

Disclosure of Environmental, Social and Governance Information and Stock Liquidity

Parisa Shafiei¹, Seyed Reza Miraskari^{2✉} and Yasser Rezaei pitenoei³

1. Department of Accounting, Faculty of Management and Economics, University of Guilan, Rasht, Iran.

Email: shafieiparisa06@gmail.com

2. **Corresponding Author**, Department of Economics, Faculty of Management and Economics, University of Guilan, Rasht, Iran. Email: r.miraskari@gmail.com

3. Department of Accounting, Faculty of Management and Economics, University of Guilan, Rasht, Iran.

Email: rezaei.yasser@gmail.com

Article Info

Article Type:

Research Article.

Article History:

Received: 26 April 2025

Received in revised form: 9 August 2025

Accepted: 8 September 2025

Available online:

Keywords:

Environmental, Social, and Governance (ESG) Disclosure,
Information Asymmetry,
Stock Liquidity.

JEL Classification:

Q56, D82, G33.

A B S T R A C T

Objective: In recent years, the importance of environmental, social and governance (ESG) information disclosure in decision-making processes has increased. These disclosures are recognized as a key component in evaluating company performance and affecting stock liquidity in financial markets. Accordingly, the aim of this study is to investigate the relationship between environmental, social and governance (ESG) disclosure and stock liquidity in companies active in the Tehran Stock Exchange.

Method: In order to investigate this issue, this study examined a sample of 125 companies active in the Tehran Stock Exchange during the years 2018 to 2022. The method of this study is applied in terms of its purpose and in terms of its inference method and research design, it is a descriptive-analytical research, of correlational and post-event type. In this study, a multivariate regression model based on mixed data was used to test the hypothesis.

Results: The results of the research hypothesis show that disclosure of environmental, social and governance information has a positive and significant effect on stock liquidity; that is, with increasing disclosure of environmental, social and governance information, stock liquidity also increases.

Conclusion: Regarding the acceptance of the hypothesis of this research, it can be concluded that with increasing disclosure of environmental, social and governance information, investors gain trust, the information environment improves, information asymmetry decreases, financial performance improves, and ultimately stock liquidity increases.

Cite this article: Shafiei, P., Miraskari, S.R., & Rezaei Pitenoei, Y. (2025). Disclosure of environmental, social and governance information and stock liquidity. *Journal of Accounting Knowledge*, *(*) , *-* [In Persian].

DOI: <https://doi.org/10.22103/jak.2025.24844.4152>



Publisher: Shahid Bahonar University of Kerman.
©The Author(s)

Introduction

One of the key indicators for evaluating the condition of the capital market is the liquidity of listed securities. High liquidity reflects the stock exchange's efficiency in ensuring information transparency and aligning security prices with their intrinsic values. Liquid stocks carry lower holding risks since they can be rapidly converted into cash. As a result, risk-averse investors typically prefer high-liquidity stocks, enabling quick sales with minimal price fluctuations when needed. Forecasting stock liquidity based on past liquidity patterns is particularly useful for investors, analysts, and policymakers seeking to better understand market behavior and refine investment strategies. In this regard, recent financial studies have highlighted the growing role of non-financial information—particularly Environmental, Social, and Governance (ESG) disclosures—in influencing market dynamics. Transparent ESG reporting can reduce both systematic risks and financing costs. It can also mitigate firm-specific risks and improve investor trust, thereby enhancing a firm's reputation and positively impacting stock liquidity. As ESG considerations gain prominence in investment decision-making, companies with strong ESG transparency are more likely to attract investors. This research investigates the relationship between ESG disclosures and stock liquidity in the Tehran Stock Exchange. Iran presents a unique case as a developing economy where ESG frameworks are still emerging, and regulatory structures are relatively weak. This provides an opportunity to explore how ESG transparency might influence liquidity in less mature markets. The study is expected to make three main contributions: (1) expanding the theoretical literature on ESG disclosures within developing countries, especially in Iran's capital market context; (2) emphasizing ESG transparency as a critical factor for informed investment decisions by stakeholders; and (3) showing how ESG disclosure can reduce information asymmetry and improve market efficiency. Furthermore, the findings could provide practical insights for regulators and listed firms to enhance ESG practices, ultimately promoting a more transparent, efficient, and liquid market environment.

Method

This research is applied in nature and follows a descriptive-correlational approach, aiming to address the proposed research hypotheses through empirical investigation. The applied nature of the study highlights its practical orientation in solving real-world problems related to stock market behavior and ESG disclosure, while the descriptive-correlational design allows for the identification and analysis of potential relationships between variables without manipulating the research environment. The statistical population of this study includes all companies listed on the Tehran Stock Exchange (TSE) during the period from 2018 to 2022. To ensure the reliability and relevance of the data, a screening method was used to select companies that had continuous trading activity, complete financial reports, and available ESG-related disclosures during the target period. After applying these criteria, financial and non-financial data for 125 companies were collected, resulting in a panel dataset containing 625 firm-year observations. To test the research hypotheses, the study employed a multivariate regression analysis method using panel data techniques, which are suitable for capturing both cross-sectional and time-series variations in the data. Panel data models enable the control of unobservable heterogeneity across firms and allow for more accurate and robust estimations. Depending on the results of statistical tests such as the F test and Hausman test appropriate models (fixed effects or random effects) were selected. Data processing and analysis were carried out using EViews and Stata software packages, which are widely used in econometric and financial research for their powerful modeling capabilities and flexibility in handling large datasets. These tools facilitated comprehensive data analysis, hypothesis testing, and result interpretation in alignment with the research objectives.

Results

The findings of this study highlight the significant role of environmental, social, and governance (ESG) disclosures in influencing stock liquidity. The analysis shows that the average ESG disclosure score among the sampled companies is relatively high, reflecting growing awareness and commitment to transparency, social responsibility, and sound corporate governance. This trend indicates that firms increasingly recognize the value of providing clear and reliable ESG-related information to investors and stakeholders. A key outcome of this research is the identification of a positive and statistically significant relationship between ESG disclosures and stock liquidity. Companies that actively disclose ESG information generally experience better liquidity in financial markets. Such disclosures reduce information asymmetry, enhance investor confidence, and signal commitment to sustainable and responsible practices. As a result, shares of companies with higher ESG disclosure tend to be traded more frequently and easily, indicating improved marketability. The study also explored financial leverage, showing that many companies finance a substantial portion of their assets through debt. Although such reliance could expose firms to financial risk, the results revealed that financial leverage did not have a significant direct effect on stock liquidity. This suggests that other factors, especially the transparency and quality of disclosures, may be more influential in determining liquidity. Regarding control variables, company size and age were found to have a significant positive effect on stock liquidity. Larger and older firms often benefit from greater investor trust and visibility, leading to more active trading and improved liquidity. These traits likely attract a broader investor base and lower the perceived risks of trading their shares. On the other hand, financial indicators such as return on equity (ROE) and financial leverage showed no meaningful impact on stock liquidity. This finding implies that traditional performance metrics alone may not fully explain liquidity patterns in the market. Instead, non-financial disclosures like ESG information appear increasingly important in investor decision-making. In summary, the results emphasize the critical role of ESG disclosures in enhancing stock liquidity. By offering transparent and relevant information on ESG factors, companies can boost investor trust, minimize market frictions, and contribute to more efficient capital markets. These insights underline the growing influence of sustainability and corporate responsibility in shaping financial market behavior and outcomes.

Conclusions

The findings of this study demonstrate that environmental, social, and governance (ESG) disclosures have a positive and significant effect on stock liquidity. Companies that embrace transparency and commit to ESG principles not only gain investor trust but also contribute to broader societal goals. This shows that ESG is now a core element of corporate strategy, influencing market behavior and investor confidence. Expanding and improving ESG disclosures can promote sustainable development and help build stronger financial markets. Greater transparency and responsibility lead to more resilient markets that allocate capital more effectively and support long-term growth. Company executives and boards should acknowledge the importance of enhancing ESG information. High-quality disclosures improve transparency and attract more investors, which can enhance stock liquidity and trading efficiency. Regulatory bodies, including stock exchanges, are encouraged to revise their policies and consider mandating ESG reporting, ensuring more consistent and reliable information for market participants. Auditors also play a vital role by evaluating the accuracy of ESG disclosures alongside financial data. Their attention to ESG quality helps ensure that non-financial information serves as a credible signal for investors assessing stock liquidity and risk. Investors themselves should treat ESG disclosures as a key part of investment analysis. Focusing on the reliability and scope of ESG reporting helps identify firms that are not only financially stable but also committed to sustainable practices, improving investment quality

4/ Disclosure of environmental, social and governance information and stock liquidity

and portfolio liquidity. Overall, by improving ESG transparency across all market participants, stock liquidity can be enhanced, and financial markets can evolve toward a more sustainable, resilient, and accountable structure that benefits companies, investors, and society.

Author Contributions

All authors contributed equally to the conceptualization of the article and writing of the original and subsequent drafts.

Data Availability Statement

Data available on request from the authors.

Acknowledgements

We would like to sincerely thank everyone who helped improve the quality of the article by reading and providing their suggestions.

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.

افشای اطلاعات زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیتی و نقد شوندگی سهام

پر پسا شفیع،^۱ سید رضا میر عسکری جیلدانی،^۲ و یاسر رضائی، بیتہ نوئی،^۳

۱. گروه حسابداری، دانشکده مدیریت و اقتصاد، دانشگاه گیلان، رشت، ایران. **ایمانامه:** shafieiparisa06@gmail.com

۲. نویسنده مسئول، گروه اقتصاد، دانشکده مدیریت و اقتصاد، دانشگاه گیلان، رشت، ایران. r.miraskari@gmail.com؛ **ایاتنامه:**

۳. گروه حسابداری، دانشکده مدیریت و اقتصاد، دانشگاه گیلان، رشت، ایران. rezaei.yasser@gmail.com؛ **ایماننامه:**

چکیدہ

اطلاعات مقاله

نوع مقاله: مقاله پژوهشی.

تاریخها:

تاریخ دریافت: ۱۴۰۴/۲/۶

تاریخ یازنگری: ۱۴۰۴/۵/۱۸

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۴/۶/۱۷

تاریخ انتشار برخط:

هدف: در سال‌های اخیر، اهمیت افزایش اطلاعات زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی در فرآیندهای تصمیم‌گیری افزایش یافته است. این افشاگرها به عنوان مؤلفه‌ای کلیدی در ارزیابی عملکرد شرکت‌ها و تأثیرگذار بر نقدشوندگی سهام، در بازارهای مالی شناخته می‌شوند. بر این اساس هدف این پژوهش بررسی رابطه‌ی بین افزایش زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی (ای‌اس‌جی) و نقدشوندگی سهام در شرکت‌های فعال در بورس اوراق بهادار تهران است.

روش: فرضیه این پژوهش با نمونه‌ای مشتمل بر ۱۲۵ شرکت فعال در بازار بورس اوراق بهادار تهران، طی سال‌های ۱۳۹۷ الی ۱۴۰۱ و با استفاده از مدل رگرسیون چندمتغیره مبتنی بر داده‌های ترکیبی آزمون شده است. همچنین این پژوهش از جهت هدف، کاربردی و از جهت روش استنتاج و طرح پژوهش در زمره پژوهش‌های توصیفی تحلیلی، از نوع همبستگی و پیروریدادی است.

یافته‌ها: نتایج حاصل از فرضیه‌ی پژوهش نشان می‌دهد که افشای اطلاعات زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی تأثیر مثبت و معناداری بر نقدشوندگی سهام دارد؛ یعنی با افزایش افشای اطلاعات زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی، نقدشوندگی سهام افزایش می‌یابد. در نهایت در آزمون حساسیت نشان داده شد که در سال‌های اخیر، با توجه به ارتباط میان افشای مسائل زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی و نتایج مالی، توجه به ارزیابی این نوع افشای اطلاعات در شرکت‌ها به طور چشمگیری افزایش یافته است.

واژه‌های کلیدی:

افشای زیست‌محیطی، اجتماعی و
حاکمیتی (ای‌اس‌جی)،
عدم تقارن اطلاعاتی،
نقدشوندگی، سهام.

نتیجه‌گیری: در خصوص پذیرش فرضیه پژوهش می‌توان این چنین استدلال کرد افزایش اطلاعات زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی سبب افزایش اعتماد سرمایه‌گذاران گشته که در پی آن عدم تقارن اطلاعاتی کاهش و محیط اطلاعاتی شرکت بهبود می‌یابد؛ در نهایت این امر موجب افزایش نقدشوندگی سهام شرکت می‌شود. نتایج پژوهش می‌تواند موجب بسط مبنای نظری پژوهش‌های گذشته در خصوص افشای اطلاعات زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی در کشورهای در حال توسعه، نظیر بازار سرمایه ایران گشته و کارایی عملیات بازار و عملکرد سهام را بهبود بخشد.

طبقه بندی JEL:

Q56, D82, G33.

استاد: شفيعي، پريسا؛ مير عسکري جيلداني، سيد رضا و رضائي پيٽه نوئي، ياسر (۱۴۰۴). افشاي اطلاعات زيست محيطي، اجتماعي و حاکميتي و نقد شوندگي سهام.

مجله دانش حسابداری، (*)، *، *، <https://doi.org/10.22103/jak.2025.24844.4152>.



ناشر: دانشگاه شهید باهنر کرمان.

© میرعسکری جیلدانی و همکاران.

۱- مقدمه

علاقه افراد به بازار سهام طی چند دهه اخیر، رشد تصاعدی را تجربه کرده است (بادولیا^۱، ۲۰۱۶). از این رو جای تعجب نیست که دارایی‌هایی به ارزش میلیاردها دلار روزانه در بورس اوراق بهادار معامله می‌شود (حسین‌زاده و هراتی‌زاده^۲، ۲۰۱۹). بازار سهام به دلیل تأثیر مستقیمی که بر روی سرمایه‌گذاری دارد، نقش حیاتی و مهمی در مدیریت اقتصاد ایفا می‌کند. وظیفه اصلی این بازار، هدایت پس‌اندازهای جامعه به سمت بخش تولیدی و مولد آن است (اوگوندنیولا و موتیلوا^۳، ۲۰۱۵). نقدشوندگی، یک شاخص مهم کیفیت بازار سهام است (آتاونا و همکاران^۴، ۲۰۱۸). نقدشوندگی بازار سهام برای ثبات مالی و رشد اقتصادی، بویژه در زمان رویدادهای شدید، ضروری است. نکته‌ی مهم این است که نقدشوندگی بیشتر، منجر به کاهش هزینه‌ی سرمایه می‌شود (باتلر و همکاران^۵، ۲۰۰۵).

نقدشوندگی به‌خصوص پس از وقوع بحران جهانی و سقوط بازارهای مالی اهمیت ویژه‌ای یافته است و برای بازار سرمایه ایران نیز مهم است. پدیده صف‌های خرید و فروش بیانگر وجود مشکلات نقدشوندگی در بازار ایران است. با افزایش نقدشوندگی هزینه معاملات به شکل چشمگیری پایین خواهد آمد (آگاروال^۶، ۲۰۰۷). نقدشوندگی همچنین نقش مهمی را در فرآیند کشف قیمت بازی می‌کند (آمیهود و مندلسون^۷، ۲۰۰۸). یکی از مهم‌ترین شاخص‌ها در بررسی وضعیت بازار سرمایه، قابلیت نقدشوندگی اوراق بهادار موجود در آن است. بالا بودن میزان نقدشوندگی در یک بورس نشان‌دهنده موفقیت آن در شفاف‌سازی اطلاعات و نزدیکی قیمت اوراق بهادار به ارزش ذاتی آنها است. سهام دارای قابلیت نقدشوندگی بالا، ریسک نگهداری کمتری دارد، زیرا سرعت تبدیل به نقد آن بالاست. بنابراین سرمایه‌گذاران به دلیل داشتن ماهیت ریسک‌گریزی سعی در انتخاب سهامی دارند که قابلیت نقدشوندگی بالایی داشته باشد تا در مواقع لزوم، فروش سهم را با سرعت بالا و در زمان کم و با کمترین تغییر قیمت انجام دهند. پیش‌بینی میزان نقدشوندگی یک سهم با استفاده از اطلاعات مربوط به میزان نقدشوندگی ماه‌های قبل آن بسیار مفید خواهد بود (دعائی و همکاران، ۱۳۹۷).

برخی از پژوهشگران آن دسته از صورت‌های مالی را باکیفیت می‌دانند که سه ویژگی شفافیت، افشای جامع و قابلیت مقایسه را دارا باشند (حسن و همکاران^۸، ۲۰۰۸). صرف‌نظر از کیفیت افشا به‌عنوان معیاری برای ارزیابی دقت و صحت اطلاعات افشا شده، صورت‌های مالی منتشرشده به‌عنوان نوعی رویکرد از سوی مدیرعامل و شرکت در تعامل با سهامداران، سرمایه‌گذاران و تحلیلگران محسوب می‌شوند که حامل پیام‌هایی به بازار است. این پیام‌ها می‌توانند در تقویت سطح اعتماد سهامداران و سرمایه‌گذاران به شرکت، مؤثر واقع شوند. درواقع، این پیام‌هایی که به بازار منتقل می‌شوند به‌عنوان عاملی برای ایجاد پیش‌بینی‌های آینده درباره روش‌ها و عملکردهای شرکت عمل می‌کنند (ژانگ و دینگ^۹، ۲۰۰۶). بر اساس نظریه‌های نمایندگی، ذی‌نفعان، مشروعیت و علامت‌دهی، انگیزه‌های اصلی افشای اطلاعات شامل موارد زیر است: افزایش شفافیت اطلاعات، کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه‌های جانبی، کاهش تضاد منافع میان مالکان و مدیران، کاهش هزینه‌های مربوط به انتشار سهام و تأمین مالی از طریق بدهی، کاهش خطاهای احتمالی در قیمت‌گذاری اوراق بهادار، افزایش ارزش شرکت و همچنین به‌عنوان ابزاری مؤثر برای اجرای استراتژی‌های سازمانی (وایت و همکاران^{۱۰}، ۲۰۰۷ و اولیویرا و همکاران^{۱۱}، ۲۰۰۶). شواهد تجربی گویای این است که

¹ Badolia² Hoseinzade & Haratizadeh³ Ogunrinola & Motilewa⁴ Atawnah⁵ Butler⁶ Agarwal⁷ Amihud & Mendelson⁸ Hassan⁹ Zhang & Ding¹⁰ White¹¹ Oliveira

اجرای سیاست‌های افشای جامع می‌تواند به کاهش عدم تقارن اطلاعاتی میان مدیران و سرمایه‌گذاران خارجی کمک کند (فرانسیس و همکاران^۱، ۲۰۰۵). علاوه بر این، نتایج پژوهش ولکر^۲ (۱۹۹۵) نشان می‌دهد با افزایش سطح افشای اطلاعات در شرکت‌ها، عدم تقارن اطلاعاتی کاهش و بدین ترتیب، نقدشوندگی سهام نیز بهبود پیدا می‌کند. به گفته منگ‌تائو و همکاران^۳ (۲۰۲۳)، افشای اطلاعات مرتبط با عوامل زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی به ارائه اطلاعات اضافی برای سرمایه‌گذاران فعلی و بالقوه کمک می‌کند و این مسئله می‌تواند منجر به کاهش خطرات سیستماتیک و هزینه‌های تأمین مالی گردد. همچنین، این نوع افشاگری می‌تواند به کاهش ریسک شرکت از هر دو جنبه سیستماتیک و غیرسیستماتیک کمک و به این ترتیب، نقدشوندگی سهام را افزایش دهد. بنابراین، شرکت‌ها تشویق می‌شوند تا اطلاعات یا داده‌های زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی خود را با توجه به ویژگی‌های صنعت و نوع مالکیت خود، به منظور بهبود عملکرد سهام، افشا کنند. همچنین افزایش شفافیت و محیط کسب و کار پایدار و ضد رانت زمینه افزایش سرمایه‌گذاری و اشتغال را فراهم می‌کند (میرعسکری جیلدانی و رضائی پیتونه‌ئی، ۲۰۲۴).

بر اساس بررسی‌های صورت گرفته در سال‌های اخیر، مفهوم افشای زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی توجه قابل توجهی را در بازار سرمایه نوظهور ایران به خود جلب کرده است. با این حال، تأثیر بالقوه آن بر نقدشوندگی سهام از قبل مشخص نیست. لذا، پرسش اصلی این پژوهش پاسخ دادن به این موضوع است که آیا بین افشای اطلاعات زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی و نقدشوندگی سهام رابطه‌ای معنادار وجود دارد یا خیر؟ این پژوهش در زمره نخستین مطالعات داخلی است که به بررسی این موضوع پرداخته است و بنابراین، می‌تواند با تکمیل پژوهش‌های اندک داخلی انجام شده به توسعه ادبیات گزارشگری اطلاعات زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی در کشورهای در حال توسعه از جمله ایران، کمک شایانی نماید. انتظار می‌رود این پژوهش از چندین طریق به ادبیات مربوط به افشای اطلاعات زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی و عملکرد شرکت کمک کند و نتایج آن بتواند دستاوردها و ارزش افزوده علمی به شرح زیر داشته باشد:

اول اینکه پژوهش حاضر تأثیر واقعی افشای اطلاعات زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی بر قیمت سهام را روشن می‌کند، موضوعی که اخیراً مورد توجه اقتصاددانان است. تحقیقات قبلی نشان می‌دهد عملکرد بالای مسئولیت اجتماعی شرکت یا مشارکت زیست‌محیطی، در عین حال که می‌تواند مزایایی برای عملکرد سهام شرکت‌ها داشته باشد (گیلان و همکاران^۴، ۲۰۲۱ و لو^۵، ۲۰۲۲) اما ممکن است باعث ایجاد مشکلات نمایندگی شود و به طور بالقوه به عملکرد آسیب برساند (دیمسون و همکاران^۶، ۲۰۲۰ و ماسولیس و رضا^۷، ۲۰۱۵). علاوه بر این، تحقیقات کمی بر چگونگی تأثیر افشای اطلاعات زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی بر عملکرد سهام در بازار سرمایه نوظهور ایران، متمرکز شده است. با تکمیل رشته‌های قبلی ادبیات، پژوهش حاضر اولین شواهدی را ارائه می‌دهد که در مقایسه با گزارش دهی سنتی، افشای اطلاعات زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی، عدم تقارن اطلاعات و هزینه‌های نمایندگی را کاهش داده و افشای اطلاعات زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی توسط شرکت‌های حاضر در بازار سرمایه ایران به طور قابل توجهی نقدینگی سهام را افزایش می‌دهد که برای فعالیت بازار سرمایه بسیار مهم است. دوم، با استفاده از تحلیل مقطعی، این مقاله شواهد تجربی ارائه می‌دهد که سال‌هایی که داده‌ها از آن گرفته شده‌اند، تأثیر قابل توجهی بر رابطه بین افشای اطلاعات زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی و نقدشوندگی سهام دارند. به‌طوریکه در سال‌های اخیر، با توجه به ارتباط میان افشای مسائل زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی و نتایج مالی، توجه به ارزیابی این نوع

¹ Francis² Welker³ Meng-tao⁴ Gillan⁵ Luo⁶ Dimson⁷ Masulis & Reza

افشای اطلاعات در شرکت‌ها به طور چشمگیری افزایش یافته است. لازم به ذکر است در مطالعات قبلی به این موضوع پرداخته نشده است و اثرات سال نادیده گرفته شده بود. سوم اینکه، افشای اطلاعات زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی می‌تواند به طور قابل توجهی عدم تقارن اطلاعات را از بین ببرد، کارایی عملیات بازار و عملکرد سهام را بهبود بخشد. لذا برای ذینفعان، افشای اطلاعات زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی می‌تواند عامل مهمی در تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری باشد.

برای دستیابی به اهداف پژوهش، در ادامه ابتدا مبانی نظری و پیشینه پژوهش مطرح می‌شود. سپس با بیان روش پژوهش و تجزیه و تحلیل داده‌ها و استنباط آماری مرتبط با فرضیه‌ی پژوهش، نتایج به‌دست آمده ارائه می‌شوند. در نهایت براساس مبانی نظری مطرح و نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش، نتیجه‌گیری انجام و با بیان پیشنهادهای کاربردی خاتمه می‌یابد.

۲- مبانی نظری و پیشینه پژوهش

۲-۱- نقدشوندگی سهام

نقدشوندگی یک مفهوم پیچیده است و تعاریف و برداشت‌های مختلفی از آن وجود دارد. این مقوله می‌تواند هم در سطح اوراق بهادار خاص، مانند یک سهم معین، و هم در سطح کلی بازار سهام مورد بررسی قرار گیرد. در ادبیات مرتبط با ساختار بازار، معمولاً توجه اصلی به نقدشوندگی اوراق بهادار انفرادی معطوف بوده است. عواملی که بر نقدشوندگی هر ورقه بهادار تأثیر می‌گذارند، شامل حجم معاملات، قیمت و نوسانات است، در حالی که عوامل مؤثر بر تغییرات نقدشوندگی بازار شامل ریسک موجودی‌ها و اطلاعات نامتقارن می‌شوند، که به‌طور کلی در زمینه فعالیت‌های معاملاتی تأثیر خود را نشان می‌دهند (کوردیا و همکاران^۱، ۲۰۰۰). چاکو و همکاران^۲ (۲۰۰۸)، به طور مختصر نقدشوندگی را به عنوان فاصله‌ای میان ارزش واقعی یک دارایی و قیمتی که آن دارایی در حال حاضر به فروش می‌رسد، تعریف می‌کند (نيسکانان^۳، ۲۰۰۹). نقدشوندگی سهام می‌تواند به کاهش ریسک ورشکستگی کمک کند و به عنوان یک عامل کلیدی در ادامه حیات شرکت در نظر گرفته می‌شود (دوان و زو^۴، ۲۰۱۴). نقدشوندگی سهام، سطح بالایی از کارایی اطلاعاتی را به وجود می‌آورد که باعث جذب سهامداران به این نوع بازارها می‌شود. سهام با نقدشوندگی بالا، تمایل سرمایه‌گذاران به سرمایه‌گذاری را افزایش داده و رضایت آنها را بالا می‌برد، که در نهایت به توسعه بازار کمک می‌کند (کوردیا و همکاران، ۲۰۰۸). نقدشوندگی از اهمیت بالایی برخوردار است؛ به‌گونه‌ای که در شرایط یکسان، اوراق بهادار با نقدشوندگی بیشتر نسبت به اوراق بهادار با نقدشوندگی کمتر، دارای قیمت بالاتری خواهند بود (آمیهد، ۲۰۰۲). یک بازار کاملاً نقدشونده بازاری است که در آن هر مقدار از یک دارایی مشخص می‌تواند به‌طور فوری به نقد تبدیل شده و دوباره به دارایی‌های دیگر برگردانده شود و این کار بدون هیچ‌گونه هزینه‌ای انجام گیرد. در دنیایی کمتر از ایده‌آل، یک بازار نقدشونده بازاری است که هزینه‌های معاملاتی مرتبط با این تبدیل به حداقل رسیده باشد (هریس^۵، ۱۹۹۰). پژوهشگران در حوزه حسابداری و مالی به‌طور گسترده‌ای به بررسی عواملی که بر نقدشوندگی سهام تأثیر می‌گذارند، پرداخته‌اند. در سطح کلان، آگروال و همکاران (۲۰۱۵) نشان دادند افشای اجباری پرتفو در مورد صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک تأثیر مثبتی بر نقدشوندگی سهام دارد. حمید و همکاران^۶ (۲۰۱۰) شواهدی ارائه می‌دهند که نشان می‌دهد رکود در بازار سهام اثر منفی بر نقدشوندگی دارد. چانگ و چوونگانانت^۷ (۲۰۱۴) نیز رابطه منفی بین نقدشوندگی سهام و عدم اطمینان بازار را یافته‌اند و این رابطه به ساختار بازار بستگی دارد.

¹Chordia

² Chacko

³ Niskanen

⁴ Duan & Zou

⁵ Harris

⁶ Hameed

⁷ Chung & Chuwongnant

عدم تقارن اطلاعاتی یک عامل کلیدی دیگر است که بر نقدشوندگی سهام تأثیر می‌گذارد. هر چه مشکلات انتخاب معکوس و مخاطره اخلاقی ناشی از عدم تقارن اطلاعاتی شدیدتر باشد، هزینه‌های نمایندگی افزایش یافته و نقدشوندگی سهام بدتر خواهد شد. طبق نظریه نمایندگی، بین مدیریت و سرمایه‌گذاران عدم تقارن اطلاعاتی شدیدی وجود دارد و این امکان کاملاً وجود دارد که مدیریت از اطلاعات به‌دست آمده سوءاستفاده کند و تصمیمات تجاری‌ای بگیرد که به نفع سرمایه‌گذاران نباشد و در نتیجه هزینه‌های نمایندگی افزایش یابد (چن و همکاران^۱، ۲۰۲۳). در سطح خرد، ملینگ^۲ (۲۰۲۱) نشان می‌دهد که عدم شناخت معامله‌گران تأثیر مثبتی بر نقدشوندگی سهام و حجم معاملات دارد. بنابراین، افزایش شفافیت در بازار سهام می‌تواند مشارکت سرمایه‌گذاران مطلع را به خطر بیندازد و تأمین نقدشوندگی در بازار را کاهش دهد که این خود به بازار سرمایه آسیب می‌رساند. پژوهش‌های زیادی انجام شده‌اند که رابطه‌ی بین افشا و نقدشوندگی را پشتیبانی می‌کنند. مرادزاده‌فرد و ابوحمزه (۱۳۸۹) در پژوهش خود به این نتیجه رسیدند که کیفیت افشای شرکتی تأثیر مثبت بر نقدشوندگی سهام دارد و یافته‌های آنها حاکی از وجود رابطه‌ای مثبت و قابل اتکا بین افشای شرکتی و نقدشوندگی سهام است. در مقابل، مطالعه یعقوب‌نژاد و ذبیحی (۱۳۹۰) بر عدم وجود چنین ارتباطی تأکید دارد. علاوه بر این، فخاری و فلاح محمدی (۱۳۸۸) بیان کردند ارتباط معکوس و معناداری بین افشای اطلاعات و شاخص نقدشوندگی سهام وجود دارد. داس و ماسا^۳ (۲۰۱۱) در پژوهش خود نشان داده‌اند که هرچه بانک‌های تجاری بیشتر به اطلاعات داخلی شرکت‌ها دسترسی داشته باشند، نقدشوندگی سهام کمتر و عدم تقارن اطلاعاتی بیشتر خواهد بود که این امر برای بازار سرمایه زیان‌آور است. عملکرد خوب در زمینه افشای زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی می‌تواند نقدشوندگی سهام را از طریق بهبود کارایی اطلاعات و کاهش هزینه‌های نمایندگی افزایش دهد (چن و همکاران، ۲۰۲۳). به‌طور کلی، مطالعات مرتبط با عوامل مؤثر بر نقدشوندگی سهام به رفتار شرکت و روابط آن با ذینفعان تمرکز دارند (اگیتون و مک کامبر^۴، ۲۰۱۹).

۲-۲- افشای زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیتی (ای‌اس‌جی)

در سال‌های اخیر، با توجه به ارتباط میان افشای مسائل زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی (ای‌اس‌جی) و نتایج مالی، توجه به ارزیابی این نوع افشای اطلاعات در شرکت‌ها به طور چشمگیری افزایش یافته است (تحریری و افسای، ۱۴۰۰ و بلاتک و همکاران^۵، ۲۰۱۶). «ای‌اس‌جی» به معنای عوامل مربوط به محیط‌زیست، اجتماع و حکومت است که در تأثیرگذاری بر عملکرد و پایداری یک شرکت نقش اساسی دارند. شرکت‌هایی که به این عوامل توجه دارند، معمولاً به ارتقاء عملکرد مالی و ایجاد ارزش برای سهامداران، کارکنان، مشتریان و جوامع خود کمک می‌کنند. اصول «ای‌اس‌جی» بر اساس استانداردها و ارزیابی‌های مشخصی تأسیس شده‌اند که بر مبنای اصول پایداری و مسئولیت اجتماعی معتبر، تأکید دارند. این اصول متنوع، شامل مسائلی از قبیل حفاظت از محیط‌زیست، توسعه پایدار، احترام به حقوق بشر و پیشگیری از فساد می‌شوند. به‌طور کلی، «ای‌اس‌جی» اقداماتی مسئولانه و پایدار را معرفی می‌کند که همراه با کسب سود، به حفظ محیط‌زیست، ارتقاء رفاه اجتماعی و جلوگیری از فساد اهمیت می‌دهند (فنگ و همکاران^۶، ۲۰۲۱). افشای اطلاعات زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی، داده‌های غیرمالی اضافی را برای بازار فراهم می‌آورد و بدین ترتیب فاصله‌ی اطلاعاتی بین شرکت‌ها و فعالان بازار سرمایه (مانند سهامداران، سرمایه‌گذاران و دولت‌ها) را کاهش می‌دهد. از این رو، شرکت‌ها با انتشار اطلاعات مثبت درباره این ابعاد می‌توانند به مدیریت وجهه و شهرت

¹ Chen

² Meling

³ Dass & Massa

⁴ Egginton & McCumber

⁵ Blank

⁶ Feng

عمومی خود پردازند (ملانظری و همکاران، ۱۴۰۴ و کوه و همکاران^۱، ۲۰۲۲). پژوهش‌های پیشین نشان می‌دهد که «ای‌اس‌جی» تحت تأثیر ویژگی‌های مختلف شرکت (مانند تعداد اعضای هیئت مدیره، مدیر عامل، بلایای طبیعی و نوع صنعت) قرار دارد. این نوع افشاگری می‌تواند به کاهش هزینه‌های شرکت و افزایش ارزش و عملکرد آن (از جمله بازده حقوق صاحبان سهام، بازده دارایی و بازده اوراق قرضه) چه در کوتاه‌مدت و چه در بلندمدت کمک کند (منگ‌تائو و همکاران، ۲۰۲۳). تئوری شهرت بیان می‌کند که داشتن شهرت مثبت در زمینه افشای اطلاعات زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی برای شرکت‌ها می‌تواند در اتخاذ تصمیمات منطقی مرتبط با تولید، کاهش هزینه‌های تولید، افزایش رقابت در بازار و تقویت ارزش بازار بسیار مؤثر باشد (بیزوتو و ویگیر^۲، ۲۰۲۱). بنابراین، افشای داوطلبانه اطلاعات زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی احتمالاً اطلاعات تازه‌ای را به سرمایه‌گذاران و جامعه ارائه می‌کند و نشانه‌های خاصی درباره بهبود مسئولیت اجتماعی و کاهش هزینه‌ها ارسال می‌نماید. که این امر در نهایت می‌تواند به انتظارات مطلوب‌تری برای ارزش تجاری و عملکرد سهام منجر شود (منگ‌تائو و همکاران، ۲۰۲۳). براساس تئوری علامت‌دهی، ارائه اطلاعات مربوط به جنبه‌های زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی می‌تواند به کاهش عدم تقارن اطلاعاتی میان بازیگران بازار کمک کند و سطح عدم اطمینان را پایین بیاورد. این روند در نهایت می‌تواند تأثیر مثبتی بر قیمت سهام و قابلیت نقدشوندگی داشته باشد (دنک و چنگ^۳، ۲۰۱۹). در مجموع، برخی از پژوهش‌ها نشان می‌دهند که افشای اطلاعات بهتر در حوزه‌های زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی، پیام‌های مثبتی را به بازار منتقل می‌کند که می‌تواند به نفع شهرت شرکت‌ها باشد و در نتیجه به افزایش نقدشوندگی سهام منجر گردد (هوانگ و همکاران^۴، ۲۰۲۱). به‌طور خلاصه، بررسی‌های انجام‌شده در کشورهای مختلف نشان می‌دهند که افشای اطلاعات مرتبط با معیارهای زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی (ای‌اس‌جی) تأثیرات متفاوتی بر نقدشوندگی سهام دارد. در پژوهشی که چک^۵ (۲۰۲۴) به بررسی تأثیر ای‌اس‌جی بر نقدشوندگی سهام در مالزی پرداخت، بیان کرده است که بین نمره‌ی «ای‌اس‌جی» و نقدشوندگی سهام، رابطه معنادار منفی وجود دارد. این یافته‌ها بویژه به این نکته اشاره دارند که بازار مالزی هنوز در مراحل ابتدایی پذیرش این معیارهای «ای‌اس‌جی» قرار دارد و کمبود شرکت‌های منطبق بر این اصول، محدودیت‌هایی در نقدشوندگی ایجاد کرده است. در مقابل، پژوهش دانگ^۶ (۲۰۲۴)، در بازار سرمایه چین، تأثیر مثبت و معنادار افشای اطلاعات زیست‌محیطی بر نقدشوندگی سهام را ثابت کرد. به‌علاوه، در مطالعاتی که توسط منگ‌تائو و همکاران (۲۰۲۳) و چن و همکاران (۲۰۲۳) انجام‌شده، نتایج مشابهی در حمایت از تأثیر مثبت افشای اطلاعات «ای‌اس‌جی» یافت شده است. مطالعات چن نشان می‌دهند شرکت‌هایی با عملکرد خوب در حوزه‌های زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی، باعث کاهش هزینه‌های نمایندگی و افزایش شهرت خود می‌شوند که این عوامل به نوبه خود به بهبود نقدشوندگی سهام منجر می‌شود. علاوه بر این، پژوهش‌های دیگر مانند سوانس و همکاران^۷ (۲۰۲۱) نشان‌دهنده وجود یک رابطه منحنی بین نمرات «ای‌اس‌جی» و نقدشوندگی در بازارهای ملی برزیل و آلمان بودند. آنها با تأکید بر تأثیرات مختلف، نشان دادند که این روابط می‌توانند بسته به نوع بازار و شرایط اقتصادی متفاوت باشند.

۳-۲- رابطه بین افشای زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی و نقدشوندگی سهام

هدف نظام راهبری شرکتی، کسب اطمینان از عدم وقوع رفتار فرصت‌طلبانه است. این امر به واسطه شفافیت و افشای اطلاعات امکان‌پذیر است و به کاهش مشکلات نمایندگی و اطلاعات نامتقارن بالقوه بین مدیر (نماینده) و ذی‌نفعان مختلف (سهامداران،

¹ Koh

² Bizzotto & Vigier

³ Deng & Cheng

⁴ Hwang

⁵ Chek

⁶ Dong

⁷ Svanes

اعتباردهندگان و ...) منجر می‌شود. افشای گسترده می‌تواند سبب جلب اعتماد سرمایه‌گذاران در مورد جنبه‌های مختلف عملکرد یا عملیات شرکت شود و به کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین استفاده‌کنندگان و توزیع متوازن اطلاعات بین آنان یا به نحوی، کاهش هزینه‌های اطلاعاتی سرمایه‌گذاران بیانجامد. عدم تقارن اطلاعاتی به حالتی اطلاق می‌شود که در آن بین استفاده‌کنندگان اطلاعات یکسان و برابری وجود ندارد و می‌تواند منجر به تغییر در اهرم مالی شده و در نتیجه ریسک (نوسان) را تغییر دهد. کاهش عدم تقارن اطلاعاتی که در نتیجه کیفیت بالای افشای اطلاعاتی ایجاد می‌شود دارای اثرات بالقوه زیادی از قبیل کاهش هزینه سرمایه، افزایش توجه مشارکت‌کنندگان در بازار و بهبود نقدشوندگی سهام است (کیقبادی و همکاران، ۱۳۹۷).

در این راستا افشای زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیتی (ای‌اس‌جی) نیز می‌تواند از طریق کاهش هزینه نمایندگی و کاهش عدم تقارن اطلاعاتی به افزایش نقدشوندگی سهام کمک کند. این افشا با شفاف‌سازی عملکرد شرکت در حوزه‌های مرتبط، منافع مدیران و سهامداران را همسو کرده و امکان نظارت مؤثرتر بر مدیران را فراهم می‌کند (دهالیوال و همکاران^۱، ۲۰۱۱). شرکت‌هایی که به افشای مناسب اطلاعات «ای‌اس‌جی» توجه دارند، معمولاً هزینه‌های نمایندگی کمتری دارند. این کاهش هزینه‌ها ناشی از همسویی منافع مدیران و سهامداران است که باعث می‌شود سرمایه‌گذاران تمایل بیشتری به خرید سهام این شرکت‌ها داشته باشند (جنسن و مک‌کلین^۲، ۲۰۱۹). همچنین افشای «ای‌اس‌جی» می‌تواند شرکت‌ها را برای سرمایه‌گذاران نهادی و اجتماعی جذاب‌تر کند. این نوع سرمایه‌گذاران معمولاً حجم بالایی از معاملات را انجام می‌دهند که به افزایش نقدشوندگی سهام منجر می‌شود (فریده و همکاران^۳، ۲۰۱۵). علاوه بر این شرکت‌هایی که اطلاعات «ای‌اس‌جی» را به طور مؤثر افشا می‌کنند، معمولاً نوسانات کمتری در قیمت سهام خود دارند. این ثبات قیمت باعث جلب اعتماد سرمایه‌گذاران شده و نقدشوندگی را افزایش می‌دهد (گیسون براندون و همکاران^۴، ۲۰۲۱). همین‌طور شرکت‌هایی با افشای مناسب «ای‌اس‌جی» معمولاً شکاف قیمتی خرید و فروش کمتری دارند، زیرا بازارسازان با اطمینان بیشتری از ارزش واقعی سهام اقدام به معامله می‌کنند که این امر موجب افزایش نقدشوندگی می‌شود (آمیهود و مندلسون^۵، ۱۹۸۶). این مکانیزم‌ها می‌توانند به عنوان یک استراتژی مؤثر برای جذب سرمایه‌گذاران و افزایش حجم معاملات در بازارهای مالی عمل کنند که در نهایت باعث افزایش نقدشوندگی سهام می‌شوند. بر اساس بحث‌های فوق، فرضیه‌ای به شرح زیر مطرح می‌شود:

افشای اطلاعات زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیتی بر نقدشوندگی سهام تأثیر معنادار دارد.

۳- روش شناسی پژوهش

۳-۱- جامعه و نمونه آماری

پژوهش حاضر از منظر هدف، در زمره پژوهش‌های کاربردی قرار دارد و از نظر شیوه گردآوری داده‌ها، به صورت کتابخانه‌ای انجام شده است. این پژوهش با بهره‌گیری از روش رگرسیون چند متغیره صورت گرفته است. جامعه آماری مورد بررسی شامل شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۹۷ تا ۱۴۰۱ است. برای انتخاب نمونه پژوهش، شرکت‌هایی در نظر گرفته شده‌اند که شرایط زیر را داشته باشند:

۱. در فاصله زمانی سال‌های ۱۳۹۷ تا ۱۴۰۱ به‌طور مستمر در بورس فعالیت و فاصله زمانی معاملات آنها بیش از ۶ ماه نباشد.

۲. سال مالی شرکت در انتهای اسفند ماه به پایان برسد.

۳. تغییر سال مالی و یا تغییر فعالیت نداده باشد.

¹ Dhaliwal

² Jensen & Meckling

³ Friede

⁴ Gibson Brandon

۴. جزو بانک‌ها، شرکت‌های واسطه‌گری مالی و سرمایه‌گذاری (هلدینگ) نباشند.

۵. اطلاعات مورد نیاز برای پژوهش را به‌طور کامل ارائه کرده باشند.

جدول ۱. روند انتخاب نمونه

تعداد	شرح
۵۴۶	کل شرکت‌هایی که تا پایان سال ۱۴۰۱ عضو بورس بودند.
(۹۹)	شرکت‌هایی که بعد از سال ۹۷ در بورس پذیرفته شده‌اند.
(۶۱)	سال مالی آن منتهی به پایان اسفندماه نباشد.
(۷۸)	تغییر سال مالی و یا تغییر فعالیت داده نباشد.
(۸۰)	جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری و واسطه‌گری مالی نباشند.
(۱۰۳)	شرکت‌هایی که اطلاعات کامل از آن‌ها طی قلمرو زمانی پژوهش موجود نمی‌باشد.
۱۲۵	نمونه آماری انتخاب شده

مطابق جدول ۱ پس از اعمال شرایط فوق، تعداد ۱۲۵ شرکت به‌عنوان نمونه آماری پژوهش انتخاب شدند. داده‌های این پژوهش از طریق بررسی صورت‌های مالی و یادداشت‌های توضیحی مربوط به شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، که در سامانه کدال، وب‌سایت بورس اوراق بهادار و نرم‌افزار ره‌آورد نوین موجود است، استخراج گردید. داده‌ها پس از گردآوری، به صفحه گسترده نرم‌افزار Excel منتقل شده و محاسبات لازم بر روی آنها انجام گردید، تا برای تجزیه و تحلیل نهایی آماده شوند. برای تحلیل داده‌ها، از نرم‌افزارهای اقتصادسنجی Eviews و Stata بهره‌گیری شده است.

۲-۳- مدل و متغیرهای پژوهش و نحوه اندازه‌گیری آنها

در این پژوهش، به منظور آزمون فرضیه‌های پژوهش از مدل رگرسیون چند متغیره زیر که برگرفته از مطالعه **منگ‌تائو و همکاران (۲۰۲۳)** است، استفاده گردیده است:

$$LIQ_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ESG_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 ROE_{i,t} + \beta_4 LEV_{i,t} + \beta_5 AGE_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

که در مدل فوق:

۲-۳-۱- متغیر وابسته

در پژوهش حاضر، متغیر وابسته نقدشوندگی سهام شرکت (LIQ) در نظر گرفته شده است. برای سنجش این متغیر، به تبعیت از **منگ‌تائو و همکاران (۲۰۲۳)**، از نسبت عدم نقدشوندگی پیشنهادی **آمیهود (۲۰۰۲)** استفاده شده است، به نحوی که:

$$ILLIQ_{id} = \frac{1}{D_{it}} \sum_{d=1}^{d_{it}} \left| \frac{R_{idt}}{V_{idt}} \right| \quad (2)$$

که در آن:

R_{idt} به بازده سهم i در روز d در ماه t اشاره دارد، V_{idt} حجم معاملات بر روی سهم i در روز d در ماه t است، D_{it} تعداد روزهای انجام معامله بر روی سهم i در روز d در ماه t را نشان می‌دهد و $ILLIQ$ نسبت عدم نقدشوندگی است. از آنجایی که این معیار بیانگر عدم نقدشوندگی است و هر چه معیار عدم نقدشوندگی **آمیهود** بالاتر باشد، سهام از نقدشوندگی پایین‌تری برخوردار است، از قرینه (منفی) آن به عنوان معیار نقدشوندگی سهام بهره‌برداری می‌شود. به این ترتیب، هر چه عدد حاصل کوچکتر باشد، نقدشوندگی سهام کاهش می‌یابد (**منگ‌تائو و همکاران، ۲۰۲۳**).

۳-۲-۲- متغیر مستقل

افشای زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیتی (ESG) به عنوان متغیر مستقل این پژوهش مورد توجه قرار گرفته است. برای محاسبه این متغیر، از الگوی ارائه شده توسط **فخاری و همکاران (۱۳۹۶)** و **ملکیان کله بستی و همکاران (۱۳۹۸)** که با محیط گزارشگری مالی ایران سازگار است، استفاده شده است. الگوی مذکور به شرح زیر است:

$$ESG = 0/337E + 0/388S + 0/275G \quad (۳)$$

که در آن:

ESG: امتیاز افشای گزارشگری زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیتی؛ E: نمره بُعد زیست محیطی، S: نمره بُعد اجتماعی و G: نمره بُعد حاکمیتی است که چک لیست شاخص های مربوط به هریک از ابعاد فوق در جدول ۲ ارائه شده است.

جدول ۲. شاخص های ابعاد زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیتی

شاخص های بُعد زیست محیطی	شاخص های بُعد اجتماعی	شاخص های بُعد حاکمیتی
آلودگی و آلودگی، ضایعات	سلامت و امنیت و بهره وری	رعایت حقوق سهامداران
انرژی، بهره وری، آب	حقوق نیروی کار	کمیته ها
تنوع زیستی	ادراک اجتماعی ذینفعان	مدیریت ریسک
تغییر آب و هوا	سلامت تولید	جبران عملکرد
ارزیابی ریسک محیطی	عدم تبعیض و شمول اجتماعی	اخلاق و اصول رفتاری
مسائل خدمات و زنجیره تأمین	مسائل اجتماعی مشتریان و زنجیره تأمین	شفاف سازی راهبری
آموزش محیطی	رعایت اصول حقوق بشر	انطباق با قوانین
سیستم مدیریت محیطی	توسعه اجتماعی و بشر دوستی	ترکیب هیئت مدیره
شفاف سازی محیطی	سرمایه گذاری مسئولیت اجتماعی	مدیریت ریسک سرمایه گذاری
	حفظ نام تجاری و رفتار ضد رقبای	
	یادگیری و آموزش اجتماعی	
	شفاف سازی اجتماعی	

منبع: **فخاری و همکاران (۱۳۹۶)**

بدین ترتیب، با استناد به چک لیست مذکور، یادداشت های توضیحی و گزارش فعالیت هیئت مدیره شرکت های نمونه تحت تحلیل محتوا قرار گرفته است. برای هر شاخصی که موجود باشد، امتیاز ۱ اختصاص داده می شود و در صورت عدم وجود آن، امتیاز صفر در نظر گرفته می شود.

۳-۲-۳- متغیرهای کنترلی

به منظور حصول اطمینان از اثرگذاری متغیر مستقل بر متغیر وابسته اثر سایر عوامل مهم اثرگذار بر متغیر وابسته به عنوان متغیر کنترلی در مدل رگرسیونی در نظر گرفته شده است. که شیوه سنجش آنها نیز به شرح زیر است:

بازده دارایی ها ($ROE_{i,t}$): از نسبت سود خالص به جمع حقوق صاحبان سهام محاسبه می شود. اهرم مالی ($LEV_{i,t}$): این متغیر از نسبت کل بدهی های شرکت به کل دارایی های شرکت محاسبه می شود. اندازه شرکت ($SIZE_{i,t}$): این متغیر از لگاریتم طبیعی کل دارایی های شرکت به دست می آید. سن شرکت ($AGE_{i,t}$): این متغیر بر مبنای فاصله ی زمانی بین تاریخ تأسیس شرکت و پایان سال مالی مورد نظر پژوهش، اندازه گیری می شود.

۴- یافته های پژوهش

۴-۱- نتایج آمار توصیفی

جدول ۳، آمار توصیفی داده های مربوط به متغیرهای مورد استفاده در پژوهش را نشان می دهد. این آمار توصیفی، در خصوص ۱۲۵ شرکت نمونه طی سال های (۱۳۹۷ تا ۱۴۰۱) است، که نتایج تحلیل توصیفی داده ها را می توان در قالب موارد زیر خلاصه نمود:

همان‌طور که در جدول زیر نیز نشان داده شده است، مقادیر میانگین و میانه‌ی افشای زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیتی (ESG) شرکت‌ها به ترتیب ۴/۵۱۱ و ۴/۱۳۸ است. مقدار میانگین ۴/۵۱۱ به این معناست که؛ به طور متوسط شرکت‌ها امتیاز ۴/۵۱۱ را در زمینه‌ی افشای «ESG» کسب کرده‌اند و مقدار میانه ۴/۱۳۸ نشان‌دهنده مقدار مرکزی در توزیع امتیازات است. این عدد به این معنی است که نیمی از شرکت‌ها امتیاز افشای «ESG» بالاتر از ۴/۱۳۸ و نیمی دیگر امتیاز پایین‌تر از آن دارند و نزدیکی میانگین و میانه نشان‌دهنده‌ی عدم وجود چولگی شدید در توزیع این متغیر است ولی چولگی خفیف مثبت وجود دارد. فاصله بین کمترین مقدار (۳/۸۰۱) و بیشترین مقدار (۶/۱۰۱) نسبتاً زیاد است، که نشان‌دهنده تفاوت چشمگیری در نمرات افشای ESG بین شرکت‌هاست. این نشان می‌دهد برخی از شرکت‌ها در حوزه افشای زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیتی عملکرد بسیار بهتری نسبت به دیگر شرکت‌ها دارند.

فاصله بین میانگین و میانه در متغیر نقدشوندگی نشان می‌دهد که میانگین از میانه بزرگ‌تر است و نشانه‌ای از چولگی مثبت است. انحراف معیار (۰/۰۰۰۱۹)، در متغیر نقدشوندگی نشان می‌دهد که داده‌های نقدشوندگی دارای پراکندگی اندکی هستند و اغلب مقادیر نزدیک به یکدیگر قرار دارند و همین‌طور کم بودن فاصله بین کمترین مقدار (۰/۰۰۰۰) و بیشترین مقدار (۰/۰۰۳۸) به این معناست که تنوع داده‌ها کم است.

علاوه بر این، مقدار میانگین اهرم مالی (۰/۵۰۹) نیز مبین این مطلب است که به طور متوسط حدود ۵۱ درصد از دارایی‌های شرکت‌های نمونه از طریق استقراض، تأمین مالی شده‌اند. همچنین، سود خالص شرکت‌های نمونه به‌طور متوسط، حدود ۱۷ درصد ارزش حقوق صاحبان سهام آنهاست.

جدول ۳. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	میانگین	میانه	بیشترین	کمترین	انحراف معیار	مشاهدات
LIQUIDITY (نقدشوندگی)	-۰/۰۰۰۰۱۶	-۰/۰۰۰۰۰۲	-۰/۰۰۳۸	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰۱۹	۶۲۵
ESG (افشای زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیتی)	۴/۵۱۱۳	۴/۱۳۸۰	۶/۱۰۱	۳/۸۰۱	۰/۶۰۱	۶۲۵
ROE (سودآوری)	۰/۱۷۲۴	۰/۱۶۸۳	۰/۳۹۵۲	-۰/۳۱۳۳	۰/۳۱۶۱	۶۲۵
LEV (اهرم مالی)	۰/۵۰۹۸	۰/۵۰۵۰	۱/۵۰۵۲	۰/۰۳۱۴	۰/۲۰۸۵	۶۲۵
SIZE (اندازه شرکت)	۱۵/۵۶۶۱	۱۵/۳۸۷۰	۲۱/۵۷۱۶	۱۲/۱۷۹۱	۱/۵۱۱۲	۶۲۵
AGE (سن شرکت)	۳/۷۳۶۱	۳/۸۰۶۶	۴/۲۶۲۶	۲/۷۷۲۵	۰/۳۲۳۹	۶۲۵

تعداد مشاهدات نیز برابر با حاصل ضرب تعداد شرکت در تعداد سال‌های مورد بررسی هست که مقدار ۶۲۵ از اطلاعات ۵ سال ۱۲۵ شرکت حاصل شده است.

۴-۲- نتایج آزمون فرضیه پژوهش

پیش از تخمین مدل با استفاده از داده‌های ترکیبی، باید در مورد روش مناسب به کارگیری این گونه داده‌ها در تخمین، تصمیم‌گیری نمود. ابتدا باید مشخص شود که اصولاً نیازی به در نظر گرفتن ساختار پانل داده‌ها (تفاوت‌ها یا اثرات خاص شرکت) وجود دارد، یا اینکه می‌توان داده‌های مربوط به شرکت‌های مختلف را ادغام (Pooling) کرد و از آن در تخمین مدل استفاده نمود. در تخمین‌های تک معادله‌ای، برای اخذ تصمیم اخیر از آماره آزمون F (لیمر) استفاده می‌شود. براساس نتایج این آزمون، درباره رد یا پذیرش فرضیه برابری آثار ثابت خاص شرکت‌ها و در نهایت درباره انتخاب روش کلاسیک یا روش داده‌های پانل تصمیم‌گیری می‌شود. وقتی فرضیه صفر مبنی بر برابری عرض از مبدأها در مقاطع مختلف رد می‌شود و مشخص می‌شود که عرض از مبدأ برای مقاطع مختلف یکسان نیست، باید روش مورد استفاده در برآورد مدل (اثرات ثابت یا تصادفی) تعیین گردد، که بدین منظور از آزمون هاسمن استفاده می‌شود. همچنین در این پژوهش، برای تشخیص

همسانی واریانس از آزمون نسبت درست‌نمایی (LR) و به منظور تعیین وجود یا عدم وجود مشکل خود همبستگی جملات خطا از آزمون والدريج استفاده شده است. که نتایج در جدول زیر نشان داده شده است:

جدول ۴. نتایج آزمون فرضیه پژوهش

نوع آزمون	آماره آزمون	سطح معناداری	نتیجه آزمون
آزمون F لیمر	۱۳/۴۰۳	۰/۰۰۰	روش پاتل
آزمون هاسمن	۱۲/۷۵۲	۰/۰۲۹	روش اثرات ثابت
آزمون LR	۲۶۶/۸۵	۰/۰۰۰	آزمون GLS
آزمون والدريج	۱/۴۶۹	۰/۲۲۵	تأیید H0

با توجه به جدول فوق، نتایج حاصل از برآورد مدل پژوهش به شرح زیر است:

جدول ۵. خلاصه نتایج آماری آزمون مدل پژوهش

متغیر	ضرایب	انحراف معیار	آماره t	سطح معناداری (P-VALUE)	آزمون VIF
β_1 (عرض از مبدأ)	۰/۰۰۰۳	۰/۰۰۰۱	۲/۹۹۳۵	۰/۰۰۲۹	---
ESG (افشای زیست محیطی، اجتماعی، حاکمیتی)	۰/۱۱۰۶	۰/۰۵۱۷	۲/۱۵۶۸	۰/۰۳۱۱	۱/۲۳
ROE (بازده حقوق صاحبان سهام)	۰/۰۰۰۹	۰/۰۰۵۸	۰/۱۶۵۶	۰/۸۶۸۵	۱/۳۲
LEV (اهرم مالی)	-۰/۰۰۱۳	۰/۰۰۴۱	-۰/۳۲۱۳	۰/۷۴۸۰	۱/۲۶
SIZE (اندازه شرکت)	۰/۳۰۵۴	۰/۰۸۲۸	۳/۷۰۴۹	۰/۰۰۲۲	۱/۱۶
AGE (سن شرکت)	۰/۰۰۵۹	۰/۰۰۲۴	۲/۴۳۹۱	۰/۰۱۵۰	۱/۰۲
آماره F فشر	۱۳/۴۱۷۷	سطح معناداری آماره F		۰/۰۰۰۰	
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۵۶۵۸	آماره دوربین واتسون		۱/۹۴۳۹	

با نگاهی به مقدار آماره F و سطح معناداری آن (۰/۰۰۰) می‌توان نتیجه گرفت که مدل رگرسیونی برازش شده در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار است. با توجه به مقدار ضریب تعیین مدل می‌توان بیان کرد که متغیرهای توضیحی مدل حدود ۵۷ درصد از تغییرات متغیر وابسته را توضیح می‌دهند. همانطور که در جدول فوق ملاحظه می‌شود، p-value در متغیر ESG کمتر از ۰/۰۵ و آماره t و ضریب برآوردی در این متغیر مثبت است که نشان‌دهنده وجود رابطه مثبت معنادار بین افشای زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیتی با نقدشوندگی سهام است.

بررسی رابطه Size و نقدشوندگی سهام نشان می‌دهد که p-value کمتر از ۰/۰۵ و ضریب برآوردی مثبت است که بیانگر رابطه مثبت بین اندازه و نقدشوندگی سهام است. بررسی p-value و ضریب برآوردی Age هم نشان می‌دهد که رابطه مثبت و معنادار بین سن و نقدشوندگی سهام وجود دارد. از طرفی دیگر بررسی رابطه‌های Lev و Roe با نقدشوندگی سهام نشان می‌دهد که رابطه معناداری بین اهرم مالی و بازده حقوق صاحبان سهام با نقدشوندگی سهام وجود ندارد. بر مبنای این شواهد، فرضیه پژوهش پذیرفته می‌شود.

۴-۳- آزمون اضافی

در آزمون دیگری، رابطه بین افشای زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیتی با نقدشوندگی سهام شرکت‌ها در هر یک از ۵ سال پژوهش به طور مجزا بررسی شد که جدول ۶ معناداری متغیر افشای زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیتی را برای هر یک از سال‌ها به طور مجزا نشان می‌دهد. همان‌طور که مشاهده می‌شود، ضریب متغیر افشای زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیتی در همه سال‌های پژوهش مثبت به دست آمده است. اما در سال‌های ابتدایی پژوهش، معناداری نتایج کم است. این موضوع مبین آن است که در سال‌های اخیر، با توجه به ارتباط میان افشای مسائل زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیتی (ای‌اس‌جی) و نتایج مالی، توجه به ارزیابی این نوع افشای اطلاعات در شرکت‌ها به طور چشمگیری افزایش یافته است.

جدول ۶. نتایج رگرسیون در هر یک از سال‌های پژوهش

سال	افشای زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی
۱۳۹۷	۰/۰۲۱ (۱/۶۶۱)
۱۳۹۸	۰/۰۲۹* (۲/۰۱۴)
۱۳۹۹	۰/۰۳۷* (۲/۱۸۸)
۱۴۰۰	۰/۰۸۱* (۲/۲۵۱)
۱۴۰۱	۰/۰۹۱** (۲/۶۹۹)

آماره F داخل پراتر نشان داده شده است. * و ** به ترتیب بیانگر معناداری آماری در سطح خطای ۵ درصد و ۱ درصد است.

۵- نتیجه‌گیری و پیشنهادها

افشای اطلاعات مرتبط با مسائل زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی (ای‌اس‌جی) تأثیر قابل توجهی بر نقدشوندگی سهام دارد و به عنوان یک عامل کلیدی در جذب نظر سرمایه‌گذاران و تقویت اعتماد بازار به شمار می‌آید. شرکت‌هایی که به شفافیت در ارائه اطلاعات در زمینه‌های زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی می‌پردازند، نه تنها توانسته‌اند جذابیت بیشتری برای سرمایه‌گذاران ایجاد کنند، بلکه تجربه نشان داده که این رویکرد می‌تواند در توانایی آنها برای جذب سرمایه‌های پایدار تأثیرگذار باشد. به عنوان مثال، شفافیت در جنبه‌های زیست‌محیطی، مانند کاهش آلاینده‌ها، مصرف بهینه منابع و برنامه‌های مدیریت پسماند، می‌تواند زمینه‌ساز اعتماد سرمایه‌گذاران به رعایت اصول پایداری شود. همچنین، توجه به مسائل اجتماعی، مانند حقوق کارگران، تأثیر بر جامعه و مشارکت در پروژه‌های اجتماعی، موجب ایجاد تصویری مثبت از شرکت‌ها می‌شود و سرمایه‌گذاران را به سرمایه‌گذاری در این شرکت‌ها تشویق می‌کند.

از سوی دیگر، ابعاد حاکمیتی نقش حیاتی در تأثیرگذاری بر نقدشوندگی دارد. شرکت‌هایی که به اصول حاکمیتی خود پایبند هستند و اطلاعات دقیقی درباره ساختار مدیریتی، شفافیت در فرآیندها و پاسخگویی به ذینفعان ارائه می‌دهند، می‌توانند به راحتی اعتماد سرمایه‌گذاران را جلب کنند. این اعتماد به کاهش ریسک‌های مرتبط با فساد و سوء مدیریت منجر می‌شود و سرمایه‌گذاران را به خرید سهام و نگهداری آن ترغیب می‌کند. در نتیجه، افزایش شفافیت در حوزه‌های زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی، به کاهش نوسانات قیمت سهام و بهبود نقدشوندگی آنها کمک می‌کند.

پژوهش‌ها نشان داده سرمایه‌گذاران در شرایط کنونی به دنبال سرمایه‌گذاری در شرکت‌هایی هستند که به مسائل «ای‌اس‌جی» توجه داشته و به افشای این اطلاعات به‌طور شفاف پرداخته‌اند. رابطه مثبت میان «ای‌اس‌جی» و نقدشوندگی سهام نمایانگر این است که شرکت‌ها با اتخاذ سیاست‌های شفاف و متعهد به اصول «ای‌اس‌جی» می‌توانند به نفع سرمایه‌گذاران و جامعه عمل کنند. به‌طور کلی، این رویه می‌تواند به ارتقاء توسعه پایدار و بهبود وضعیت اقتصادی کلان‌ها کمک کند و همچنین نقش مهمی در شکل‌گیری بازارهای مالی پایدار ایفا نماید. پژوهش حاضر به این اهمیت دارد که در زمره‌ی اولین پژوهش‌های داخلی است که این موضوع را بررسی کرده است و همچنین می‌تواند به گسترش ادبیات حسابداری و مالی در کشورهای در حال توسعه از جمله بازار سرمایه نوظهور ایران، کمک بزرگی کند. لذا در این پژوهش اثر افشای زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی (ای‌اس‌جی) بر نقدشوندگی سهام مورد بررسی قرار گرفت. پس از بررسی اطلاعات مربوط به ۱۲۵ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه‌ی زمانی ۱۳۹۷ تا ۱۴۰۱، شواهد حاکی از آزمون مدل، نشان داده است که افشای زیست‌محیطی، اجتماعی

و حاکمیتی، نقدشوندگی سهام را افزایش می‌دهد. در نتیجه فرضیه پژوهش در سطح اطمینان ۹۵ درصد تأیید می‌گردد و افشای زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی تأثیر مثبت و معناداری بر نقدشوندگی سهام دارد. لذا با افزایش سطح افشای زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی، نقدشوندگی سهام افزایش می‌یابد. این ارتباط می‌تواند به دلیل افزایش اعتماد سرمایه‌گذاران نسبت به این نوع شرکت‌ها باشد. طبق مبانی نظری پژوهش، افشای اطلاعات مربوط به مسائل زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی می‌تواند با کاهش شکاف اطلاعاتی، ارتقاء کیفیت محیط اطلاعاتی و تقویت اعتماد در بین سرمایه‌گذاران و مدیران، منجر به افزایش حجم معاملات و بهبود عملکرد مالی شرکت‌ها و در نهایت بهبود نقدشوندگی سهام شود. نتایج حاصل از آزمون فرضیه، موافق با یافته‌های دانگ (۲۰۲۴)، منگ‌تائو و همکاران (۲۰۲۳)، دنگ و چنگ (۲۰۱۹)، هوانگ و همکاران (۲۰۲۱) و چن و همکاران (۲۰۲۳) است. اما با یافته‌های چک و همکاران (۲۰۲۴) مطابقت ندارد. بر اساس این یافته‌ها، می‌توان چندین پیشنهاد به سه گروه مختلف مدیران و هیئت‌مدیره شرکت‌ها، سازمان بورس اوراق بهادار و سرمایه‌گذاران ارائه داد:

پیشنهاد به مدیران و هیئت‌مدیره شرکت‌ها: مدیران و هیئت‌مدیره شرکت‌ها باید به اهمیت و لزوم تقویت افشای زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی توجه کنند. با ارتقای کیفیت و عمق اطلاعات افشا شده در این زمینه، می‌توانند به جذب بیشتر سرمایه‌گذاران و بهبود نقدشوندگی سهام خود کمک کنند. به عبارت دیگر، با بهبود محیط اطلاعاتی و جلب اعتماد سرمایه‌گذاران از طریق افشای شفاف و معتبر اطلاعات «ای‌اس‌جی»، مدیران می‌توانند به نفع شرکت و سهامداران عمل کنند. پیشنهاد به سازمان بورس اوراق بهادار: سازمان بورس اوراق بهادار باید به بررسی و الزامی کردن افشای زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی به تفکیک صنایع پرداخته و آن را به عنوان یک عامل کلیدی در فرآیند قانون‌گذاری در نظر بگیرد. الزام به افشای این نوع اطلاعات نه تنها به بهبود کیفیت افشا و شفافیت در بازار کمک خواهد کرد، بلکه به تأمین منافع سرمایه‌گذاران و ارتقای اعتماد عمومی به بازار نیز می‌انجامد.

پیشنهاد به سرمایه‌گذاران: سرمایه‌گذاران نیز باید در فرایند سرمایه‌گذاری خود به موضوع افشاهای زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی توجه ویژه‌ای داشته باشند. هنگامی که قصد دارند در شرکتی سرمایه‌گذاری کنند، ارزیابی کیفیت و میزان افشای «ای‌اس‌جی» آن شرکت، می‌تواند به آنها در تصمیم‌گیری کمک کند. بدین ترتیب، سرمایه‌گذاران با تحلیل اطلاعات مربوط به افشای «ای‌اس‌جی» می‌توانند بهترین گزینه‌ها را برای سرمایه‌گذاری انتخاب کنند و از این طریق به افزایش نقدشوندگی سرمایه‌گذاری خود بیفزایند. با اجرای این پیشنهادها، می‌توان به بهبود کیفیت افشای اطلاعات «ای‌اس‌جی» و در نتیجه، تقویت نقدشوندگی سهام و ارتقاء پایداری مالی در بازار کمک کرد.

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

این مقاله برگرفته از پایان‌نامه پریسا شفیع‌ی در رشته حسابداری به راهنمایی دکتر سیدرضا میرعسکری جیلدانی در دانشگاه گیلان است.

نویسنده اول: تهیه و آماده‌سازی نمونه‌ها، انجام آزمایش و گردآوری داده‌ها، انجام محاسبات، تجزیه و تحلیل آماری داده‌ها، تحلیل و تفسیر اطلاعات و نتایج، تهیه پیشنویس مقاله.

نویسنده دوم: استاد راهنمای پایان‌نامه، طراحی پژوهش، نظارت بر مراحل انجام پژوهش، بررسی و کنترل نتایج، اصلاح، بازبینی و نهایی‌سازی مقاله.

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

تعارض منافع

بنا بر اظهار نویسندگان این مقاله تعارض منافع ندارد.

حامی مالی

حمایت مالی از این پژوهش از طرف دانشگاه گیلان، دانشکده مدیریت و اقتصاد در قالب پژوهانه پایان‌نامه دانشجویی نویسنده اول و همچنین پژوهانه برای سایر نویسندگان انجام شده است.

تقدیر و تشکر

بدینوسیله از همه عزیزانی که با مطالعه و ارائه پیشنهادها خود به بهبود کیفیت مقاله کمک کرده‌اند، صمیمانه سپاسگزاری می‌نمایم.

منابع

- تحیری، آرش و افسای، اکرم (۱۴۰۰). تأثیر افشای زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیتی بر تلاش حسابرس و کیفیت حسابرسی. *مجله دانش حسابداری*، ۱۲(۳)، ۶۹-۸۸. <https://doi.org/10.22103/jak.2021.16637.3349>
- دعائی، میثم؛ کریمان، زهرا و فرهادی شریف‌آباد، محسن (۱۳۹۷). نقدشوندگی و پرداخت سود سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. *فصلنامه بورس اوراق بهادار*، ۱۰(۴۰)، ۱۱۷-۱۳۸. <https://www.sid.ir/paper/187753>
- فخاری، حسین و فلاح محمدی، نورگس (۱۳۸۸). بررسی تأثیر افشای اطلاعات بر نقدشوندگی سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. *تحقیقات حسابداری و حسابرسی*، ۱۱(۴)، ۱۶۳-۱۴۸. <https://doi.org/10.22034/iaar.2009.105181>
- فخاری، حسین؛ ملکیان، اسفندیار و جفایی‌رهنی، منیر (۱۳۹۶). تبیین و رتبه‌بندی مولفه‌ها و شاخص‌های گزارشگری زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری شرکتی به روش تحلیل سلسه‌مراتبی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار. *حسابداری/ارزشی و رفتاری*، ۲(۴)، ۱۸۷-۱۵۳. <http://dx.doi.org/10.29252.153-187.4>
- کیقبادی، امیررضا؛ صدیق بهزادی، شادان؛ طهماسبی خورنه، سعید و سیف، سمیرا (۱۳۹۷). تأثیر کیفیت افشای اطلاعات و عدم تقارن اطلاعاتی بر نوسان‌پذیری بازده سهام با استفاده از سیستم معادلات هم‌زمان. *پژوهشنامه حسابداری مالی و حسابرسی*، ۱۰(۴۰)، ۸۸-۶۹. <https://sid.ir/paper/198184/fa>
- مراذاده فرد، مهدی و ابوحمزه، مینا (۱۳۸۹). اثر کیفیت افشای شرکتی بر نقدشوندگی سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. *مطالعات تجربی حسابداری مالی*، ۸(۳۲)، ۱۰۲-۷۳. <https://dor.isc.ac/dor/20.1001.1.28210166.1389.8.32.4.1>
- ملاطفری، مهناز؛ احمدی، شیما و سیل‌سپور، حسین (۱۴۰۴). بررسی عوامل مؤثر بر پذیرش، میزان و کیفیت گزارش‌های پایداری: کاربست روش مرور سیستماتیک. *مجله دانش حسابداری*، ۱۶(۱)، ۲۷-۵۰. <https://doi.org/10.22103/jak.2024.22361.3969>
- ملکیان کله‌بستی، اسفندیار؛ فخاری، حسین؛ جفایی‌رهنی، منیر (۱۳۹۸). بررسی تأثیر ویژگی‌های هیئت مدیره شرکت بر میزان گزارشگری زیست محیطی، اجتماعی و راهبری شرکتی. *مجله دانش حسابداری*، ۱۰(۲)، ۱۱۲-۷۷. <https://doi.org/10.22103/jak.2019.12336.2729>
- یعقوب‌نژاد، احمد و ذبیحی، علی (۱۳۹۰). بررسی رابطه بین کیفیت افشا و نقدشوندگی سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. *دانش مالی تحلیل اوراق بهادار*، ۴(۱۰)، ۲۳۵-۲۱۷. <https://sid.ir/paper/200111>

References

- Agarwal, P. (2007). Institutional ownership and stock liquidity (working paper, Cornell University). SSRN. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1029395>.
- Agarwal, V., Mullally, K.A., Tang, Y., & Yang, B. (2015). Mandatory portfolio disclosure, stock liquidity, and mutual fund performance. *The Journal of Finance*, 70(6), 2733-2776. <https://doi.org/10.1111/jofi.12245>.
- Amihud, Y. (2002). Illiquidity and stock returns: Cross-section and time-series effects. *Journal of Financial Markets*, 5(1), 31-56. [https://doi.org/10.1016/S1386-4181\(01\)00024-6](https://doi.org/10.1016/S1386-4181(01)00024-6).
- Amihud, Y., & Mendelson, H. (1986). Asset pricing and the bid-ask spread. *Journal of Financial Economics*, 17(2), 223-249. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(86\)90065-6](https://doi.org/10.1016/0304-405X(86)90065-6).

- Amihud, Y., & Mendelson, H. (2008). Liquidity, the value of the firm, and corporate finance. *Journal of Applied Corporate Finance*, 20(2), 32-45. <https://doi.org/10.1111/j.1745-6622.2008.00179.x>.
- Atawnah, N., Balachandran, B., Duong, H.N., & Podolski, E.J. (2018). Does exposure to foreign competition affect stock liquidity? Evidence from industry-level import data. *Journal of Financial Markets*, 39, 44-67. <https://doi.org/10.1016/j.finmar.2017.12.002>.
- Badolia, L. (2016). How can i get started investing in the stock market? Educreation Publishing. [Goodreads].
- Bizzotto, J., & Vigier, A. (2021). Fees, reputation, and information production in the credit rating industry. *American Economic Journal: Microeconomics*, 13(2), 1-34. <https://doi.org/10.1257/mic.20180170>.
- Blank, H., Sgambati, G., & Truelson, Z. (2016). Best practices in ESG investing. *The Journal of Investing*, 25(2), 103-112. <https://doi.org/10.3905/joi.2016.25.2.103>
- Butler, A.W., Grullon, G., & Weston, J.P. (2005). Stock market liquidity and the cost of issuing equity. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 40(2), 331-348. <https://doi.org/10.1017/S0022109000002337>.
- Chacko, G.C., Jurek, J.W., & Stafford, E. (2008). The price of immediacy. *The Journal of Finance*, 63(3), 1253-1290. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2008.01357.x>.
- Chek, E.Y. (2024). The effect of ESG on stock liquidity in Malaysia (Bachelor's project, University Tunku Abdul Rahman, Malaysia). UTAR Institutional Repository. <http://eprints.utar.edu.my/id/eprint/6386>.
- Chen, R., Liu, Y., Jiang, Y., & Liu, J. (2023). Does ESG performance promote vitality of capital market? Analysis from the perspective of stock liquidity. *Frontiers in Environmental Science*, 11, 1132845. <https://doi.org/10.3389/fenvs.2023.1132845>.
- Chordia, T., Roll, R., & Subrahmanyam, A. (2000). Commonality in liquidity. *Journal of financial economics*, 56(1), 3-28. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(99\)00057-4](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(99)00057-4).
- Chordia, T., Roll, R., & Subrahmanyam, A. (2008). Liquidity and market efficiency. *Journal of Financial Economics*, 87(2), 249-268. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2007.03.005>.
- Chung, K.H., & Chuwonganant, C. (2014). Uncertainty, market structure, and liquidity. *Journal of Financial Economics*, 113(3), 476-499. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2014.05.008>.
- Dass, N., & Massa, M. (2011). The impact of a strong bank-firm relationship on the borrowing firm. *The Review of Financial Studies*, 24(4), 1204-1260. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhp074>.
- Deng, X., & Cheng, X. (2019). Can ESG indices improve the enterprises' stock market performance? An empirical study from China. *Sustainability*, 11(17), 4765. <https://doi.org/10.3390/su11174765>.
- 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://doi.org/10.2308/accr.00000005>.
- Dimson, E., Marsh, P., & Staunton, M. (2020). Divergent ESG ratings. *The Journal of Portfolio Management*, 47(1), 75–87. <https://doi.org/10.3905/jpm.2020.1.175>.
- Dong, H. (2024). The influence of environmental information disclosure on stock liquidity. In *Proceedings of the 4th International Conference on Informatization Economic Development and Management*, 23–25. <http://dx.doi.org/10.4108/eai.23-2-2024.2345888>.
- Duaei, M., Karimian, Z., & Farhadi, S.A.M. (2018). Liquidity and dividend payments in the TSE listed companies. *Journal of Securities Exchange*, 10(40), 117-138. <https://www.sid.ir/paper/187753> [In Persian].
- Duan, J.C., & Zou, Q. (2014). Liquidity and default. <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2450890>.
- Egginton, J.F., & McCumber, W.R. (2019). Executive network centrality and stock liquidity. *Financial Management*, 48(3), 849-871. <https://doi.org/10.1111/fima.12237>.
- Fakhari, H., & Fallah, M.N. (2009). Investigating the impact of information disclosure on liquidity of companies listed in Tehran Stock Exchange. *Accounting and Auditing Research*, 1(4), 148-163. <https://doi.org/105181> [In Persian].
- Fakhari, H., Malekian, E., & Jafaei, R.M. (2017). Explaining and ranking of the components and indicators of environmental, social and corporate governance reporting by analytic hierarchy process in the companies listed in Stock Exchange. *Iranian Journal of Value and Behavioral Accounting*, 2(4), 153-187. <http://dx.doi.org/10.29252> [In Persian].
- Feng, J., Goodell, J.W., & Shen, D. (2021). ESG rating and stock price crash risk: Evidence from China. *Finance Research Letters*, 46, 102476. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2021.102476>.
- Francis, J., Lafond, R., Olsson, P., & Schipper, K. (2005). The market pricing of accruals quality. *Journal of Accounting and Economics*, 39(2), 295–327. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2004.06.003>.
- Friede, G., Busch, T., & Bassen, A. (2015). ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 5(4), 210-233. <https://doi.org/1118917>.
- Gibson Brandon, R., Krueger, P., & Schmidt, P.S. (2021). ESG rating disagreement and stock returns. *Financial Analysts Journal*, 77(4), 104-127. <https://doi.org/10.1080/0015198X.2021.1963186>.

- Gillan, S. L., Koch, A., & Starks, L.T. (2021). Firms and social responsibility: a review of ESG and CSR research in corporate finance. *Journal of Corporate Finance*, 66, 101889. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2021.101889>.
- Hameed, A., Kang, W., & Viswanathan, S. (2010). Stock market declines and liquidity. *The Journal of Finance*, 65(1), 257-293. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2009.01529.x>.
- Harris, L. (1990). Liquidity, trading rules and electronic trading systems. (No. 91-8). [Google Books].
- Hassan, M.S., Mohd-Saleh, N., & Che Abdul Rahman, M.R. (2008). Determinant of financial instruments disclosure quality among listed firms in Malaysia. *Working Paper*, <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1157788>.
- Hoseinzade, E., & Haratizadeh, S. (2019). CNN red: CNN-based stock market prediction using a diverse set of variables. *Expert Systems with Applications*, 129, 273-285. <https://doi.org/10.1016/j.eswa.2019.03.029>.
- Hwang, C.Y., Titman, S., & Wang, Y. (2021). Investor tastes, corporate behavior, and stock returns: an analysis of corporate social responsibility. *Management Science*, 68(10), 7131-7152. [RePec].
- Jensen, M.C., & Meckling, W.H. (2019). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. In *Corporate Governance*, 77-132. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X).
- Keyghobadi, A., Sedigh, B.S., Tahmasbi, S., & Seyf, S. (2019). The effect of information disclosure quality and information asymmetry on stock return volatility by using simultaneous equations. *The Financial Accounting and Auditing Researches*, 10(40), 69-88. <https://sid.ir/paper/198184> [In Persian].
- Koh, H.K., Burnasheva, R., & Suh, Y.G. (2022). Perceived ESG (environmental, social, governance) and consumers' responses: The mediating role of brand credibility, Brand Image, and perceived quality. *Sustainability*, 14(8), 4515. <https://doi.org/10.3390/su14084515>.
- Luo, D. (2022). ESG, liquidity, and stock returns. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 78, 101526. <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2022.101526>.
- Malekian Kallebasti, E., Fakhari, H., & Jafaei, M. (2019). Impact of board of directors' characteristics on environmental, social, and corporate governance reporting. *Journal of Accounting Knowledge*, 10(2), 112-77. <https://doi.org/jak.2729> [In Persian].
- Masulis, R.W., & Reza, S.W. (2015). Agency problems of corporate philanthropy. *The Review of Financial Studies*, 28(2), 592-636. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhu082>.
- Meling, T.G. (2021). Anonymous trading in equities. *The Journal of Finance*, 76(2), 707-754. <https://doi.org/12988>.
- Meng-tao, C., Da-peng, Y., Wei-qi, Z., & Qi-jun, W. (2023). How does ESG disclosure improve stock liquidity for enterprises—empirical evidence from China. *Environmental Impact Assessment Review*, 98, 106926. <https://doi.org/106926>.
- Miraskari, S.R., & Rezaei Pitenoci, Y. (2024). Investigating the factors influencing ease of doing business in Gilan province. *Business Process Management Journal*, 30(7), 2642-2664. <https://doi.org/10.1108/BPMJ-01-2024-0032>.
- Molanazari, M., Ahmadi, S., & Seilsepoor, H. (2024). The determinants of adoption, quantity and quality of sustainability reports: Using systematic review. *Journal of Accounting Knowledge*, 16(1), 27-50. <https://doi.org/jak.3969> [In Persian].
- Moradzadeh Fard, M., & Abouhamzeh, M. (2010) The effect of the quality of corporate disclosure on stock liquidity by Tehran Stock Exchange (TSE) listed companies. *The Journal of Empirical Studies in Financial Accounting*, 8(32), 73-102. <https://dor.isc.ac/dor/20.1001.1.28210166.1389.8.32.4.1> [In Persian].
- Niskanen, V. V. (2009). Estimating the liquidity premium of equity indices. *Master's Thesis*, Helsinki University of Technology, Espoo, Finland. <https://urn.fi/URN:NBN:fi:aalto-2020120555549>.
- Ogunrinola, I.I., & Motilewa, D.B. (2015). Stock market liquidity and economic growth in Nigeria (1980 to 2012). *Journal of Economics and International Business Management*, 3(6), 2384-7328. [PDF].
- Oliveira, L., Lima Rodrigues, L., & Craig, R. (2006). Firm-specific determinants of intangibles reporting: evidence from the Portuguese stock market. *Journal of Human Resource Costing & Accounting*, 10(1), 11-33. <https://doi.org/2657>.
- Svanes, K., & Øyaas, C.B. (2021). Stock market liquidity and sustainability: Exploring the effect of ESG performance on liquidity in Brazil's and Germany's stock market. *Master's Thesis*, University of Stavanger Business School, Uis Brage. <https://hdl.handle.net/11250/2780084>.
- Tahriri, A., & Afsay, A. (2021). The impact of environmental, social and governance disclosure on auditor effort and audit quality. *Journal of Accounting Knowledge*, 12(3), 69-88. <https://doi.org/16637.3349> [In Persian].
- Welker, M. (1995). Disclosure policy, information asymmetry and liquidity in equity markets. *Contemporary Accounting Research*, 11(2), 801-828. DOI: [10.1111/j.1911-3846.1995.tb00467.x](https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.1995.tb00467.x).
- White, G., Lee, A., & Tower, G. (2007). Drivers of voluntary intellectual capital disclosure in listed biotechnology companies. *Journal of Intellectual Capital*, 8(3), 517-537. <https://doi.org/10.1108/14691930710774894>.
- Yaghobnezahad, A., & Zabihi, A. (2011). The Relationship between disclosure quality and stock liquidity in listed Companies on Tehran stock exchange. *Financial Knowledge of Security Analysis (Financial Studies)*, 4(10), 217-235. <https://sid.ir/paper/200111> [In Persian].
- Zhang, L., & Ding, S. (2006). The effect of increased disclosure on cost of capital: evidence from China. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 27, 383-401. <https://link.springer.com/article/10.1007/s11156-006-0044-1>.