نیز بیان می‌نماید، بهبود افشا با کاهش ریسک سرمایه‌گذاران و کاهش بازده مورد نیاز آنها، هزینه‌های تأمین مالی خارجی شرکت‌ها را نیز کاهش می‌دهد. بنابراین، افشای اطلاعات فعالانه در جهت کاهش عدم تقارن اطلاعاتی، نشانه‌ای از افزایش قدرت رقابتی شرکت و کاهش مشکلات نمایندگی است که به افزایش اعتماد و اطمینان بستانکاران به شرکت و افزایش تمایل آنها برای سرمایه‌گذاری کمک می‌کند. در حقیقت، کاهش عدم تقارن اطلاعاتی به سرمایه‌گذاران اطمینان می‌دهد که همواره اطلاعات قابل اتکا در مورد ارزش شرکت دریافت خواهند کرد و سرمایه‌گذاران عمده و مدیران در پی تضييع حقوق آنها نیستند (مهرآذین و همکاران، ۱۳۹۱).

عامری و همکاران (۱۴۰۰) بیان داشتند افشای داوطلبانه اطلاعات بر رابطه بین سیاست‌های مالیاتی متهورانه و عدم تقارن اطلاعاتی تأثیر معناداری ندارد. **هی و همکاران^۴ (۲۰۲۳)** بیان می‌کنند، اگر سرمایه‌گذاران نتوانند اطلاعات کافی در مورد یک شرکت به دست آورند، دقت ارزش تخمینی شرکت به طور چشمگیری کاهش می‌یابد و ریسک سرمایه‌گذاری افزایش می‌یابد؛ بنابراین، سرمایه‌گذاران تمایلی به معامله سهام با عدم تقارن اطلاعاتی بالاتر ندارند و این امر با احساسات منفی بیشتر سرمایه‌گذاران همراه است. در همین راستا **کانگ و همکاران^۵ (۲۰۱۹)** بیان می‌کنند، در شرکت‌های با عدم تقارن اطلاعاتی بالا، نقدشوندگی سهام شرکت با شدت بیشتری، کاهش پیدا می‌کند. بنابراین افشای اطلاعات مالی و غیرمالی توسط شرکت‌ها همراه با کاهش عدم تقارن اطلاعاتی، به تغییر احساسات سرمایه‌گذاران کمک می‌کند.

کورتس^۶ (۲۰۲۱) دریافت که پیروی از الزامات ناپیوستگی گزارشگری مالی قانون سایبرز اوکسلی برای افشای اطلاعات مالی به بهبود قابلیت اطمینان اطلاعات مالی شرکت کمک می‌کند، عدم تقارن اطلاعات را کاهش می‌دهد و با جلب نظر مثبت سرمایه‌گذاران، نقدشوندگی سهام را بهبود می‌بخشد. **روی و همکاران^۷ (۲۰۲۲)** دریافتند افشای اطلاعات عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی به دنبال مقررات می‌تواند اطلاعات کافی را در بازار آزاد کند و در نتیجه با نبود عدم تقارن اطلاعاتی می‌تواند نقش مثبتی در کاهش صف‌های خرید سهامداران داشته باشد. پس می‌توان بیان کرد شرکت‌هایی که عدم تقارن اطلاعات مالی کمتری دارند، افشای اطلاعات بهتری دارند و اطلاعات اضافی ارائه شده توسط عملکرد

¹ Bhardwaj and Kumar

² Goodhart

³ Yi

⁴ He

⁵ Kang

⁶ Cortes

⁷ Roy

زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی می‌تواند تأثیر قوی‌تری در جلب احساسات سرمایه‌گذاران داشته باشد (دالیوال و همکاران،^۱ ۲۰۱۱)؛ بنابراین، می‌توان فرضیه دوم را به شرح زیر تدوین نمود:

فرضیه دوم: عدم تقارن اطلاعاتی بر رابطه بین عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی شرکت و احساسات سرمایه‌گذاران تأثیر دارد.

۳- روش پژوهش

این پژوهش از نظر هدف کاربردی، از نظر زمانی پس رویدادی و از نظر ماهیت، توصیفی از نوع همبستگی است که خواص و ویژگی‌های متغیرها و رابطه بین متغیرها را از طریق تحلیل رگرسیون بررسی می‌کند. برای گردآوری داده‌ها از گزارش‌های افشا شده شرکت‌ها در سایت کدال به صورت دستی استفاده شده است. گام بعدی پس از جمع‌آوری داده‌ها از نمونه‌های جامعه آماری، تجزیه و تحلیل داده‌ها برای آزمایش فرضیه‌ها استفاده می‌شود. با توجه به حجم زیاد داده‌ها و نیاز به پردازش آنها، از نرم‌افزار اکسل و استاتا برای برآورد آمار توصیفی و پارامترهای مدل و تحلیل و استنباط آماری استفاده می‌شود. مدل پژوهش از طریق داده‌های پنل و رگرسیون استاندارد مقاوم برآورد می‌شود.

جامعه آماری پژوهش شامل کلیه شرکت‌های حاضر در بورس اوراق بهادار تهران طی بازه زمانی ۱۳۹۲-۱۴۰۱ است که پس از اعمال محدودیت‌های زیر، ۱۳۰ شرکت از مجموع شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران باقی ماند که برای جامعه در دسترس مطالعه شدند.

۱. این شرکت‌ها جزء شرکت‌های هلدینگ، لیزینگ و مؤسسات اعتباری و بانک‌ها نباشند.

۲. داده‌های مورد نیاز این پژوهش برای شرکت‌های نمونه در دسترس باشند.

۳. بیش از سه ماه توقف معاملاتی نداشته باشد.

۳-۱- مدل و متغیرهای پژوهش

بر اساس مطالعه **فورد و همکاران (۲۰۲۲)** برای بررسی فرضیه اول پژوهش از مدل (۱) و برای فرضیه دوم پژوهش از مدل (۲) به شرح زیر عمل می‌شود.

$$SENT_{it} = \beta_{0it} + \beta_{1it}ESG_{it} + INDDUM + YDDUM + \varepsilon_{it} \quad \text{مدل (۱)}$$

$$SENT_{it} = \beta_{0it} + \beta_{1it}ESG_{it} + \beta_{2it}ASYMETRIY_{it} + \beta_{3it}ESG_{it} * ASYMETRIY_{it} + INDDUM + YDDUM + \varepsilon_{it} \quad \text{مدل (۲)}$$

که در آن $SENT_{it}$ ، احساسات سرمایه‌گذاران و ESG_{it} ، عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی و $ASYMETRIY_{it}$ ، عدم تقارن اطلاعاتی است. برای آزمون فرضیه اول پژوهش، مدل (۱) برآورد می‌شود. چنانچه بتا یک معنادار و مثبت باشد، فرضیه اول رد نمی‌شود. همچنین، برای آزمون فرضیه دوم پژوهش، مدل (۲) برآورد می‌شود. چنانچه بتا سه معنادار باشد، فرضیه دوم رد نمی‌شود.

۳-۲- نحوه عملیاتی شدن متغیرها

۳-۲-۱- متغیر وابسته: احساسات سرمایه‌گذاران ($SENT_{it}$)

برای محاسبه شاخص احساسات سرمایه‌گذاران مشابه با پژوهش **کیم و ها^۲ (۲۰۱۰)** در گام نخست چهار شاخص از جمله: شاخص قدرت نسبی، شاخص خط روانشناسی، شاخص حجم معاملات و نرخ تعدیل شده گردش سهام، محاسبه می‌گردد.

الف) شاخص قدرت نسبی

برای محاسبه شاخص قدرت نسبی ابتدا اقدام به محاسبه RS می‌شود:

$$RS_{it} = \frac{\sum_{t=1}^6 MAX(P_t - P_{t-1}, 0)}{\sum_{t=1}^6 MAX(P_{t-1} - P_t, 0)} \quad \text{رابطه (۱)}$$

P_t : قیمت سهام پایان ماه t ، P_{t-1} : قیمت سهام در پایان ماه $t-1$ ، سپس شاخص قدرت نسبی RSI محاسبه می‌گردد:

$$RSI_{it} = 100 * \frac{RS_{it}}{1 + RS_{it}} \quad \text{رابطه (۲)}$$

ب) شاخص خط روانشناسی

برای محاسبه شاخص خط روانشناسی از معادله زیر استفاده می‌گردد:

$$PSY_{it} = 100 * \frac{TU_{it}}{TU_{it} + T_{it}} \quad \text{رابطه (۳)}$$

TU_{it} : تعداد روزهایی که طی سال قیمت پایانی سهام شرکت نسبت به روز قبل افزایش داشته باشد، T_{it} : تعداد

روزهای معاملاتی طی سال.

ج) شاخص حجم معاملات

برای محاسبه شاخص حجم معاملات از لگاریتم طبیعی تعداد سهام معامله شده شرکت طی سال استفاده می‌گردد.

د) نرخ تعدیل شده گردش سهام

برای محاسبه نرخ تعدیل شده گردش سهام، از معادله زیر استفاده می‌گردد:

$$ATR_{it} = \frac{R}{|R|_{it}} * \frac{VOL}{C_{it}} \quad \text{رابطه (۴)}$$

R : بازده سهام شرکت در سال، VOL : تعداد سهام معامله شده شرکت، C : تعداد سهام منتشره شرکت

در نهایت با استفاده از روش تجزیه و تحلیل مؤلفه‌های اساسی (PCA) اقدام به ترکیب شاخص‌ها می‌شود که نتایج در

جدول زیر گزارش شده است.

جدول ۱. معیارهای احساسات سرمایه‌گذاران و ترکیب شاخص‌ها

$$SENT_{it} = 0.602RSI_{it} + 0.56003PSY_{it} + 0.120VOL_{it} + 0.554ATR_{it}$$

متغیر	نماد	میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	انحراف معیار
شاخص قدرت نسبی	rsi	۵۱/۲۲۰	۵۳/۸۹۰	۹۷/۹۹۰	۳/۸۵۰	۲۷/۲۴۹
شاخص خط روانشناسی	psy	۳۱/۳۷۸	۳۱/۹۸۵	۴۱/۶۹۰	۲۱/۶۴۰	۵/۲۰۶
شاخص حجم معاملات	vol	۵/۵۸۹	۵/۴۴۵	۸/۹۰۰	۲/۳۳۰	۲/۰۱۴
نرخ تعدیل شده گردش سهام	atr	۰/۱۲۱	۰/۰۳۰	۱/۰۴۰	-۰/۶۱۰	۰/۴۲۶

۳-۲-۲- متغیر مستقل: عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی (ESG_{it})

عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی بر اساس مطالعات **فخاری و همکاران (۱۳۹۶)**، اندازه‌گیری می‌شود. در

این راستا از طریق تحلیل محتوای گزارش‌های فعالیت هیئت مدیره و سایر گزارش‌های تفسیری مدیریت استفاده می‌شود.

همچنین نمره افشای هر شاخص از طریق میانگین نمره معیارهای مرتبط با شاخص به دست می‌آید. موارد افشا به طور

کلی شامل ۸۶ معیار است که در جدول (۲) ارائه شده است. نمره هر معیار نیز به شرح زیر است:

- اگر موارد افشا به صورت هزینه و یا جزئیات آن به صورت شرح مفصل یا تصاویر، نمودارها و جداول باشد نمره

افشاء ۱ است.

- اگر موارد افشا به صورت غیر کمی و جزئیات آن به صورت توضیحات در حد یکی دو جمله باشد نمره افشاء ۰/۵ است.

- در نهایت اگر افشا نشود نمره افشاء صفر است.

لازم به ذکر است که برای تعیین نمره نهایی عملکرد زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیتی از رابطه (۵) استفاده می شود. این رابطه بر اساس محاسبات **فخاری و همکاران (۱۳۹۶)**، بر اساس روش AHP محاسبه شده است.

$$ESG = 0/377E + 0/388S + 0/275G \quad \text{رابطه (۵)}$$

جدول ۲. چک لیست معیارهای عملکرد زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیتی (فخاری و همکاران، ۱۳۹۶)

ابعاد پایداری	شاخص‌ها	معیارها	
پایداری محیط زیستی	ارزیابی ریسک محیطی	۱. افزایش خطرات بالقوه فعالیت‌های شرکت برای سلامتی انسان و ریسک محیطی	
	آموزش محیطی	۲. افزایش آموزش به کارکنان برای تولید با توجه به ملاحظات زیست محیطی و کاهش اثرات زیانبار آن (بر حسب ساعت یا هزینه) ۳. افزایش آموزش به مشتریان برای مصرف با توجه به ملاحظات زیست محیطی و کاهش اثرات زیانبار آن (بر حسب ساعت یا هزینه) شفافیت محیطی	
	شفافیت محیطی	۴. افزایش گزارشگری محیطی در بخش جداگانه	
	تغییرات آب و هوا	۵. افزایش سیاست‌های آبی محیطی شرکت ۶. اقدامات جهت کاهش تأثیر فعالیت‌ها بر اقلیم هوا	
	تنوع زیستی	۷. افزایش استراتژی‌ها برای مدیریت تأثیرات بر تنوع زیستی و منابع طبیعی ۸. افزایش اقدامات در جهت کاهش آثار مخرب، پیشگیری یا رفع آسیب‌ها از طریق احیای زمین و خاک و جنگل، توسعه فضای سبز و ...	
	آلودگی، آلودگی و ضایعات	۹. افزایش کل ضایعات و طبقه بندی به عنوان خطرناک و غیر خطرناک و نحوه دفع مناسب ۱۰. افزایش میزان آلودگی	
	سیستم مدیریت زیست محیطی	۱۱. افزایش اقدامات انجام شده برای کاهش انتشار گازهای گلخانه‌ای، سمی و غیره ۱۲. افزایش دریافت گواهینامه‌های تطابق سیستم مدیریت محیطی (ISO 14000, ISO26000) EMS	
	انرژی و بهره‌وری آب	۱۳. افزایش دریافت جوایز مربوط به رعایت مسائل زیست محیطی و ... ۱۴. انرژی و آب مصرفی به تفکیک منبع و میزان آنها ۱۵. میزان انرژی و آب صرفه جویی شده به دلیل بهبود فرآیندهای شرکت ۱۶. فعالیت‌های شرکت جهت کاهش مصرف آب و انرژی ۱۷. میزان آب و انرژی تجدیدپذیر قابل مصرف مسائل محیطی	
	مسائل محیط محصولات و خدمات	۱۸. افزایش فعالیت‌های شرکت برای رعایت مسائل زیست محیطی از بعد مشتریان و مصرف کنندگان و زنجیره تأمین و اشخاص ثالث از جمله برگزاری یا شرکت در همایش‌های زیست محیطی و غیره	
	سرمایه‌گذاری مسئولیت اجتماعی	۱۹. افزایش استراتژی‌های مبتنی بر بازار سرمایه و استراتژی‌های مبتنی بر جوامع مثلاً سرمایه‌گذاری در شرکت‌های رعایت کننده مسائل محیطی یا مؤسسات اجتماعی یا خارج کردن سهام شرکت‌هایی که مسائل اجتماعی را رعایت نمی‌کنند از پورتفوی	
	پایداری اجتماعی	یادگیری و آموزش اجتماعی	۲۰. مدیریت ریسک اجتماعی مثلاً معاینات ادواری، واکسیناسیون، بیمه عمر، حوادث، بیکاری و ... ۲۱. افزایش کل ساعات آموزش، تشریح فعالیت‌ها یا هزینه آموزش کل نیروی کار و ...
شفافیت سازی اجتماعی		۲۲. افزایش گزارش عملکرد اجتماعی در بخش جداگانه اجتماعی ۲۳. ارائه سیاست‌های آبی اجتماعی سلامت	
سلامت تولید		۲۴. افزایش قوانین، آیین نامه‌ها و اصول داوطلبانه سلامت تولید ۲۵. تعداد ساعات کاری از دست رفته به علت حوادث یا تعداد کل حوادث ۲۶. اقدامات در جهت کاهش عوامل زیان آور محیط کار ۲۷. افزایش حفظ حریم خصوصی مشتریان ۲۸. گارانتی و خدمات پس از فروش	
مسائل اجتماعی مشتریان و زنجیره تأمین		۲۹. تعداد شکایات دریافتی از مشتریان یا میزان پرداخت خسارت ۳۰. افزایش رویه‌های مربوط به انتخاب تأمین کنندگان ۳۱. ارائه مشخصات، کیفیت، دوام و ایمنی محصولات ۳۲. افزایش توافق‌های تجاری با شرکت‌های رقیب	
حفظ نام تجاری و رفتار ضد رقابتی		۳۳. افزایش اطلاعاتی در خصوص توسعه محصولات شرکت یا پروژه‌های تحقیقاتی برای بهبود تولید یا افزایش مخارج R & D ۳۴. افزایش مبالغ حقوق و دستمزد و سایر مزایا ۳۵. میزان استخدام و خروج نیروی کار یا نمودار ترکیب نیروی کار ۳۶. افزایش شکایات نیروی کار و پرداخت جرایم به آنها ۳۷. تدابیر کاری انعطاف پذیر و فعالیت‌های رفاهی برای کارکنان و خانواده‌هایشان مثل سفر و اردو و هدایا و ...	
حقوق نیروی کار		۳۸. افزایش استانداردهای ایمنی و سلامت کار	
سلامت و امنیت و بهره‌وری			

ابعاد پایداری	شاخص‌ها	معیارها	
رعایت اصول حقوق بشر		۳۹. کل صدمات و مرگ و میر کارمند و پیمانکار، نوع و میزان آسیب	
		۴۰. بهره‌وری نیروی کار	
		۴۱. نیروی کار کودک، حمایت از کودکان کار و خیابانی	
		۴۲. رعایت اصول داوطلبانه حقوق بشر	
		۴۳. افزایش کمک‌های مالی برای حمایت از فعالیت‌های اجتماعی، جذب کارآموز و ارتباط با دانشگاه‌ها، کمک به مؤسسات خیریه و مساجد و مدارس و بیمارستان‌ها و...	
		۴۴. کمک‌های مالی به قربانیان بلایای طبیعی و کشورهای خارجی و...	
		۴۵. تشکیل اتحادیه‌های کارگری و تعاونی	
		۴۶. سیستم انتقادات و پیشنهادات	
		۴۷. سنجش میزان رضایت مشتریان و کارکنان و...	
		۴۸. افزایش سیاست‌ها و رویه‌های جذب و استخدام و پاداش و...	
عدم تبعیض و شمول اجتماعی		۴۹. افزایش تفکیک کارمندان هر طبقه بر اساس سن و جنس و عضویت در گروه‌های اقلیت	
		۵۰. افزایش میزان پاداش کارکنان، نحوه جبران عملکرد کارکنان	
مدیریت ریسک سرمایه‌گذاری		۵۱. افزایش اقدامات شرکت برای مدیریت ریسک سرمایه‌گذاری‌ها از جمله تنوع‌بخشی و...	
	اقدامات نظارتی و مدیریت ریسک		۵۲. افزایش گزارش کنترل داخلی
			۵۳. افزایش گزارش حسابرسی
		۵۴. افزایش چارچوب یکپارچه مدیریت ریسک واحد اقتصادی (ERM)	
	شفاف‌سازی راهبری		۵۵. افزایش راهبری شرکتی در بخش جداگانه
			۵۶. افزایش سیاست‌های راهبری آتی
			۵۷. افزایش معاملات با اشخاص وابسته
			۵۸. افزایش میزان حضور در بازار و فرهنگ سازمانی و...
			۵۹. افزایش دوگانگی
			۶۰. تجربه صنعتی و مالی
ترکیب هیئت مدیره		۶۱. تعداد جلسات هیئت مدیره	
		۶۲. میزان حضور اعضای هیئت مدیره در جلسات	
		۶۳. وجود زنان در هیئت مدیره	
		۶۴. تعداد سال‌های حضور هیئت مدیره	
		۶۵. موظف بودن یا نبودن	
		۶۶. تعداد جلسات مدیران غیرموظف کمیته‌ها	
		۶۷. افزایش تعداد کمیته‌ها	
		۶۸. تعداد جلسات کمیته‌ها	
		۶۹. افزایش کمیته ریسک	
		۷۰. کمیته حسابرسی	
کمیته‌ها		۷۱. کمیته انتصابات و جبران عملکرد	
		۷۲. کمیته ESG، CSR، CG	
		۷۳. افزایش مدیران مستقل هر کمیته	
		۷۴. نحوه انتخاب حسابرس و جایگزین و حق الزحمه جبران عملکرد	
		۷۵. افزایش میزان حقوق و پاداش مدیران	
		۷۶. افزایش طرح جبران خدمات و سایر مزایای مدیران	
		۷۷. فاکتورهای کیفی و کمی ارزیابی عملکرد مدیران	
		۷۸. افزایش اطاعت از قوانین مرتبط تجاری و حقوقی	
		۷۹. دعاوی حقوقی یا انتظار دادخواهی قضایی شرکت اخلاق و فساد و...	
		۸۰. افزایش کدها و نظام نامه‌ها و منشورهای اخلاقی	
اخلاق و فساد و اصول رفتاری		۸۱. افزایش اقدامات شرکت برای جلوگیری و مبارزه با فساد	
		۸۲. آموزش اخلاق حرفه‌ای	
		۸۳. افزایش پیشنهاد تقسیم سود متعلق به سهامداران	
		۸۴. افزایش اساسنامه	
		۸۵. افزایش اطلاعات تماس و آدرس الکترونیکی و مسئول پاسخگویی سهام	
		۸۶. افزایش دستورالعمل مالکیت سهام شرکت توسط مدیران و...	

۳-۲-۳- متغیر تعدیلگر: عدم تقارن اطلاعاتی ($ASYMETRIY_{it}$):

در این مطالعه برای اندازه گیری عدم تقارن اطلاعاتی، پژوهش وینکاتش و چیانگ^۱ (۱۹۸۶) مورد استفاده قرار گرفته شده است.

$$SPREAD_{it} = \frac{AP-BP}{AP+BP/2} \times 100 \quad \text{رابطه (۶)}$$

$SPREAD_{it}$ = دامنه تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام است.

AP = میانگین قیمت پیشنهادی فروش سهام شرکت i در دوره t .

BP = میانگین قیمت پیشنهادی خرید سهام شرکت i در دوره t .

از طریق تفاوت بین قیمت پیشنهادی خرید و قیمت پیشنهادی فروش تقسیم بر میانگین این دو قیمت محاسبه می شود.

۳-۲-۴- متغیرهای کنترلی

متغیرهای کنترلی مطابق با مطالعه فورد و همکاران (۲۰۲۲) و زارع بهنمیری و همکاران (۱۴۰۱) به شرح زیر است.

اندازه شرکت (Size): برابر است با لگاریتم طبیعی کل دارایی ها.

نسبت بدهی (LEV): برابر است با نسبت بدهی به کل دارایی ها.

بازده حقوق صاحبان سهام (ROE): برابر است با نسبت سود خالص به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام.

جریان نقد عملیاتی (OCF): برابر است با جریان نقدی خالص حاصل از فعالیت های عملیاتی تقسیم بر کل دارایی ها.

ارزش بازاری به دفتری (MB): برابر است با نسبت ارزش بازاری به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام.

رشد فروش (Growth): برابر است با تفاوت در فروش سال جاری و سال قبل تقسیم بر فروش سال قبل.

نسبت وجه نقد (CASH): برابر است با نسبت وجه نقد و سرمایه گذاری کوتاه مدت به کل دارایی ها.

انحراف استاندارد بازده ماهانه (Sigma): برابر است با نوسانات بازده ماهانه سهام.

متغیر دامی سال و صنعت ($INDDUM + YDDUM$): متغیر دامی سال و صنعت نیز جهت کنترل اثرات مقاطع و زمان.

۴- یافته های پژوهش

۴-۱- آمار توصیفی

در جدول (۳) آماره های توصیفی مرتبط با مدل ها درج شده است. مطابق با نتایج به دست آمده، میانگین عملکرد

زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیتی برابر با ۴/۴۱۳، بیشترین نمره افشا در شرکت ها برابر با ۱۰/۶۱۰ و کمترین آن برابر با ۰/۴۷۰

شده است. همچنین، میانگین احساسات سرمایه گذاران برابر با ۴۸/۷۲۲ بوده است که این مقدار، میزان حرکت های بازار

سرمایه ناشی از ادراکات روان شناختی سرمایه گذاران در رابطه با عملیات و معاملات را نشان می دهد. میزان این میانگین با

مطالعه زارع بهنمیری و همکاران (۱۴۰۱) هم راستا است. همچنین، درصد عدم تقارن اطلاعاتی دارای میانگین ۳/۶۵۷ است.

به علاوه نتایج آماری نشان می دهد، میانگین اندازه شرکت ها ۱۴/۹۰۹ و میانگین نسبت بدهی شرکت ها برابر با ۰/۵۴۵

است که نشان می دهد ۵۴ درصد از دارایی های شرکت ها را بدهی تشکیل داده است. همچنین، میانگین بازده حقوق

صاحبان سهام که نشان دهنده میزان سوددهی شرکت نسبت به سرمایه شرکت است برابر با ۰/۳۰۲ درصد است. به همین

ترتیب به طور متوسط در شرکت ها ۱۱/۸ درصد جریان نقد عملیاتی وجود دارد. ارزش بازاری حقوق صاحبان سهام

حدود ۵ برابر ارزش دفتری آنها است. به همین ترتیب شرکت ها در هر سال ۳۹ درصد رشد فروش داشته اند که اگر

¹ Venkatesh & Chiang

نگاهی به سطح تورم کشور شود می‌توان دریافت که این رشد فروش عمدتاً ناشی از افزایش قیمت و تورم است و دلیل اصلی آن افزایش تولید نیست. میانگین نسبت وجه نقد نیز نشان می‌دهد که در شرکت‌ها ۷/۵ درصد از دارایی‌ها، وجه نقد نگهداری می‌شود. در نهایت انحراف بازده ماهانه شرکت‌ها برابر با ۰/۲۲ است.

جدول ۳. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	نماد	میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	انحراف معیار
عملکرد زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیتی	ESG	۴/۴۱۳	۴/۲۴۰	۱۰/۶۱۰	۰/۴۷۰	۱/۸۰۵
عملکرد زیست محیطی	E	۱/۵۸۸	۱/۰۰۰	۸/۵۰۰	۰/۰۰۰	۱/۷۰۱
عملکرد اجتماعی	S	۴/۳۹۳	۴/۰۰۰	۱۵/۰۰۰	۰/۰۰۰	۲/۵۷۰
عملکرد حاکمیتی	G	۷/۶۶۸	۷/۵۰۰	۱۷/۰۰۰	۱/۰۰۰	۲/۶۱۷
احساسات سرمایه‌گذاران	Sent	۴۸/۷۲۲	۵۱/۳۲۰	۸۱/۱۷۹	۷/۷۱۰	۱۹/۵۸۴
عدم تقارن اطلاعاتی	%Asymetry	۳/۶۵۷	۳/۸۴۳	۵/۱۱۸	۱/۵۳۶	۱/۰۲۵
اندازه شرکت	Size	۱۴/۹۰۹	۱۴/۶۸۵	۱۹/۵۷۷	۱۱/۶۴۱	۱/۵۵۳
نسبت بدهی	LEV	۰/۵۴۵	۰/۵۴۴	۱/۰۸۶	۰/۰۸۷	۰/۲۱۳
بازده حقوق صاحبان سهام	ROE	۰/۳۰۲	۰/۲۹۴	۱/۲۲۱	-۰/۹۰۲	۰/۳۰۶
جریان نقد عملیاتی	OCF	۰/۱۱۸	۰/۰۹۷	۰/۵۳۶	-۰/۱۹۷	۰/۱۳۵
ارزش بازار به دفتری	MB	۵/۰۲۰	۳/۰۸۹	۴۰/۰۶۴	-۳/۷۷۲	۶/۳۱۳
رشد فروش	Growth	۰/۳۹۲	۰/۳۲۱	۲/۵۹۹	-۰/۴۸۸	۰/۵۰۳
نسبت وجه نقد	CASH	۰/۰۷۵	۰/۰۴۲	۰/۰۴۶۵	۰/۰۰۲	۰/۰۹۱
انحراف استاندارد بازده ماهانه	Sigma	۰/۲۲۴	۰/۱۷۷	۱/۴۱۱	۰/۰۲۹	۰/۱۹۲

لازم به ذکر است که جهت کاهش اثر مشاهدات پرت بر روی نتایج پژوهش، یک درصد کوچک‌ترین و بزرگ‌ترین داده‌های مربوط به متغیرهای پیوسته، با اعداد نزدیک‌ترین مشاهدات به آن داده‌ها جایگزین شده است. نتایج آزمون همبستگی نشان می‌دهد که همبستگی بالایی بین متغیرهای توضیحی وجود ندارد. به علاوه از عامل تورم واریانس برای هم‌خطی هر یک از فرضیه‌ها استفاده شد و نتایج این آزمون نیز نشان داد، مشکل هم‌خطی بین متغیرهای مستقل وجود ندارد.

۴-۲- آزمون فروض کلاسیک فرضیه‌های پژوهش

پیش از استفاده از مدل‌های رگرسیون بایستی برخی از پیش شرط‌های لازم وجود داشته باشد. با توجه به توضیحات گفته شده در بخش قبلی، نوع داده‌ها پانل دیتا بوده و باید نوع مدل رگرسیون مناسب و فروض رگرسیون همچون هم‌خطی بین متغیرهای توضیحی، خودهمبستگی و ناهمسانی واریانس مورد بررسی قرار گیرد. از آنجا که در این مطالعه از متغیرهای دامی سال و صنعت استفاده شده است، نیازی به بررسی آزمون‌های هاسمن و لیمر نیست. در راستای بررسی فروض رگرسیون، در جدول (۴) نتایج بررسی ناهمسانی واریانس و خودهمبستگی سریالی گزارش شده است که نشان می‌دهد مشکل ناهمسانی واریانس وجود دارد، لذا، برای رفع این مشکل از رگرسیون به روش استاندارد مقاوم استفاده می‌شود.

در جدول (۵) هم‌خطی بین متغیرهای توضیحی ارائه شده است که نشان می‌دهد بین متغیرهای توضیحی هیچ نوع مشکلی از نوع هم‌خطی وجود نداشته است. لازم به ذکر است، برای کاهش اثرات هم‌خطی میان متغیرهای تعاملی از

روش متمرکز کردن متغیرها استفاده شده است به این صورت که مقادیر هر متغیر از میانگین همان متغیر کسر می شود، سپس در یکدیگر ضرب می شوند.

جدول ۴. نتایج آزمون ناهمسانی واریانس و خودهمبستگی اجزای اخلاص مدل

نوع آزمون	آماره	احتمال آماره	نتیجه گیری
مدل فرضیه اول	۲۱/۰۱۶	۰/۰۰۰	وجود مشکل ناهمسانی واریانس
مدل فرضیه دوم	۴۲/۸۹	۰/۰۰۰	وجود مشکل ناهمسانی واریانس
نتایج آزمون خودهمبستگی اجزای اخلاص مدل (آزمون ولدریج)			
بعد عملکرد اجتماعی	۰/۰۷۵	۰/۷۸۴	عدم وجود مشکل خودهمبستگی
مقدار ثابت	۰/۰۱۱	۰/۹۱۴	عدم وجود مشکل خودهمبستگی

جدول ۵. نتایج آزمون هم خطی متغیرهای توضیحی پژوهش (آزمون عامل تورم واریانس)^۱

متغیر	فرضیه اول		فرضیه دوم	
	عامل تورم واریانس	تلرانس	عامل تورم واریانس	تلرانس
عملکرد زیست محیطی اجتماعی و حاکمیتی	۱/۱۷۰	۰/۸۵۵	۱/۱۷۰	۰/۸۵۵
عدم تقارن اطلاعاتی				۰/۵۷۱
عدم تقارن اطلاعاتی × عملکرد زیست محیطی اجتماعی و حاکمیتی				۰/۹۳۳
اندازه شرکت	۱/۹۱۰	۰/۵۲۵	۱/۹۲۰	۰/۵۲۲
نسبت بدهی	۱/۳۳۰	۰/۷۵۲	۱/۳۴۰	۰/۷۴۶
بازده حقوق صاحبان سهام	۱/۴۷۰	۰/۶۷۹	۱/۴۷۰	۰/۶۷۸
جریان نقد عملیاتی	۱/۵۲۰	۰/۶۵۷	۱/۵۲۰	۰/۶۵۷
ارزش بازاری به دفتری	۱/۷۴۰	۰/۵۷۴	۱/۷۹۰	۰/۵۶۰
رشد فروش	۱/۳۷۰	۰/۷۳۱	۱/۳۷۰	۰/۷۳۰
نسبت وجه نقد	۱/۴۹۰	۰/۶۷۳	۱/۴۹۰	۰/۶۷۱
انحراف استاندارد بازده ماهانه	۱/۰۲۰	۰/۹۷۹	۱/۰۲۰	۰/۹۷۸
مقدار ثابت		۱/۷۳۰		۱/۸۰۰

۳-۴- نتایج آزمون فرضیه اول

از رگرسیون به روش خطای استاندارد مقاوم با لحاظ نمودن مشکلاتی از قبیل ناهمسانی واریانس و خودهمبستگی خطاها، استفاده شده است (پترسون و همکاران، ۲۰۰۹). در جدول (۶) مرتبط با آزمون فرضیه اول، مقدار آماره F برابر با ۴۸/۲۷۰ است و مقدار احتمال آماره F برابر صفر بوده که این مقدار کمتر از ۰/۰۵ است، پس فرض صفر در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد می شود، یعنی مدل معنادار است. ضریب تعیین نیز نشان می دهد، حدود ۳۵ درصد تغییرات احساسات سرمایه گذاران توسط متغیرهای مستقل و کنترلی توضیح داده می شوند. همچنین، ضریب متغیر احساسات سرمایه گذاران مثبت و در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار است. لذا با توجه به معناداری ضریب متغیر احساسات سرمایه گذاران می توان بیان کرد که فرضیه پژوهش که بیان می داشت، عملکرد زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیتی شرکت با رفتار احساسی سرمایه گذاران ارتباط مثبت دارد، رد نمی شود. در راستای متغیرهای کنترلی نیز می توان بیان کرد،

¹ vif

² Petersen

با افزایش اندازه شرکت‌ها، احساسات سرمایه‌گذاران کمتر می‌شود. به علاوه، افزایش بازده حقوق صاحبان سهام و ارزش بازار به دفتری و رشد فروش منجر به تقویت احساسات سرمایه‌گذاران می‌شود.

جدول ۶. نتایج آزمون فرضیه اول پژوهش

$$SENT_{it} = \beta_{0it} + \beta_{1it}ESG_{it} + INDDUM + YDDUM + \varepsilon_{it}$$

متغیر	ضریب	خطا	آماره t	سطح معناداری
عملکرد زیست محیطی اجتماعی و حاکمیتی	۰/۵۹۷	۰/۲۲۸	۲/۶۲۰	۰/۰۱۰
اندازه شرکت	-۰/۷۲۴	۰/۳۱۱	-۲/۳۳۰	۰/۰۲۲
نسبت بدهی	۱/۴۴۲	۲/۰۵۳	۰/۷۰۰	۰/۴۸۴
بازده حقوق صاحبان سهام	۶/۸۹۶	۱/۷۱۰	۴/۰۳۰	۰/۰۰۰
جریان نقد عملیاتی	۵/۳۷۴	۴/۰۲۱	۱/۳۴۰	۰/۱۸۴
ارزش بازاری به دفتری	۰/۲۶۰	۰/۱۰۲	۲/۵۵۰	۰/۰۱۲
رشد فروش	۳/۸۲۷	۱/۱۹۵	۳/۲۰۰	۰/۰۰۲
نسبت وجه نقد	۱/۱۳۴	۶/۸۹۳	۰/۱۶۰	۰/۸۷۰
انحراف استاندارد بازده ماهانه	۲/۴۱۸	۲/۵۳۲	۰/۹۶۰	۰/۳۴۱
مقدار ثابت	۶۵/۴۹۸	۴/۶۳۵	۱۴/۱۳۰	۰/۰۰۰
سال و صنعت	کنترل شد.			
ضریب تعیین	آماره f	سطح معناداری آماره f		
	۰/۳۵۷	۴۸/۲۷۰		۰/۰۰۰

۴-۴- نتایج آزمون فرضیه دوم

در جدول (۷) مرتبط با آزمون فرضیه دوم، مقدار آماره F برابر با ۵۲/۰۴۰ است و مقدار احتمال آماره F برابر صفر بوده که این مقدار کمتر از ۰/۰۵ است پس فرض صفر در اطمینان ۹۵ درصد رد می‌شود، یعنی مدل معنادار است. ضریب تعیین نیز نشان می‌دهد، حدود ۳۸ درصد تغییرات احساسات سرمایه‌گذاران توسط متغیرهای مستقل و کنترلی توضیح داده می‌شوند. همچنین، ضریب متغیر احساسات سرمایه‌گذاران ضرب در عدم تقارن اطلاعات منفی و در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار است. لذا با توجه به معناداری این ضریب می‌توان بیان کرد که فرضیه پژوهش که بیان می‌داشت، عدم تقارن اطلاعاتی بر رابطه بین عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی شرکت و احساسات سرمایه‌گذاران تأثیر دارد، رد نمی‌شود.

۴-۵- نتایج آزمون فرضیه اول در هر یک از ابعاد عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی

همانطور که بیان شده است، عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی دارای سه بعد است که هر یک از ابعاد می‌تواند بر احساسات سرمایه‌گذاران، به صورت متفاوت مؤثر باشد، بنابراین، در ادامه تأثیر هر یک از ابعاد بر احساسات سرمایه‌گذاران بررسی و گزارش شده است. در راستای تفسیر آزمون تأثیر بعد مرتبط با عملکرد زیست‌محیطی بر احساسات سرمایه‌گذاران در جدول (۸) مشاهده می‌شود، ضریب متغیر عملکرد زیست‌محیطی مثبت، و در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار است. همچنین، در راستای تفسیر تأثیر بعد مرتبط با عملکرد حاکمیت شرکتی بر احساسات سرمایه‌گذاران مشاهده می‌شود، ضریب متغیر عملکرد حاکمیت شرکتی مثبت است ولی در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار نیست. بنابراین، می‌توان بیان کرد مسائل زیست‌محیطی و اجتماعی از مهمترین ابعاد به شمار می‌رود که می‌تواند توجه و احساسات سرمایه‌گذاران را افزایش دهد.

جدول ۷. نتایج آزمون فرضیه دوم پژوهش

SENT _{it} = β ₀ + β ₁ ESG _{it} + β ₂ ASYMETRIY _{it} + β ₃ ESG _{it} *ASYMETRIY _{it} + INDDUM + YDDUM + ε _{it}				
متغیر	ضریب	خطا	آماره t	سطح معناداری
عملکرد زیست محیطی اجتماعی و حاکمیتی	۰/۵۴۰	۰/۲۱۰	۲/۵۷۰	۰/۰۱۱
عدم تقارن اطلاعاتی	۴/۰۵۲	۰/۶۲۳	۶/۵۰۰	۰/۰۰۰
عدم تقارن اطلاعاتی × عملکرد زیست محیطی اجتماعی و حاکمیتی	-۰/۵۸۱	۰/۲۶۵	-۲/۱۹۰	۰/۰۳۰
اندازه شرکت	-۰/۴۸۸	۰/۳۰۶	-۱/۵۹۰	۰/۱۱۳
نسبت بدهی	۰/۵۷۶	۲/۰۶۱	۰/۲۸۰	۰/۷۸۰
بازده حقوق صاحبان سهام	۶/۸۷۵	۱/۵۴۶	۴/۴۵۰	۰/۰۰۰
جریان نقد عملیاتی	۶/۱۷۵	۴/۰۱۰	۱/۵۴۰	۰/۱۲۶
ارزش بازاری به دفتری	۰/۳۳۳	۰/۱۱۰	۳/۰۴۰	۰/۰۰۳
رشد فروش	۳/۴۹۶	۱/۱۷۴	۲/۹۸۰	۰/۰۰۳
نسبت وجه نقد	۳/۱۳۵	۷/۱۸۹	۰/۴۴۰	۰/۶۶۴
انحراف استاندارد بازده ماهانه	۲/۴۴۶	۲/۵۲۹	۰/۹۷۰	۰/۳۳۵
مقدار ثابت	۵۰/۱۴۶	۴/۹۸۲	۱۰/۰۶۰	۰/۰۰۰
سال و صنعت	کنترل شد.	کنترل شد.		
ضریب تعیین	۰/۳۸۹	آماره f	سطح معناداری آماره f	
		۵۲/۰۴۰	۰/۰۰۰	

جدول ۸. نتایج فرضیه اول پژوهش در هر یک از ابعاد عملکرد زیست محیطی و اجتماعی و حاکمیتی

$$SENT_{it} = \beta_{0it} + \beta_{1it}E \text{ or } S \text{ or } G_{it} + INDDUM + YDDUM + \epsilon_{it}$$

نماد	ضریب	آماره t	ضریب	آماره t	ضریب	آماره t
عملکرد زیست محیطی	۰/۵۵۲	۲/۰۴**				
عملکرد اجتماعی			۰/۳۷۴	۲/۴۷**		
عملکرد حاکمیتی					۰/۲۱۶	۱/۴۸۰
اندازه شرکت	-۰/۶۶۵	-۲/۱۴**	-۰/۶۸۸	-۲/۲۸**	-۰/۵۳۷	-۱/۷۶*
نسبت بدهی	۱/۴۳۰	۰/۷۰۰	۱/۱۴۱	۰/۵۵۰	۲/۱۵۵	۱/۰۷۰
بازده حقوق صاحبان سهام	۶/۷۹۱	۳/۹۱**	۶/۸۳۹	۳/۹۸**	۷/۰۷۹	۴/۱۲**
جریان نقد عملیاتی	۵/۵۶۷	۱/۳۹۰	۵/۳۷۶	۱/۳۵۰	۵/۷۶۶	۱/۴۲۰
ارزش بازاری به دفتری	۰/۲۵۹	۲/۵۴**	۰/۲۶۲	۲/۵۶**	۰/۲۶۰	۲/۵۸**
رشد فروش	۳/۷۹۶	۳/۱۹**	۳/۸۵۷	۳/۲۲**	۳/۸۳۱	۳/۲۲**
نسبت وجه نقد	۱/۴۲۱	۰/۲۱۰	۱/۲۳۸	۰/۱۸۰	۱/۶۷۰	۰/۲۴۰
انحراف استاندارد بازده ماهانه	۲/۳۶۴	۰/۹۳۰	۲/۴۵۸	۰/۹۷۰	۲/۳۹۴	۰/۹۴۰
مقدار ثابت	۶۶/۵۲۹	۱۴/۰۱**	۶۶/۱۹۹	۱۴/۳۵**	۶۳/۶۵۳	۱۳/۴۳**
سال و صنعت	کنترل شد.	کنترل شد.	کنترل شد.	کنترل شد.	کنترل شد.	کنترل شد.
ضریب تعیین	۰/۳۵۷	۰/۳۵۷				۰/۳۵۶
آماره f	۴۸/۱۲۰	۴۸/۱۲۰				۴۷/۷۰۰
سطح معناداری آماره f	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰				۰/۰۰۰

** و * به ترتیب در سطح ۵٪ و ۱۰٪ معنادار است.

۴-۶- آزمون فرضیه دوم در هر یک از ابعاد عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی

در راستای تفسیر آزمون تأثیر عدم تقارن اطلاعاتی در هر بعد مرتبط با عملکرد زیست‌محیطی بر احساسات سرمایه‌گذاران در جدول (۹) مشاهده می‌شود، ضریب متغیر عملکرد زیست‌محیطی ضرب در عدم تقارن اطلاعاتی مثبت و در سطح اطمینان ۹۰ درصد معنادار است. همچنین، در راستای تفسیر تأثیر بعد مرتبط با عملکرد اجتماعی بر احساسات سرمایه‌گذاران مشاهده می‌شود، ضریب متغیر عملکرد اجتماعی ضرب در عدم تقارن اطلاعاتی مثبت و در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار است.

در نهایت در راستای تفسیر تأثیر بعد مرتبط با عملکرد حاکمیت شرکتی بر احساسات سرمایه‌گذاران مشاهده می‌شود، ضریب متغیر عملکرد حاکمیت شرکتی ضرب در عدم تقارن اطلاعاتی مثبت است ولی در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار نیست. بنابراین، می‌توان بیان کرد عدم تقارن اطلاعاتی تأثیر مثبت مسائل زیست‌محیطی و اجتماعی بر احساسات سرمایه‌گذاران را کاهش می‌دهد.

جدول ۹. نتایج فرضیه دوم پژوهش در هر یک از ابعاد عملکرد زیست‌محیطی و اجتماعی و حاکمیتی

$$SENT_{it} = \beta_{0it} + \beta_{1it}E \text{ or } S \text{ or } G_{it} + \beta_{2it}ASYMETRIY_{it} + \beta_{3it}(E \text{ or } S \text{ or } G_{it}) * ASYMETRIY_{it} + INDDUM + YDDUM + \varepsilon_{it}$$

نماد	ضریب	آماره t	ضریب	آماره t	ضریب	آماره t
عدم تقارن اطلاعاتی	۴/۱۰۴	۶/۵۴۰	۴/۰۶۴	۶/۴**	۴/۳۰۸	۷/۰۱**
عملکرد زیست‌محیطی	۰/۴۸۷	۱/۸۶*				
عملکرد زیست‌محیطی × عدم تقارن اطلاعاتی	۰/۵۱۲	-۱/۸*				
عملکرد اجتماعی	۰/۳۴۲	۲/۳۸**				
عملکرد اجتماعی × عدم تقارن اطلاعاتی	-۰/۳۹۳	-۱/۹۸**				
عملکرد حاکمیتی					۰/۱۹۷	۱/۳۶۰
عملکرد حاکمیتی × عدم تقارن اطلاعاتی					۰/۱۵۷	۰/۹۰۰
اندازه شرکت	-۰/۴۵۴	-۱/۴۹۰	-۰/۴۵۸	-۱/۵۲۰	-۰/۳۵۱	-۱/۱۶۰
نسبت بدهی	۰/۲۷۸	۰/۱۴۰	۰/۱۳۲	۰/۰۶۰	۰/۷۲۳	۰/۳۵۰
بازده حقوق صاحبان سهام	۶/۸۴۰	۴/۳۵**	۶/۷۲۶	۴/۳۴**	۷/۱۱۴	۴/۴۸**
جریان نقد عملیاتی	۶/۶۰۳	۱/۶۵۰	۶/۱۲۲	۱/۵۳۰	۶/۸۰۳	۱/۷*
ارزش بازاری به دفتری	۰/۳۴۵	۳/۱۵**	۰/۳۴۱	۳/۰۸**	۰/۳۶۱	۳/۳۶**
رشد فروش	۳/۴۵۶	۲/۹۴**	۳/۵۴۷	۳/۰۲**	۳/۴۹۰	۳/۰۲**
نسبت وجه نقد	۲/۵۸۱	۰/۳۷۰	۳/۰۷۰	۰/۴۳۰	۲/۶۵۴	۰/۳۸۰
انحراف استاندارد بازده ماهانه	۲/۰۰۸	۰/۸۰۰	۲/۶۲۵	۱/۰۳۰	۲/۴۳۸	۰/۹۶۰
مقدار ثابت	۵۱/۵۱۰	۶/۹۸**	۵۱/۰۸۹	۱۰/۲۳**	۴۸/۷۴۷	۹/۵۴**
سال و صنعت	کنترل شد.	کنترل شد.	کنترل شد.	کنترل شد.	کنترل شد.	کنترل شد.
ضریب تعیین	۰/۳۸۷		۰/۳۸۸		۰/۳۸۵	
آماره f	۵۳/۲۳۰		۵۱/۹۳۰		۵۳/۸۹۰	
سطح معناداری آماره f	۰/۰۰۰		۰/۰۰۰		۰/۰۰۰	

** و * به ترتیب در سطح ۵٪ و ۱۰٪ معنادار است.

۴-۷- آزمون حساسیت فرضیه در شرایط وجود احساسات بالا و پایین در بین سرمایه گذاران

فورد و همکاران (۲۰۲۲) بیان می نمایند، سرمایه گذاران در شرایط احساسی بازار به صورت متفاوت از فعالیت های زیست محیطی و اجتماعی و حاکمیتی استفاده می نمایند. در حقیقت، زمانی که شرکت با احساسات کمتری در بازار رو به رو است، مدیریت سعی می نماید از طریق فعالیت های زیست محیطی و اجتماعی علامت هایی به بازار ارائه دهد تا احساسات سرمایه گذاران را نسبت به شرکت بهبود بخشد و با جلب این اعتماد و احساسات، موقعیت شرکت خود را در بازار بهبود بخشد. از طرفی، زمانی که احساسات سرمایه گذاران قوی تر است، انجام زیاد عملکرد زیست محیطی می تواند منجر به هزینه های زیادی برای شرکت شود که سود شرکت را کمتر گزارش نماید. زیرا سرمایه گذاران اغلب احساسی، ممکن است تنها به رقم آخر سود توجه نمایند و عملکرد زیست محیطی و اجتماعی برای آنان دارای اهمیت نباشد. در راستای تأیید صحبت بیان شده، مطالعه حاضر براساس میانگین احساسات سرمایه گذاران، نمونه را به دو گروه احساسات بالا و احساسات پایین تقسیم و سپس برآورد نموده است.

در جدول (۱۰) نشان داده شده است که در زمان کمتر بودن احساسات سرمایه گذار، عملکرد زیست محیطی و اجتماعی و حاکمیتی منجر به بیشتر شدن احساسات سرمایه گذار می شود، اما در زمان بیشتر بودن احساسات سرمایه گذار، عملکرد زیست محیطی و اجتماعی و حاکمیتی بر احساسات سرمایه گذار تأثیری ندارد که این نتایج صحبت بیان شده را تأیید می نماید.

جدول ۱۰. نتایج آزمون حساسیت فرضیه پژوهش در شرایط وجود احساسات بالا و پایین در بین سرمایه گذاران

$$SENT_{it} = \beta_{0it} + \beta_{1it}ESG_{it} + INDDUM + YDDUM + \varepsilon_{jt}$$

احساسات سرمایه گذاران بزرگتر از میانگین		احساسات سرمایه گذاران کوچکتر از میانگین		گروه آزمون فرضیه
ضریب	آماره t	ضریب	آماره t	نماد
-۰/۸۸۰	-۰/۱۶۱	**۲/۰۸	۰/۵۲۴	عملکرد زیست محیطی اجتماعی و حاکمیتی
-۰/۳۲۰	-۰/۰۸۳	*-۰/۱۸۱	-۰/۶۶۳	اندازه شرکت
-۰/۲۶۰	-۰/۴۰۲	۰/۲۲۰	۰/۴۹۸	نسبت بدهی
۰/۵۶۰	۰/۷۳۴	۰/۹۵۰	۱/۸۰۵	بازده حقوق صاحبان سهام
۰/۲۷۰	۰/۷۴۴	**۱/۹۸	۷/۷۶۹	جریان نقد عملیاتی
**۴/۲۸	۰/۲۳۲	۱/۸۱	۰/۱۵۲	ارزش بازاری به دفتری
**۲/۰۴	۱/۶۲۱	-۰/۷۲۰	-۰/۸۸۴	رشد فروش
۱/۲۱۰	۴/۵۳۰	-۰/۲۲۰	-۱/۳۱۸	نسبت وجه نقد
۰/۷۵۰	۰/۸۸۶	-۰/۴۵۰	-۱/۰۴۹	انحراف استاندارد بازده ماهانه
**۱۶/۷۹	۶۳/۶۲۳	**۸/۶۴	۴۸/۹۴۹	مقدار ثابت
	کنترل شد.		کنترل شد.	سال و صنعت
	۰/۳۳۳		۰/۲۴۴	ضریب تعیین
	۲۳/۷۴۰		۱۶/۴۴۰	آماره f
	۰/۰۰۰		۰/۰۰۰	سطح معناداری آماره f

* و ** به ترتیب در سطح ۵٪ و ۱۰٪ معنادار است.

۵- نتیجه گیری و پیشنهادها

طی چند سال گذشته تقاضای فزاینده ای برای سرمایه گذاری پایدار در جهان وجود داشته است و ایران نیز در این زمینه مستثنی نیست. شرکت های منطبق با عملکرد زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیتی در حال افزایش هستند و بازدهی امیدوارکننده ای را به همراه دارند. بنابراین، توجه به مسائل عملکرد زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیتی به طور مداوم در

مبادلات و سرمایه‌گذاری‌ها رشد پیدا کرده است. در حقیقت مسائل عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی منجر به شفافیت اطلاعاتی، وجهه اجتماعی خوب و شهرت شرکت می‌شود که می‌تواند مزایای زیادی را برای شرکت به ارمغان بیاورد. از جمله این مزایا جلب رفتار احساسی سرمایه‌گذاران است که ممکن است باعث بهبود بازدهی و ارزش شرکت و ... شود. اما با بررسی‌های انجام شده مطالعه‌ای در این زمینه در ایران انجام نشده است. بنابراین، مطالعه حاضر با هدف تعیین ارتباط بین شاخص عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی و احساسات سرمایه‌گذاران با وجود عدم تقارن اطلاعاتی تدوین شده است.

طبق نتایج آزمون فرضیه اول پژوهش، افزایش فعالیت در عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی منجر به افزایش احساسات سرمایه‌گذاران می‌شود. بدین ترتیب می‌توان بیان کرد که عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی با ارسال علامت‌های مثبت برای ذینفعان، شفافیت و شهرت شرکت را بهبود می‌بخشد، که می‌تواند سرمایه‌شهرت را برای ایفای نقش بیمه شهرت در زمانی که شرکت متحمل شوک منفی می‌شود، جمع کند. به علاوه، چنین اطلاعاتی، گزارش‌های تحلیلی معتبرتر و دقیق‌تری را برای تحلیل‌گران و تأمین‌کنندگان ارائه می‌دهد که همه این مسائل به افزایش احساسات سرمایه‌گذاران منجر می‌شود. این نتایج با مطالعه **فورد و همکاران (۲۰۲۲)**؛ **داسمانا و همکاران (۲۰۲۳)** و **جو و نا (۲۰۱۲)** همراستا است.

طبق آزمون فرضیه دوم، عدم تقارن اطلاعاتی باعث تضعیف تأثیر عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی شرکت بر احساسات سرمایه‌گذاران می‌شود. پس می‌توان بیان کرد که افزایش عدم تقارن اطلاعاتی با کاهش افشای عمومی اطلاعات قابل اعتماد و به موقع همراه است که باعث می‌شود، استفاده‌کنندگان موقعیت مالی و عملکرد و فعالیت‌های عملیاتی شرکت را به درستی درک نکنند، بنابراین، شرکت‌هایی که عدم تقارن اطلاعات مالی کمتری دارند، افشای اطلاعات بهتری دارند و اطلاعات اضافی ارائه شده توسط عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی می‌تواند تأثیر قوی‌تری در جلب احساسات سرمایه‌گذاران داشته باشد. این نتایج با مطالعه **بهاردواج و کومار (۲۰۲۰)**؛ **هی و همکاران (۲۰۲۳)**؛ **روی و همکاران (۲۰۲۲)** و **دالیوال و همکاران (۲۰۱۱)** همراستا است.

به علاوه در ادامه تأثیر متفاوت هر یک از ابعاد عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی بر احساسات سرمایه‌گذاران بررسی گردید. نتایج نشان داد، مسائل زیست‌محیطی و اجتماعی از مهمترین ابعاد عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی به شمار می‌رود که می‌تواند توجه و احساسات سرمایه‌گذاران را افزایش دهد. به علاوه، عدم تقارن اطلاعاتی تأثیر مثبت مسائل زیست‌محیطی و اجتماعی بر احساسات سرمایه‌گذاران را کاهش می‌دهد. بدین ترتیب با توجه به نتایج باید بیان کرد که حفظ منابع مربوط به نسل آینده و تأثیرات مخربی که شرکت‌ها بر محیط زیست و اجتماع دارند، اولویت اهمیت سرمایه‌گذاران به مسائل پایداری است و عواملی از جمله آلودگی هوا، از بین بردن محیط‌زیست و کمبود آب می‌تواند منجر به اهمیت دادن سرمایه‌گذاران به چنین امری شده باشد.

همچنین در آزمون بعدی نشان داده شد که زمانی که شرکت با احساسات کمتری در بازار رو به رو است، مدیریت سعی می‌نماید از طریق فعالیت‌های زیست‌محیطی و اجتماعی علامت‌هایی به بازار ارائه دهد تا احساسات سرمایه‌گذاران را نسبت به شرکت بهبود بخشد و با جلب این اعتماد و احساسات، موقعیت شرکت خود را در بازار بهبود بخشد، اما زمانی که احساسات سرمایه‌گذاران قوی‌تر است، انجام زیاد عملکرد زیست‌محیطی می‌تواند منجر به هزینه‌های زیادی

برای شرکت شود که سود شرکت را کمتر می کند و از آنجا که سرمایه گذاران اغلب احساسی، ممکن است رقم آخر سود برای آنان در اولویت باشد، شرکت ها فعالیت های زیست محیطی و اجتماعی را نادیده می گیرند.

یافته های به دست آمده دارای پیام های مهمی برای ذینفعان بازار، مدیریت، هیئت مدیره و پژوهشگران است. در راستای نتایج می توان به سازمان بورس و اوراق بهادار تهران پیشنهاد کرد که مطالب آموزشی بیشتری در خصوص سرمایه گذاری در بورس ارائه دهند و افراد را از نحوه بهره برداری اطلاعات مالی و غیر مالی شرکت ها به صورت شفاف آگاه کنند تا رفتار احساسی همچون رفتار گله ای در بورس کمتر اتفاق افتد. همچنین، به سازمان بورس پیشنهاد می شود با پیگیری های لازم و ایجاد قوانین سختگیرانه تر، شفافیت بیشتری در خصوص وضعیت عملکرد زیست محیطی و اجتماعی و حاکمیتی شرکت ها ایجاد نماید و بر میزان صحت و دقت گزارش های ارائه شده آنان افزوده و درخواست نماید که شرکت ها جزئیات بیشتری از اطلاعات پایداری خود در اختیار بازار قرار دهند. همچنین به سرمایه گذاران پیشنهاد می شود در کنار توجه به ریسک های مختلف باید به ریسک جریمه و تخلف زیست محیطی و اجتماعی نیز توجه نمایند و اغلب در حین سرمایه گذاری، اطلاعات پایداری سهم را در تصمیم گیری خود لحاظ کنند و به تقلید رفتار دیگر سهامداران نپردازند چرا که این رفتار بدون منطق ممکن است منجر به از دست دادن دارایی آنان شود. در نهایت، به مدیران و برنامه ریزان شرکت ها نیز پیشنهاد می گردد که در حین گزارشگری مالی، عملکرد زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیتی خود را به وضوح مشخص نمایند تا از این طریق نظر سرمایه گذاران و اعتبار دهندگان را جلب نمایند.

در تفسیر نتایج این پژوهش، بایستی به این محدودیت توجه نمود که ارائه اطلاعات عملکرد زیست محیطی و اجتماعی در ایران دارای قانون خاصی نیست و ممکن است برخی شرکت ها به صورت ندانسته برخی موارد را گزارش نکرده باشند و یا ممکن است در برخی صنایع گزارش مسائل پایداری دارای اهمیت زیادتری باشد و چنین گزارش هایی در این صنایع بیشتر اتفاق افتاده باشد. با این حال چنین مسئله ای نتایج اصلی پژوهش را مخدوش نمی کند.

ملاحظات اخلاقی

پیروی از اصول اخلاق پژوهش

نویسندگان اصول اخلاقی را در انجام و انتشار این پژوهش علمی رعایت و این موضوع مورد تأیید همه آنهاست.

مشارکت نویسندگان

جمع آوری داده ها: مرضیه رضوی؛ تهیه گزارش پژوهش: مرضیه رضوی؛ دکتر امین حاجیان نژاد و دکتر هادی امیری
تحلیل داده ها: مرضیه رضوی؛ دکتر امین حاجیان نژاد و دکتر هادی امیری.

این مقاله برگرفته از پایان نامه **مرضیه رضوی** در رشته حسابداری به راهنمایی **دکتر امین حاجیان نژاد** در دانشگاه اصفهان است.
نویسنده اول: تهیه و آماده سازی نمونه ها، انجام آزمایش و گردآوری داده ها، انجام محاسبات، تجزیه و تحلیل آماری داده ها، تحلیل و تفسیر اطلاعات و نتایج، تهیه پیش نویس مقاله.

نویسنده دوم: استاد راهنمای پایان نامه، طراحی پژوهش، نظارت بر مراحل انجام پژوهش، بررسی و کنترل نتایج، اصلاح، بازبینی و نهایی سازی مقاله.

نویسنده سوم: استاد مشاور پایان نامه، مشارکت در طراحی پژوهش، نظارت بر پژوهش، مطالعه و بازبینی مقاله.

تعارض منافع

بنا بر اظهار نویسندگان این مقاله تعارض منافع ندارد.

حامی مالی

نویسندگان هیچگونه حمایت مالی برای تحقیق، تألیف و انتشار این مقاله دریافت نکرده‌اند.

تقدیر و تشکر

بدینوسیله از معاونت محترم پژوهشی دانشگاه اصفهان به خاطر همکاری در اجرای پژوهش حاضر تقدیر به عمل می‌آید.

منابع

- جهانشاد، آرزیتا و ملکیان، حمزه (۱۳۹۴). نقش اعتماد بر واکنش سرمایه‌گذاران نسبت به اعلان سود با تأکید بر الزامات نهادهای رسمی و عدم تقارن اطلاعاتی. *تحقیقات حسابداری و حسابرسی*، ۷(۲۶)، ۱۰۷-۹۲. DOI: 10.22034/IAAR.2015.103909
- خلیفه سلطانی، سید احمد و علیشاهی بجستانی، مهدیه (۱۴۰۱). رابطه بین افشای پایداری شرکت و ریسک. *مطالعات حسابداری و حسابرسی*، ۱۱(۴۲)، ۲۰-۵. DOI: 10.22034/IAAS.2022.156493
- زارع بهنمیری، محمدجواد؛ نظری شمس‌آبادی، احمد و بیکی، نیلوفر (۱۴۰۱). مسئولیت‌پذیری اجتماعی و احساسات سرمایه‌گذاران با رویکرد معادلات همزمان. *حسابداری و منافع اجتماعی*، ۱۲(۱)، ۸۰-۶۱. DOI: 10.22051/JAASCI.2022.38935.1660
- شمس‌الدینی، کاظم؛ دانشی، وحید و سیدی، فاطمه (۱۳۹۷). بررسی تأثیر رفتار سرمایه‌گذاران و مدیریت بر بازدهی سهام. *مجله دانش حسابداری*، ۹(۲)، ۱۶۳-۱۸۹. https://jak.uk.ac.ir/article_2048.html
- ضیا، فرناز؛ وکیلی فرد، حمیدرضا و صراف، فاطمه (۱۳۹۹). تأثیر گزارشگری پایداری بر کاهش عدم تقارن اطلاعاتی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *حسابداری مدیریت*، ۱۳(۴۶)، ۱۳۵-۱۲۱. <https://sanad.iau.ir/Journal/jma/Article/816752>
- عامری، حسین؛ کامیابی، یحیی و ملکیان کلبستی، اسفندیار (۱۴۰۰). بررسی تأثیر افشای داوطلبانه اطلاعات بر رابطه بین سیاست‌های مالیاتی متهورانه و عدم تقارن اطلاعاتی. *مجله دانش حسابداری*، ۱۲(۲)، ۶۵-۴۹. DOI: 10.22103/JAK.2021.16602.3344
- فخاری، حسین؛ ملکیان، اسفندیار و جفایی رهنی، منیر (۱۳۹۶). تبیین و رتبه‌بندی مؤلفه‌ها و شاخص‌های گزارشگری زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری شرکتی به روش تحلیل سلسله‌مراتبی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار. *حسابداری ارزشی و رفتاری*، ۲۱(۳)، ۱۸۷-۱۵۳. DOI: 10.29252/aapc.2.4.153
- مهرآذین، علیرضا؛ مسیح‌آبادی، ابوالقاسم و میرشکاری، ستاره (۱۳۹۱). تأخیر اعلان سود و مدیریت سود. *مجله مطالعات تجربی حسابداری مالی*، ۲۸، ۱۳۴-۱۰۷. DOI: 20.1001.1.28210166.1388.7.28.5.7

References

- Albuquerque, R., Koskinen, Y., & Zhang, C. (2019). Corporate social responsibility and firm risk, theory and empirical evidence. *Management Science*, 65(10), 4451-4469. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2018.3043>.
- Ameri, H., Kamyabi, Y., & Malekian kallebasti, E. (2021). Investigating the impact of information voluntary disclosure on the relationship between tax aggressiveness and information symmetry. *Journal of Accounting Knowledge*, 12 (2), 49-65. DOI: 10.22103/JAK.2021.16602.3344 [In Persian].
- Bae, K.H., Ghoual, S.E., Guedhami, O., Kwok, C.C.Y., Zheng, Y. (2019). Does corporate social responsibility reduce the costs of high leverage? Evidence from capital structure and product market interactions. *Journal of Banking and Finance*, 100, 135-150. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2018.11.007>.
- Baker, M., & Wurgler, J. (2003). Investor sentiment and the cross-section of stock returns. *The Journal of Finance*, 61(4), 1645-1680. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.464843>.
- Bhardwaj, P., & Kumar, A. (2020). Determinants of firm-level investment in India: does size matter? *Macroeconomics and Finance in Emerging Market Economies*, 13(2), 140-160. <https://doi.org/10.1080/17520843.2019.1667848>.
- Chen, M.-P., Chen, P.F., & Lee, C.C. (2013). Asymmetric effects of investor sentiment on industry stock returns: panel data evidence. *Emerging Markets Review*, 14, 35-54. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2012.11.001>.
- Chen, Z., & Xie, G. (2022). ESG disclosure and financial performance: Moderating role of ESG investors. *International Review of Financial Analysis*, 83, 102291. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2022.102291>.

- Concetto, C.L., & Ravazzolo, F. (2019). Optimism in financial markets: Stock market returns and investor sentiments. *Journal of Risk and Financial Management*, 12(2), 1-14. <https://doi.org/10.3390/jrfm12020085>.
- Cook, K.A., Romi, A., Sanchez, D., & Sanchez, J.M. (2022). The influence of corporate social responsibility on investment efficiency and innovation. *Journal of Business Finance & Accounting*, 46, 494-537. <https://ideas.repec.org/a/bla/jbfnac/v46y2019i3-4p494-537.html>.
- Cortes, F. (2021). Firm opacity and the opportunity cost of cash. *Journal of Corporate Finance*, 68(7), 101923. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2021.101923>.
- Dhaliwal, D.S., Li, O.Z., Tsang, A., & Yang, Y.G. (2011). Voluntary nonfinancial disclosure and the cost of equity capital, the initiation of corporate social responsibility reporting. *The Accounting Review*, 86(1), 59-100. <https://www.jstor.org/stable/29780225>.
- Dhasmana, S., Ghosh, S., & Kanjilal, K. (2023). Does investor sentiment influence ESG stock performance? Evidence from India. *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 37, 100789. <https://ideas.repec.org/a/eee/beexfi/v37y2023ics2214635023000035.html>.
- Fakhari, H., Malekian, E., & Jafaei Rahni, M. (2018). Explaining and ranking the components and indicators of environmental, social and corporate management reporting by hierarchical analysis method in companies admitted to the stock exchange. *Journal of Value and Behavioral Accounting*, 2(4), 153-187. DOI: 10.29252/aapc.2.4.153 [In Persian].
- Flammer, C. (2018). Competing for government procurement contracts, the role of corporate social responsibility. *Strategic Management Journal*, 39 (5), 1299-1324. <https://doi.org/10.1002/smj.2767>.
- Ford, J.M., Gehricke, S.A., & Zhang, J.E. (2022). Option traders are concerned about climate risks: ESG ratings and short-term sentiment. *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 35, 100687. <https://doi.org/10.1016/j.jbef.2022.100687>.
- Freeman, R.E. (1984). *Strategic management, a stakeholder approach*. Pitman, Boston. DOI: 10.2139/ssrn.263511.
- Fu, M., Yu, D., & Zhou, D. (2023). Secret recipe of IPO survival: ESG disclosure and performance. *Financial Markets, Institutions & Instruments*, 32(1), 3-19. <https://doi.org/10.1111/fmii.12169>.
- Goodhart, C. (2011). *The Basel committee on banking supervision: A history of the early years 1974-1997*. Cambridge university press. <https://doi.org/10.1017/CBO9780511996238>.
- Gu, J. (2024). Investor attention and ESG performance: Lessons from China's manufacturing industry. *Journal of Environmental Management*, 355, 120483. DOI: 10.1016/j.jenvman.2024.120483.
- Han, X., & Li, Y. (2017). Can investor sentiment be a momentum time-series predictor? Evidence from China. *Journal of Empirical Finance*, 42, 212-239. <https://ideas.repec.org/a/eee/empfin/v42y2017icp212-239.html>.
- He, F., Feng, Y., & Hao, J. (2023). Corporate ESG rating and stock market liquidity: Evidence from China. *Economic Modelling*, 129, 106511. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2023.106511>.
- He, F., Liu, G., Hao, J., & Li, Y. (2023). CSR performance and firm idiosyncratic risk in a data-rich environment: The role of retail investor attention. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 89, 101877. <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2023.101877>.
- Hoepner, A., Oikonomou, I., Scholtens, B., & Schröder, M. (2016). The effects of corporate and country sustainability characteristics on the cost of debt: An international investigation. *Journal of Business Finance & Accounting*, 43(1-2), 158-190. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2538419>.
- Hoshi, T., Kashyap, A., & Scharfstein, D. (2004). Corporate structure, liquidity and investment: evidence from Japanese panel data. *The Quarterly Journal of Economics*, 106(1), 33-60. <https://www.jstor.org/stable/2937905>.
- Jahanshad, A., & Malakian, H. (2015). The role of trust on the reaction of investors against announcement of profit by emphasizing on the requirements of official institutions and information asymmetry. *Journal of Accounting and Auditing Research*, 7(26), 92-107. DOI: 10.22034/IAAR.2015.103909 [In Persian].
- Jo, H., & Na, H. (2012). Does CSR reduce firm risk? Evidence from controversial industry sectors. *Journal of Business Ethics*, 110, 441-456. <https://link.springer.com/article/10.1007/s10551-012-1492-2>.
- Kang, W.J., Li, N., & Zhang, H.P. (2019). Information uncertainty and the pricing of liquidity. *Journal of Empirical Finance*, 54, 77-96. <https://doi.org/10.1016/j.jempfin.2019.08.005>.
- Khalifeh Soltani, S.A., & Alishahi Bajestani, M. (2022). Relationship between corporate sustainability disclosure and risk. *Journal of Accounting and Auditing Studies*, 11 (42), 5-20. DOI: 10.22034/IAAS.2022.156493 [In Persian].

- Kim, T., & Ha, A. (2010). Investor Sentiment and Market Anomalies. *23rd Australasian Finance and Banking Conference Paper*. <https://ssrn.com/abstract=1663649>.
- Lin, K.J., Tan, J., Zhao, L., & Karim, K. (2015). In the name of charity, political connections and strategic corporate social responsibility in a transition economy. *Journal of Corporate Finance*, 32, 327–346. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2014.10.007>.
- Lins, K.V., Servaes, H., & Tamayo, A. (2017). Social capital, trust, and firm performance: The value of corporate social responsibility during the financial crisis. *The Journal of Finance*, 72(4), 1785–1824. <https://doi.org/10.1111/jofi.12505>.
- Lys, T., Naughton, J.P., & Wang, C. (2015). Signaling through corporate accountability reporting. *Journal of Accounting and Economics*, 60(1), 56–72. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2015.03.001>.
- Mehrazin, A.R., Masihabadi, A., & Mirshekari, S. (2012). Profit announcement delay and profit management. *Journal of Empirical Studies in Financial Accounting*, 28, 107–134. DOI: 20.1001.1.28210166.1388.7.28.5.7 [In Persian].
- Oikonomou, I., Brooks, C., & Pavelin, S. (2012). The impact of corporate social performance on financial risk and utility: A longitudinal analysis. *Financial Management*, 41(2), 483–515. <https://doi.org/10.1111/j.1755-053X.2012.01190.x>.
- Petersen, M.A. (2009). Estimating standard errors in finance panel data sets: Comparing approaches. *The Review of Financial Studies*, 22(1), 435–480. DOI: 10.1093/rfs/hhn053.
- Roy, P.P., Rao, S., & Zhu, M. (2022). Mandatory CSR expenditure and stock market liquidity. *Journal of Corporate Finance*, 72, 102158. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2022.102158>.
- Shamsadini, K., Daneshi, V., & Seyedi, F. (2018). Investigating the effect of in investors' behavior and management on stock returns. *Journal of Accounting Knowledge*, 9(2), 196–189. https://jak.uk.ac.ir/article_2048.html [In Persian].
- Tamimi, N., & Sebastianelli, R. (2017). Transparency among S&P 500 companies: An analysis of ESG disclosure scores. *Management Decision*, 55(8), 1660–1680. <https://www.econbiz.de/Record/transparency-among-s-p-500-companies-an-analysis-of-esg-disclosure-scores-tamimi-nabil/10011759260>.
- Venkatesh, P. C., & Chiang, R. (1986). Information asymmetry and the dealer's bid-ask spread: A case study of earnings and dividend announcements. *The Journal of Finance*, 41(5), 1089–1102. [RePec].
- Wang, J., Wang, S., Dong, M., & Wang, H. (2024). ESG rating disagreement and stock returns: Evidence from China. *International Review of Financial Analysis*, 91, 103043. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2023.103043>.
- Wang, W., Su, C., & Duxbury, D. (2022). The conditional impact of investor sentiment in global stock markets: A two-channel examination. *Journal of Banking & Finance*, 138(1), 106458. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2022.106458>.
- Wang, Y., Liu, X., & Wan, D. (2023). Stock market openness and ESG performance: evidence from Shanghai-Hong Kong connect program. *Economic Analysis and Policy*, 78, 1306–1319. <https://doi.org/10.1016/j.eap.2023.05.005>.
- Xu, N., Li, X., Yuan, Q., & Chan, K.C. (2013). Excess perks and stock price crash risk: Evidence from china. *Journal of Corporate Finance*, 25, 419–434. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2014.01.006>.
- Yi, E. (2023). Corporate governance, information disclosure and investment-Cash flow sensitivity. *Finance Research Letters*, 55, 103942. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2023.103942>.
- Zare Bahnamiri, M.J., Nazari, A., & Beiky, N. (2022). Corporate social performance and investor sentiment: a simultaneous equation system approach. *Journal of Accounting and Social Benefits*, 12(1), 61–80. DOI: 10.22051/JAASCI.2022.38935.1660 [In Persian].
- Zia, F., Vakilifard, H.R., & Saraf, F. (2020). The impact of sustainability reporting on reducing information asymmetry of companies listed on the Tehran Stock Exchange. *Journal of Management Accounting*, 13(46), 121–135. <https://sanad.iau.ir/Journal/jma/Article/816752> [In Persian].