



فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری
سال دهم / شماره سی‌وهشتم / تابستان ۱۴۰۰

اثر تعدیلی مسئولیت اجتماعی بر ارتباط سرمایه‌گذاری و عملکرد با تاکید بر عوامل مبتنی بر نظریه نمایندگی

فرهاد فضیلت

دانشجوی دکتری حسابداری، واحد علوم و تحقیقات، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران
farhadfazilat@gmail.com

هاشم ولی پور

دانشیار، گروه حسابداری، واحد فیروز آباد، دانشگاه آزاد اسلامی، فیروزآباد، ایران (نویسنده مسئول)
h.valipour@gmail.com

شادی شاهرودیانی

استاد یار، گروه مدیریت مالی، واحد شهر قدس، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران
shshahverdiani@gmail.com

تاریخ دریافت: ۹۸/۱۰/۲۳ تاریخ پذیرش: ۹۸/۱۱/۰۷

چکیده

هدف پژوهش حاضر بررسی اثر مسئولیت اجتماعی بر ارتباط سرمایه‌گذاری و عملکرد شرکتها بوده و انگیزه مدیران، مشارکت ذینفعان و مالکیت دولتی را بعنوان عوامل مبتنی بر نظریه نمایندگی مورد آزمون قرار می‌دهد. روش انجام تحقیق شبه تجربی است و تعداد ۱۲۷ شرکت در بازار سرمایه ایران در دوره زمانی ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۶ بعنوان نمونه تحقیق انتخاب شده است. برای آزمون فرضیه‌ها از تحلیل رگرسیون به روش داده‌های ترکیبی استفاده شده است. نتایج تحقیق نشان می‌دهد که مسئولیت اجتماعی موجب کاهش حساسیت سرمایه‌گذاری به عملکرد می‌شود؛ همچنین اثر این متغیر بر حساسیت سرمایه‌گذاری به عملکرد در شرکتهای با انگیزه پاداش ضعیف برای مدیران و مشارکت بالاتر ذینفعان بیشتر اما در شرکت‌های دولتی کمتر است.

واژه‌های کلیدی: کارایی سرمایه‌گذاری، مسئولیت اجتماعی شرکتها، نظریه نمایندگی.

۱- مقدمه

یکی از مهمترین موضوعاتی که مورد توجه سرمایه‌گذاران و تحلیل‌گران مالی قرار می‌گیرد عملکرد مالی شرکت هاست. از طرفی، با توجه به جدایی مدیریت از مالکیت ارزیابی عملکرد شرکت از جنبه تئوری نمایندگی مورد توجه قرار گرفته است. ذی‌نفعان مختلف بویژه سهامداران درصد سرمایه‌گذاری در شرکتهایی هستند که بازده اقتصادی مطلوبی به همراه داشته باشد (نمازی، ۱۳۹۷). از دیگر سو برای دستیابی به مزیت رقابتی پایدار، افزایش ارزش و بهبود عملکرد اقتصادی لازم است شرکتهای به مسئولیت‌های اجتماعی^۱ خود توجه نمایند. بسیاری نیز توجه شرکتهای به مقوله مسئولیت اجتماعی را برای ایفای نقش واقعی در جامعه از طریق بکارگیری استانداردهای مسئولانه اجتماعی، اخلاقی، قانونی و محیطی ضروری تلقی می‌کنند (حساس یگانه، ۱۳۹۲).

دو دیدگاه رقیب در خصوص ایفای نقش اجتماعی شرکت‌ها وجود دارد. در دیدگاه اول اهداف مسئولیت اجتماعی هیئت مدیره به افزایش رفاه سهامداران منجر می‌شود. پتلا (۲۰۱۰) کاهش هزینه‌های مستقیم (انرژی، مواد، اتلاف زمان و ...)؛ افزایش بهره‌وری کارکنان (افزایش انگیزه، کاهش غیبت و ...)؛ کاهش ریسک (دسترسی آسان‌تر به اعتبار، افزایش منافع سرمایه‌گذاران، جلب حمایت ذی‌نفعان و ...) و بهبود تصویر رقابتی شرکت را نتیجه توجه شرکتهای به مسئولیت اجتماعی می‌داند (دنگ^۲، ۲۰۱۳). بر پایه این استدلال اگرچه اجرای اهداف مسئولیت اجتماعی مستلزم انجام هزینه‌های اولیه برای شرکت است، اما در بلندمدت به دلیل کسب شهرت، کاهش هزینه‌ها، افزایش فروش و سود در نتیجه افزایش تقاضا به بهبود عملکرد واحد تجاری منجر خواهد شد (مک کینلی^۳ و همکاران، ۲۰۰۸). در دیدگاه مقابل، فریدمن از ۱۹۷۰ می‌گوید: «تنها مسئولیت اجتماعی شرکت خلق پول است». بر این اساس مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها منشاء ظهور مشکلات نمایندگی است (کروگر^۴، ۲۰۱۵؛ مک ویلیامز^۵ و همکاران، ۲۰۰۶)، چراکه بر اساس دیدگاه اخیر، مسئولیت اجتماعی شرکتهای برای سهامداران هزینه بر بوده و چنانچه منابع شرکت صرف امور خیریه، حفاظت زیست محیطی، ایجاد همبستگی و سایر فعالیت‌های مرتبط با مسئولیت اجتماعی شود منافع سرمایه‌گذاران اصلی واحد تجاری را کاهش خواهد داد (جنسن^۶، ۲۰۰۱).

هدف تحقیق حاضر آزمون نظریه نمایندگی در ارتباط مسئولیت اجتماعی و عملکرد اقتصادی شرکت‌ها بوده و به دنبال پاسخ این پرسش است که آیا مسئولیت اجتماعی و متغیرهای مرتبط با نظریه نمایندگی موجب ارتقاء کارایی تخصیص سرمایه در شرکتهای می‌شود یا به عکس اثر منفی بر کارایی تخصیص سرمایه دارد.

در ایران اگرچه چند مطالعه در زمینه ارتباط بین مسئولیت اجتماعی و شاخص‌های عملکرد اقتصادی شرکتهای انجام شده (نظیر مطالعات انجام شده توسط فخاری، ۱۳۹۶؛ دارابی و همکاران، ۱۳۹۶؛ تقی زاده خانقاه و همکاران، ۱۳۹۵) اما مطالعه‌ای از جنبه تاثیر عوامل مبتنی بر نظریه نمایندگی بر رابطه مسئولیت اجتماعی و عملکرد اقتصادی شرکتهای انجام نشده است. لذا انجام این تحقیق مبانی نظری و جنبه کاربردی اثر مسئولیت اجتماعی بر عملکرد شرکت را توسعه می‌دهد. از طرفی از آنجا که مسئولیت اجتماعی یکی از عواملی است که ممکن است عملکرد مالی شرکت‌ها را تحت تاثیر قرار دهد نتایج تحقیق می‌تواند اثر مالی مسئولیت اجتماعی

شرکت ها را روشن تر کرده و سرمایه گذاران و تحلیل گران مالی اثر این عامل را تصمیم گیری های اقتصادی مورد توجه قرار دهند.

این پژوهش ابتدا به اثر مسئولیت اجتماعی بر رابطه سرمایه گذاری و عملکرد می پردازد، سپس اثر تعدیلی انگیزه های مدیریت، مشارکت ذینفعان، و مالکیت دولت بعنوان عوامل مبتنی بر نظریه نمایندگی بر رابطه سرمایه گذاری و عملکرد با توجه به امتیاز مسئولیت اجتماعی شرکتها مورد بررسی قرار می دهد. نتایج تحقیق حاضر می تواند برای تصمیم گیری سرمایه گذاران، سهامداران، سیاستگذاران و مدیران شرکتهایی که به نقش مسئولیت اجتماعی شرکتها توجه دارند مفید واقع شود.

۲- مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

در دهه های اخیر تحقیقات زیادی بر اهمیت استراتژیک مسئولیت اجتماعی شرکتها تاکید کرده اند. تعریف پذیرفته شده ای از مسئولیت اجتماعی شرکتها توسط مک ویلیامز و سیگل^۷ (۲۰۰۶) ارائه شده که مسئولیت اجتماعی را اینگونه توصیف کرده اند: «فعالیتهایی که ورای منافع شرکت در چشم انداز یک جامعه آرمانی انجام می شود و توسط قانون الزام شده است». به گونه مشابه بنیاد تجاری پاسخگویی اجتماعی^۸ (BSR، ۲۰۰۶) مسئولیت اجتماعی را دستیابی به موفقیت تجاری از طریق احترام به ارزشهای اخلاقی، بزرگداشت نوع بشر، توجه به علایق ذینفعان و حفاظت از محیط زیست می داند. لکن همانگونه که پیشتر گفته شد مسئولیت اجتماعی شرکتها سبب بروز مشکلات نمایندگی بین مدیر و ذینفعان شرکت بوده است. بحث زیر به تشریح این مشکلات و مرور تحقیقات انجام شده در این زمینه می پردازد.

۲-۱- مسئولیت اجتماعی شرکتها و مشکلات نمایندگی

مسئولیت اجتماعی شرکتها منشاء مشکلات نمایندگی بین مدیر و ذینفعان شرکت است (بنا بو و تریول^۹، ۲۰۱۰). از یک منظر عملکرد ممتاز در حوزه مسئولیت اجتماعی می تواند هزینه های قرارداد را بواسطه محدودسازی رفتار فرصت طلبانه مدیر کاهش دهد (ایکلس و همکاران^{۱۰}، ۲۰۱۴)، از سوی دیگر بر اساس پژوهش کروگر^{۱۱} (۲۰۱۵) مدیران شهرت و محبوبیت زیادی - به هزینه سهامداران - از طریق سرمایه گذاری در مسئولیت اجتماعی کسب می کنند. بر اساس نتایج تحقیق مذکور هنگامی که اخبار مثبت از سیاستهای مسئولیت اجتماعی شرکت آشکار می شود، سرمایه گذاران را به واکنش وامی دارد. چراکه مطالعاتی نظیر تحقیق براون^{۱۲} و همکاران (۲۰۰۶) نشان می دهد مشارکت در فعالیتهای اجتماعی (همچون پرهیز از سرمایه گذاری در انرژی هسته ای و امور خیریه) اثر منفی بر ثروت سهامداران دارد.

۲-۲- درستکاری مدیریت، مسئولیت اجتماعی شرکتها و عملکرد شرکت

مطالعات اخیر نظیر پژوهش انجام شده توسط الدار^{۱۳} (۲۰۱۴) برای توضیح نتایج اقتصادی عملکرد مسئولیت اجتماعی شرکتها به دو گروه ذینفعان و سهامداران تمرکز کرده اند. بر اساس تئوری ذینفعان، مدیران لازم است

به منافع ذینفعان مختلف نظیر انجمن‌ها، جامعه و محیط پیرامون را در تصمیمات تجاری مد نظر قرار دهند (جنسن^{۱۴}، ۲۰۰۱). تحقیقات انجام شده قبلی در زمینه حداکثرسازی رفاه به تئوری‌های اخلاقی، سیاسی و ترکیبی تاکید دارند (گاریگا و مل^{۱۵}، ۲۰۰۴). تئوری‌های اخلاقی فرض می‌کنند که مدیران می‌بایست مسئولیت‌های اجتماعی را بعنوان یک تعهد اخلاقی پذیرفته و با توجه به منافع بر حق همه ذینفعان «کار صحیح انجام دهند» (فیلیپس^{۱۶}، ۲۰۰۳). از دیدگاه تئوری‌های سیاسی، مدیران شرکتها باید به جامعه پاسخگو بوده و راهی برای بهبود وضع جامعه در پیش گیرند. تئوری ترکیبی فرض می‌کند که مدیران باید تقاضاهای جامعه را در مدل تجاری خود مدنظر قرار دهند چراکه موفقیتشان وابسته به اجتماع است (متن و کران^{۱۷}، ۲۰۰۵).

بر اساس تئوری مالکان از آنجا که سهامداران صاحبان اصلی شرکت هستند مدیران وظیفه امانتی دارند تا از طریق عملکرد صحیح ثروت سهامداران را حداکثر نمایند. این تئوری‌ها (ای ابزار) به استدلال فریدمن (۱۹۷۰) مبنی بر خلق حداکثر ثروت برای مالکان متکی هستند. لذا فعالیت‌های اجتماعی مادامی موجه است که به خلق ثروت برای سهامداران منجر شود (مک کی^{۱۸} و همکاران، ۲۰۰۷).

فرضیه فرصت طلبی مدیر پیش‌بینی می‌کند که مدیران از سرمایه‌گذاری در مسئولیت اجتماعی، اهداف شخصی خود را دنبال می‌کنند که این اهداف لزوماً با ثروت سهامداران همسو نیست. مطالعات تئوریک پیشنهاد می‌کنند که مسئولیت اجتماعی شرکتها می‌تواند بالقوه با منافع شخصی مدیران مرتبط باشد (کارول^{۱۹}، ۱۹۷۹). مک ویلیامز^{۲۰} و همکاران (۲۰۰۶) نیز می‌گویند مدیران از اهداف مسئولیت اجتماعی برای پیشبرد برنامه‌های خود استفاده می‌کنند.

از سوی دیگر تئوری مدیریت خوب (مک گویر^{۲۱}، ۱۹۹۸) پیش‌بینی می‌کند که عملکرد بهتر در ابعاد مختلف مسئولیت اجتماعی به بهبود نتایج مالی منجر می‌شود، چرا که ارتباط بین ذینفعان کلیدی را بهبود می‌دهد. برای مثال حکمرانی خوب و ارتباط با انجمن‌ها، آگاهی‌های محیطی و ارتباطات کارکنان می‌تواند به کاهش هزینه مدیریت ذینفعان، افزایش فروش، ارتقا روحیه کارکنان و بهره‌وری نیروی کار منجر شود و مشوق رقابت بین شرکتها گردد. بر اساس مطالب ذکر شده می‌توان نتیجه گرفت مطالعات انجام شده در زمینه ارتباط بین مسئولیت اجتماعی و عملکرد مالی به نتایج متضادی انجامیده است.

۲-۳- مالکیت دولتی و مسئولیت اجتماعی شرکتها

ساختار مالکیت یکی از موضوعات مهم حاکمیت شرکتی است که بر عملکرد شرکت تاثیر بسزایی دارد، چراکه برانگیزه مدیران اثر مستقیم دارد. شرکت‌های دولتی به نمایندگی از حاکمیت، انگیزه بیشتری برای سرمایه‌گذاری در اهداف مسئولیت اجتماعی خواهند داشت، بعکس در شرکت‌های غیر دولتی که مدیران از طرف دولت منصوب می‌شوند به دلیل سرمایه‌گذاری در مسئولیت‌های اجتماعی کمتر با واکنش منفی از جانب مالکان مواجه می‌شوند. مدیران دولتی از این طریق حتی می‌توانند بر شهرت خود افزوده و شانس ارتقا خود را افزایش دهند (گرد، ۱۳۹۷).

۴-۲- تحقیقات خارجی

هو و چیه^{۲۲} (۲۰۱۹) در مطالعه ای ارتباط مسئولیت اجتماعی و عملکرد مالی پایدار را مورد آزمون قرار دادند. نتایج تحقیق آنها بیانگر این است که شرکت های مسئول اجتماعی نتایج مالی مطلوب تری نسبت به شرکتهایی که مسئولیت اجتماعی را در اولویت اهداف خود قرار نداده اند کسب می کنند.

کمالی رضایی^{۲۳} و همکاران (۲۰۱۹) به بررسی ارتباط بین مسئولیت اجتماعی و احتمال ورشکستگی شرکت پرداختند و نقش تعدیلی هزینه سرمایه و رقابت بازار را در این ارتباط بررسی نمودند. آنها دریافتند که مسئولیت اجتماعی شرکت نقش تعیین کننده ای در کاهش احتمال ورشکستگی شرکتها داشته و ارتباط معکوس و معناداری بین احتمال ورشکستگی، انحصار و هزینه سرمایه وجود دارد.

بندری^{۲۴} و همکاران (۲۰۱۷) در تحقیقی به بررسی ارتباط مسئولیت اجتماعی شرکتها و کارایی تخصیص سرمایه پرداختند. آنها در تحقیق خود پی بردند که مسئولیت اجتماعی شرکتها اثر منفی بر نسبت Q توپین دارد. آنها همچنین اثر مسئولیت اجتماعی شرکتها را بر فاکتورهای تضاد نمایندگی بررسی و اثر مشارکت ذینفعان را بر ارتباط بین مسئولیت اجتماعی شرکت و کارایی تخصیص سرمایه موثر یافتند. آنها همچنین به این نتیجه رسیدند که مسئولیت اجتماعی شرکتها اثر منفی بر ارتباط تامین مالی خارجی و Q توپین دارد و همچنین بر ارتباط سرمایه گذاری به وجه نقد اثرگذار است. آنها همچنین دریافتند که کارایی تخصیص سرمایه در حضور متغیر مسئولیت اجتماعی در عملکرد آتی شرکت منعکس می شود.

تئودالیدیس^{۲۵} و همکاران (۲۰۱۷) به بررسی رابطه مسئولیت پذیری اجتماعی و عملکرد مالی از دیدگاه تئوری ذی نفعان پرداختند. نتایج نشان داد که مسئولیت اجتماعی اثر مستقیم بر عملکرد مالی می گذارد لکن این اثر بر استراتژی شرکتها، غیرمستقیم خواهد بود.

کریستین^{۲۶} و همکاران (۲۰۱۶) به بررسی تأثیر مسئولیت اجتماعی شرکتها بر کارایی سرمایه گذاری و نوآوری پرداختند نتایج آنان نشان می دهد که شرکتها با مسئولیت اجتماعی سطح بالا سرمایه گذاری کارآمد تری دارند زیرا این شرکتها کمتر در معرض سرمایه گذاری در پروژه هایی با ارزش فعلی خالص منفی بوده و از پروژه های با ارزش فعلی خالص مثبت کمتر چشم پوشی می کنند. همچنین شرکت های مسئولیت اجتماعی سطح بالا از ثبت اختراع بیشتری بهره مند می شوند.

بنلملیه و بیتا^{۲۷} (۲۰۱۵) در تحقیقی مسئولیت اجتماعی شرکتها و کارایی سرمایه گذاری را با استفاده از تعدادی از شرکت های آمریکایی در طول دوره ۱۹۹۸ تا ۲۰۱۲ بررسی و دریافتند که مسئولیت اجتماعی سطح بالا ناکارآمدی سرمایه گذاری را کاهش و در نتیجه کارایی سرمایه گذاری را افزایش می دهد.

اتیک و همکاران^{۲۸} (۲۰۱۴) به بررسی تأثیر مسئولیت اجتماعی شرکت بر حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی طی دوره زمانی ۱۹۹۲-۲۰۱۰ پرداختند. نتایج تحقیق نشان داد که مسئولیت اجتماعی شرکت از طریق کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه نمایندگی بر حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی اثرگذار است. درعین حال حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی داخلی با افزایش امتیاز مسئولیت اجتماعی شرکت کاهش می یابد.

۵-۲- تحقیقات داخلی

نمازی و مقیمی (۱۳۹۷) در مطالعه‌ای به بررسی تأثیر نوآوری و نقش تعدیلی مسئولیت پذیری اجتماعی بر عملکرد مالی شرکت‌ها در صنایع مختلف می‌پردازند. یافته‌ها نشان می‌دهند که در بورس اوراق بهادار تهران، نوآوری در صنعت دارویی، شیمیایی و پلاستیک نسبت به صنایع دیگر، تأثیری بیشتری روی عملکرد مالی دارد. مسئولیت پذیری اجتماعی در صنعت کانی‌ها و دارویی، شیمیایی و لاستیک نسبت به صنایع دیگر، تأثیر بیشتری بر عملکرد مالی شرکت‌ها دارد و با افزایش مسئولیت پذیری اجتماعی، عملکرد شرکت‌ها به مراتب بهبود می‌یابد.

فخاری (۱۳۹۶) در تحقیقی به بررسی اثر میانجی عملکرد مالی بر رابطه بین مسئولیت پذیری اجتماعی و ارزش افزوده بازار پرداخته است. یافته‌ها نشان می‌دهد که سود هر سهم و شاخص Q توپین نقش میانجی کامل در رابطه مسئولیت پذیری اجتماعی و ارزش افزوده بازار ایفا می‌کند و مسئولیت پذیری اجتماعی از طریق شاخص عملکردی اثر معناداری بر ارزش افزوده بازار دارد.

صفری گرایلی (۱۳۹۶) در پژوهشی به بررسی تأثیر مسئولیت پذیری اجتماعی شرکت‌ها بر ارزشگذاری بازار از نگاهداشت وجه نقد می‌پردازد. نتایج پژوهش طی سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۶ حاکی از آن است که افشای اطلاعات مسئولیت پذیری اجتماعی، ارزش بازار وجه نقد نگهداری شده شرکت را افزایش می‌دهد به بیان دیگر، سرمایه‌گذاران برای وجه نقد نگهداری شده در شرکت‌های دارای سطح مسئولیت پذیری اجتماعی بالاتر، ارزش بیشتری قائل‌اند.

دارابی و همکاران (۱۳۹۶) در پژوهشی به بررسی رابطه بین مسئولیت اجتماعی، عملکرد اقتصادی و اجتناب از مالیات شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته است. آزمون فرضیات پژوهش نشان می‌دهد که اگر شرکت دارای مسئولیت اجتماعی باشد، میانگین اجتناب از مالیات و میانگین ارزش افزوده اقتصادی آنها کمتر خواهد شد و بالعکس اگر شرکتی دارای مسئولیت اجتماعی نباشد میانگین اجتناب از مالیات و میانگین ارزش افزوده اقتصادی آنها نیز افزایش خواهد یافت.

تقی زاده خانقاه و همکاران (۱۳۹۵) در پژوهشی به بررسی تأثیر مسئولیت پذیری اجتماعی شرکت‌ها بر کارایی سرمایه‌گذاری و نوآوری پرداختند. نتایج پژوهش نشان داد که مسئولیت پذیری اجتماعی شرکت بر کارایی سرمایه‌گذاری تأثیر مثبت و بر سرمایه‌گذاری بیشتر از حد و کمتر از حد تأثیر منفی دارد. همچنین مسئولیت پذیری اجتماعی شرکت تأثیری مثبت بر نوآوری دارد.

ملکیان و همکاران (۱۳۹۵) به بررسی رابطه مالکیت دولتی و نهادی با مسئولیت پذیری اجتماعی شرکت‌ها پرداخته‌اند نتایج حاصل از پژوهش بیانگر آن است که مالکیت دولتی رابطه مثبت معناداری با مسئولیت پذیری اجتماعی دارد. همچنین تمرکز مالکیت دولتی نقش مثبتی در افشای مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها ایفا می‌کند. اما نتایج پژوهش نشان می‌دهد که مالکیت نهادی و تمرکز مالکیت نهادی رابطه معناداری با مسئولیت اجتماعی ندارند.

محفوظی و همکاران (۱۳۹۴) به بررسی تأثیر مسئولیت اجتماعی شرکت ها بر حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی می پردازد. در این پژوهش پس از بررسی رابطه مثبت و معنی دار بین مخارج سرمایه ای و جریان نقد عملیاتی به بررسی رابطه بین مسئولیت اجتماعی شرکت و حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی پرداخته شد. نتایج پژوهش نشان داد بین متغیر مسئولیت اجتماعی و حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی رابطه مثبت و معنی داری وجود دارد.

بنی مهد و همکاران (۱۳۸۸) به بررسی ارتباط بین عملکرد زیست محیطی و عملکرد مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند نتایج تحقیق آنها نشان می دهد شاخص عملکرد زیست محیطی ارتباط معناداری با شاخص عملکرد مالی نداشته لکن نوع صنعت بر ارتباط بین عملکرد زیست محیطی و عملکرد مالی شرکت تاثیر گذار است.

۳- تدوین فرضیه ها

در این تحقیق فرض می شود که مسئولیت اجتماعی به چند دلیل بر عملکرد شرکت اثر منفی خواهد داشت. اول اینکه تخصیص منابع به فعالیت های مسئولیت اجتماعی باعث هدر رفتن سرمایه و سایر منابع می شود (پرستون و اوبانون^{۲۹}، ۱۹۹۷) لذا چنانچه این منابع در جهت ایفای نقش مسئولیت اجتماعی به مصرف نمی رسد می توانست به پروژه های سرمایه گذاری تخصیص یابد. بنابراین اگر منابع شرکت صرف امور خیریه، حفاظت محیط زیست، ارتقاء همبستگی و سایر فعالیت های مرتبط با مسئولیت اجتماعی شود، چنین دستاوردهای اجتماعی می تواند به هزینه کاهش بهره وری سرمایه گذاری تمام شود. بعلاوه درگیر شدن مدیران در فعالیت های زمان بر مسئولیت اجتماعی می تواند به کاهش تمرکز نسبت به سایر مسئولیت های مدیریتی آنها منجر شده (جنسن^{۳۰}، ۲۰۰۱) و در نتیجه توجه به سرمایه گذاری های سودآور مغفول واقع شود. به علاوه مدیران ممکن است از طریق تبعیض بین ذینفعان به گونه ای فرصت طلبانه از مسئولیت اجتماعی به عنوان سپر بلا استفاده کنند، بنابراین چنین مدیرانی با احتمال بیشتری فرصت ها را از بین برده و بر سرمایه گذاری های غیر بهینه تمرکز می کنند (چنگ و همکاران^{۳۱}، ۲۰۱۳). دلیل دوم در مورد اینکه مسئولیت اجتماعی شرکتها بر عملکرد اثر منفی دارد این است که شرکت هایی که بر عملکرد اجتماعی مطلوب تمرکز کرده اند و به دنبال برآورده کردن نیازهای ذینفعان مختلف بوده اند، نهایتاً مجبورند فرصت های سرمایه گذاری سودآور برای سهامداران را نادیده انگاشته و همین امر ممکن است برای سایر ذینفعان زیان بار باشد. نتیجه اینکه سرمایه گذاری های انجام شده توسط این شرکتها، کمتر به عملکرد مطلوب منجر خواهد شد. برای مثال توجه به مسئولیت های اجتماعی می تواند به اجتناب از سرمایه گذاری در پروژه های سودآور نظیر انرژی هسته ای، اجتناب از سرمایه گذاری در کشورهای ناقض حقوق بشر، نپذیرفتن سرمایه گذاری در صنایع نظامی و نظایر آن منجر شود، در حالیکه هر یک از این موارد به واقع می تواند برای سهامداران سودآور باشد. پس اگر شرکت ها قصد برآورده سازی علایق همه ذینفعان نظیر گروه های فعال زیست محیطی، اتحادیه های کارگری و اقلیت ها را داشته باشند مجبور به قربانی کردن پروژه های با ارزش خالص مثبت خواهند شد. (بندری^{۳۲} و همکاران، ۲۰۱۷)

بر پایه بحث فوق فرضیه زیر مطرح می‌شود:

فرضیه ۱- مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها موجب تحریف حساسیت سرمایه‌گذاری نسبت به عملکرد (Q) می‌شود.

واگرایی منافع مدیران و سهامداران موجب بروز مشکلات نمایندگی می‌شود (جنسن و مک‌لینگ^{۳۳}، ۱۹۷۶). شیوه‌های ممکن برای محدود سازی این مشکلات استقرار سیستم‌های انگیزشی (برای طرف‌های قرارداد) و دیگر شیوه‌های کنترلی حاکمیتی است. سطح مفروض تضاد نمایندگی بین مدیریت و سهامداران می‌تواند به اثر منفی مسئولیت اجتماعی بر فرصت‌های رشد شرکت منجر شود. جنسون و مورفی^{۳۴} (۱۹۹۰) پرداخت مطلوب پاداش برای عملکرد مدیریتی را انگیزه حداقل سازی سرمایه‌گذاری در فعالیت‌های مسئولیت اجتماعی شرکت - که ائتلاف منابع شرکت را در پی دارد - می‌دانند. از سوی دیگر اگر منافع مدیریت و سهامدار به گونه کامل همراستا نباشد مدیران انگیزه بیشتری دارند منابع شرکت را که برای استفاده در فعالیت‌های مسئولیت اجتماعی در نظر گرفته شده، در جهت منافع شخصی خود بگونه‌ای نادرست مصرف کنند (بندری و همکاران، ۲۰۱۷). بنابراین فرضیه زیر مطرح می‌شود:

فرضیه ۲- الف- اثر مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها بر حساسیت سرمایه‌گذاری به عملکرد (Q) در شرکت‌های با سیستم‌های انگیزشی ضعیف برای مدیران بیشتر است.

ذینفعانی چون فعالان زیست محیطی یا گروه‌های خاصی از ذینفعان می‌توانند بر مدیریت اعمال نفوذ کرده تا بر روی فعالیت‌های مسئولیت اجتماعی مد نظر خود سرمایه‌گذاری نموده و یا از سرمایه‌گذاری در پروژه‌هایی خاص با ارزش خالص مثبت (که به طور مستقیم در ثروت سهامداران تاثیر دارند) صرف نظر کنند و در مقابل انتظاراتی نیز از مدیریت دارند. در این مورد مدیران با مسائل نمایندگی چند وجهی که بعضاً در ابعاد گوناگون با یکدیگر در تضاد هستند روبرو می‌شوند. به این معنا که همراستا بودن منافع مدیران با سهامداران، آنها را ترغیب می‌کند که منابع شرکت را با حساسیت خرج کرده و نوسان بهره‌وری سرمایه‌گذاری را حداقل کنند.

از دیگر سو این مدیران مجبورند نیازهای ذینفعان را برای کسب حسن شهرت در زمینه عملکرد مسئولیت اجتماعی برآورده سازند. در نتیجه می‌توان فرض کرد که اثر منفی مسئولیت اجتماعی بر عملکرد (Q) برای شرکت‌های با سیستم‌های انگیزشی مدیریتی ضعیف و فشار زیاد از طرف ذینفعان، می‌بایست قوی‌تر باشد (بندری^{۳۵} و همکاران، ۲۰۱۷). این تحلیل ما را به صورت به سوی فرضیه فرعی زیر رهنمون می‌کند:

فرضیه ۲- ب- اثر مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها بر حساسیت سرمایه‌گذاری نسبت به عملکرد (Q) در شرکت‌های با انگیزه‌های جبران (پاداش) ضعیف و مشارکت بالاتر ذینفعان، بیشتر است.

امروزه نقش دولتها در دستیابی به اهداف استراتژیک توسعه بسیار تعیین‌کننده و اساسی است. مطالعات تجربی و بررسی‌های انجام شده در نیم‌قرن گذشته در زمینه فرایند توسعه نشان داده که مسئولیت‌ها و تعهدات اجتماعی دولتها مبنای قضاوت در خصوص عملکرد آنها بوده است. نقش مالکیت دولت در شرکتها بعنوان یکی از متغیرهایی که نقش تعدیلی در اثر مسئولیت اجتماعی بر عملکرد شرکت و کارایی تخصیص سرمایه دارد، از دو جنبه قابل بررسی است:

اولا می توان گفت در شرکت های دولتی تفکیک مالکیت از مدیریت کم رنگ تر از شرکت های سهامی عام می باشد، در نتیجه در نبود مشکلات نمایندگی و همچنین تمرکز مالکیت، فشار بر مدیریت برای کاهش سرمایه گذاری در فعالیتهای مسئولیت اجتماعی به حداقل رسیده و مدیریت کمتر از طرف مالکان بدلیل سرمایه گذاری در فعالیتهای مسئولیت اجتماعی - که مصرف کننده منابع شرکت است - مورد بازخواست قرار می گیرند (اسا و زهری^{۲۶}، ۲۰۱۵). لذا مدیران شرکتهای دولتی با آسودگی خاطر بیشتری در فعالیتهای اجتماعی سرمایه گذاری می نمایند. از سوی دیگر با توجه به اینکه دولت مجری و عرضه کننده خدمات مرتبط با جامعه است، شرکتهای دولتی انگیزه بیشتری برای سرمایه گذاری در فعالیتهای اجتماعی خواهند داشت (ساید و همکاران^{۲۷}، ۲۰۰۹). لذا فرضیه زیر تدوین می گردد:

فرضیه ۳- در شرکت های دولتی اثر مسئولیت اجتماعی شرکت ها بر حساسیت سرمایه گذاری نسبت به عملکرد، کمتر است .

۴- روش شناسی پژوهش

پژوهش حاضر از نظر هدف کاربردی و طرح پژوهش آن شبه تجربی پس رویدادی در حوزه پژوهش های اثباتی حسابداری است که با استفاده از روش رگرسیون چند متغیره و مدل های اقتصادسنجی انجام شده است. جامعه آماری مورد مطالعه را شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سالهای ۹۰ - ۹۶ تشکیل می دهند. نمونه های آماری پژوهش نیز شامل شرکتهایی است که دارای شرایط زیر باشند:

- ۱) شرکت هایی که تاریخ پذیرش آنها در بورس اوراق بهادار تهران قبل از سال ۱۳۹۰ بوده و تا پایان سال ۱۳۹۶ نیز در فهرست شرکت های بورسی باشند.
- ۲) به منظور افزایش قابلیت مقایسه سال مالی آنها منتهی به پایان اسفندماه باشد.
- ۳) طی سال های مذکور تغییر فعالیت یا تغییر سال مالی نداده باشند .
- ۴) جزو شرکت های سرمایه گذاری و واسطه گری مالی نباشند .
- ۵) اطلاعات مالی از جمله یادداشت های توضیحی و گزارش های هیئت مدیره آنها در دسترس باشد.

پس از اعمال شرایط فوق در نهایت ۱۲۷ شرکت به عنوان نمونه پژوهش انتخاب شدند. داده های پژوهش حاضر از پایگاه های اطلاعاتی سازمان بورس اوراق بهادار و دیگر پایگاه های اطلاعاتی استخراج شده است. جهت تجزیه و تحلیل داده ها نیز از نرم افزارهای تخصصی اقتصادسنجی Eviews و Stata استفاده شده است.

۵- متغیرهای پژوهش و مدل پژوهش

چارچوب تجربی تحقیق حاضر بر پایه کارهای باکر^{۳۸} و همکاران (۲۰۰۳) و مک لین^{۳۹} و همکاران (۲۰۱۲) است. برای آزمون فرضیه اول تحقیق مدل زیر تخمین زده می‌شود:

مدل شماره (۱)

$$INV_i, t = \beta_0 + \beta_1 Q_i, t-1 + \beta_2 CFI, t-1 + \beta_3 ESG_i, t-1 + \beta_4 Q_i, t-1 + \beta_5 CFI, t-1 + \beta_6 PBV_i, t-1 + \varepsilon_i, t$$

و در آن:

INV: معیار سرمایه‌گذاری است که از طریق رشد سالانه اموال ماشین آلات و تجهیزات به علاوه مخارج تحقیق و توسعه که همگی توسط ارزش دفتری جمع دارایی‌های ابتدای دوره همگن شده اند اندازه‌گیری می‌شود. *Q*: عملکرد (فرصت‌های رشد) شرکت است که از طریق ارزش بازار سرمایه منهای ارزش دفتری سرمایه به علاوه ارزش دفتری جمع دارایی‌ها تخمین زدن می‌شود که همگی توسط جمع دارایی‌های ابتدای دوره همگن شده اند.

ESG: سنجه‌ای از مسئولیت اجتماعی شرکت است که از طریق جمع امتیاز نقاط قوت منهای جمع نگرانی‌ها در جدول شماره (۱) تخمین زده می‌شود.

PBV: ارزش‌گذاری بیش از حد را کنترل می‌کند. و از تفاوت قیمت به ارزش دفتری سهم و میانگین این نسبت در صنعت بدست می‌آید.

CF: جریان وجه نقد که از طریق سود خالص قبل از ارقام غیر مترقبه به علاوه هزینه استهلاک و مخارج تحقیق و توسعه محاسبه می‌شود و توسط ارزش دفتری دارایی‌های ابتدایی دور همگن شده اند.

متغیر اصلی سنجه مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها است. فرضیه اصلی پیش‌بینی می‌کند که مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها می‌بایست اثر منفی بر حساسیت سرمایه‌گذاری نسبت به *Q* داشته باشد، در نتیجه انتظار بر این است که $\beta_1 < 0$ باشد.

با توجه به فرضیه‌های ۲- الف و ۲- ب و فرضیه ۳ متغیرهای تعدیل‌گر بر رابطه بین سرمایه‌گذاری و فرصت‌های رشد عبارتند از انگیزه‌های جبران (پاداش) مدیر، مشارکت ذینفعان شرکت و مالکیت دولتی که توسط شاخص‌های زیر تخمین زده می‌شوند:

انگیزه‌های جبرانی مدیر (Δ) توسط نسبت تغییر در پاداش هیات مدیره به تغییر در قیمت سهام در دوره مربوطه محاسبه می‌شود. با محاسبه نسبت فوق چنانچه (Δ) کوچکتر از میانه باشد مقدار ۱ و مقادیر بالاتر از میانه مقدار صفر به خود می‌گیرد.

مشارکت ذینفعان (STE) توسط دو معیار درصد پرداخت سود سهام و حقوق و دستمزد پرداختی به کارکنان شرکت که توسط دارایی‌های ابتدای دوره همگن شده برآورد می‌گردد. با توجه به فرضیه تحقیق با محاسبه نسبت فوق چنانچه (STE) بزرگتر از میانه باشد مقدار ۱ و مقادیر پایین‌تر از میانه مقدار صفر به خود می‌گیرد. سپس از طریق جمع این دو معیار، متغیر مشارکت ذینفعان محاسبه می‌گردد.

مالکیت دولتی (GOV) عبارت است از اینکه درصدی از مالکیت سهام شرکت در اختیار دولت باشد.

بر این اساس برای آزمون فرضیه های ۲- الف و ۲- ب و فرضیه ۳ به ترتیب مدل های رگرسیونی ۲، ۳ و ۴ تخمین زده می شوند:

مدل شماره (۲)

$$INV_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \Delta i, t-1 ESG_{i,t-1} Qi, t-1 + \beta_2 \Delta i, t-1 ESG_{i,t-1} + \beta_3 \Delta i, t-1 Qi, t-1 + \beta_4 Qi, t-1 ESG_{i,t-1} + \beta_5 CF_{i,t-1} ESG_{i,t-1} + \beta_7 ESG_{i,t-1} + \beta_8 Qi, t-1 + \beta_9 CF_{i,t-1} + \beta_{10} PBV_{i,t-1} + \epsilon_{i,t}$$

مدل شماره (۳)

$$INV_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 STE_{i,t-1} \Delta i, t-1 ESG_{i,t-1} Qi, t-1 + \beta_2 STE_{i,t-1} \Delta i, t-1 ESG_{i,t-1} + \beta_3 \Delta i, t-1 ESG_{i,t-1} Qi, t-1 + \beta_4 STE_{i,t-1} \Delta i, t-1 Qi, t-1 + \beta_5 STE_{i,t-1} ESG_{i,t-1} Qi, t-1 + \beta_6 STE_{i,t-1} \Delta i, t-1 + \beta_7 \Delta i, t-1 ESG_{i,t-1} + \beta_8 STE_{i,t-1} ESG_{i,t-1} + \beta_9 ESG_{i,t-1} Qi, t-1 + \beta_{10} CF_{i,t-1} ESG_{i,t-1} + \beta_{11} ESG_{i,t-1} + \beta_{12} Qi, t-1 + \beta_{13} \Delta i, t-1 + \beta_{14} CF_{i,t-1} + \beta_{15} PBV_{i,t-1} + \epsilon_{i,t}$$

مدل شماره (۴)

$$INV_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 GOV_{i,t-1} ESG_{i,t-1} Qi, t-1 + \beta_2 GOV_{i,t-1} ESG_{i,t-1} + \beta_3 GOV_{i,t-1} Qi, t-1 + \beta_4 Qi, t-1 ESG_{i,t-1} + \beta_5 CF_{i,t-1} ESG_{i,t-1} + \beta_6 GOV_{i,t-1} + \beta_7 ESG_{i,t-1} + \beta_8 Qi, t-1 + \beta_9 CF_{i,t-1} + \beta_{10} PBV_{i,t-1} + \epsilon_{i,t}$$

جدول (۱). نقاط قوت و ضعف در حوزه مسئولیت اجتماعی شرکت ها

ابعاد	ویژگی قوت	ویژگی نگرانی
جامعه	امور خیریه، ابداع و نوآوری، حمایت از ساخت مسکن، حمایت از آموزش و پرورش، پیوند با مردم محلی، برنامه های داوطلبانه، تعهد نسبت به جامعه و سایر نقاط قوت	مناقشات سرمایه گذاری، اثرات اقتصادی منفی، دعای مالیاتی و سایر نگرانی ها
تنوع ^{۴۰}	یک زن یا یک اقلیت مدیر عامل یا عضوی از هیات مدیره باشد، سیاستهای، اعطای مزایای شغلی/ زندگی، استخدام معلولین، استخدام گروههایی که درصد کمتری نماینده دارند، گوناگونی و ...	اختلاف نظرها و عقاید، قبضه مدیریت و سایر نگرانی ها
کارکنان	ارتباطات اتحادیه ای، امنیت شغلی، سهام کردن در سود سهام نقدی، مشارکت کارکنان، اعطای مزایای از کار افتادگی، سلامت و امنیت، مزایای بازنشستگی، ارتباط کارکنان، توسعه مهارت، سرمایه انسانی و سایر نقاط قوت	مشکلات در زمینه ارتباطات اتحادیه ای، سلامت و امنیت، ارتباطات نیروی کار و نگرانی بابت مزایای از کار افتادگی، سیاست های زنجیره تامین، مناقشات زنجیره تامین، کار کودکان و سایر نگرانی ها
محیط	ارائه خدمات و محصولات مفید، پیشگیری از آلودگی محیط زیست، بازیافت مواد و انرژی، سرمایه گذاری در انرژی های پاک، ارتباطات، بکارگیری ماشین آلات و تجهیزات مدرن، سیستم های مدیریت، بهینه سازی	تولید پسماندهای پر خطر و گازهای گلخانه ای، مواد مضر برای درختان و خاک، تغییرات اقلیمی، خطرات تنوع زیستی، مدیریت زنجیره تامین و مدیریت

ابعاد	ویژگی قوت	ویژگی نگرانی
	مصرف آب و خاک، تامین مواد خام و سایر نقاط قوت	آب و سایر نگرانی‌ها
حقوق بشر	ارتباطات با مردم محلی، رعایت حقوق کار و سایر نقاط قوت	حقوق کار، ارتباطات با مردم محلی، سیاست‌های آزادی بیان، سانسور و نقض حقوق بشر، عدم استخدام کارکنان خارجی و سایر نگرانی‌ها
محصول	کیفیت محصول، نوآوری در محصول و تحقیق و توسعه و سایر نقاط قوت	امنیت محصول، سیاست‌های بازاریابی - قرارداد و عدم انحصار، ارتباط با مشتریان، و سایر نگرانی‌ها
حاکمیت شرکتی	شفافیت، پاسخگویی سیاسی، سیاست‌گذاری عمومی، ثبات سیستم مالی و سایر نقاط قوت	مشکلات در زمینه شفافیت، پاسخگویی سیاسی، سیاست عمومی، اختلاف در ساختار مالکیت، فساد و عدم ثبات سیاسی، سرمایه‌گذاری‌های بحث‌انگیز، اخلاق تجاری و سایر نگرانی‌ها

۶- آمار توصیفی

آمار توصیفی شامل مجموعه روش‌هایی است که برای جمع‌آوری، خلاصه‌سازی، طبقه‌بندی و توصیف داده‌های جمع‌آوری شده در پژوهش بکار برده می‌شود. در جدول شماره ۲، برخی شاخص‌های مرکزی (میانگین و میانه)، شاخص پراکندگی (انحراف معیار) و شاخص‌های شکل توزیع (چولگی و کشیدگی) برای متغیرهای پژوهش ارائه شده است.

جدول (۲). آماره‌های توصیفی متغیرهای پژوهش در بازه زمانی ۱۳۹۶-۱۳۹۰

متغیر	میانگین	میانه	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی	کمینه	بیشینه
سرمایه‌گذاری	۰/۰۳۰	۰/۰۰۹	۰/۰۸۳	۲/۰۴۷	۱/۴۲۳	-۰/۳۳۱	۰/۴۹۷
مسئولیت اجتماعی	۴/۸۰۳	۴	۲/۲۸۴	۰/۸۳۰	-۰/۰۲۹	۰/۰۰۰	۱۷
عملکرد	۲/۰۲۴	۱/۶۳۷	۱/۱۶۷	۲/۴۱۹	۱/۹۸۳	۰/۵۵۲	۹/۵۴۴
وجه نقد ایجاد شده داخل	۰/۱۷۰	۰/۱۳۱	۰/۲۲۲	۱/۲۱۴	۴/۳۰۸	-۰/۶۷۰	۱/۴۲۰
تفاوت قیمت به ارزش دفتری هر سهم	۰/۹۰۹	۰/۶۸۸	۰/۷۰۶	۱/۷۷۳	۴/۱۹۴	۰/۰۲۶	۴/۹۷۶
انگیزه مدیران	۰/۴۹۲	۰/۰۰۰	۰/۵۰۰	۰/۰۳۴	۲/۰۰۳	۰/۰۰۰	۱
مشارکت ذینفعان	۰/۹۹۸	۱	۰/۸۷	۰/۰۰۲	۱/۳۳	۰/۰۰۰	۲
مالکیت دولتی	۰/۳۳۳	۰/۰۰۰	۰/۴۷۲	۰/۷۱۰	۱/۴۹۹	۰/۰۰۰	۱

همانگونه که از جدول فوق مشخص است امتیاز مسئولیت اجتماعی شرکتها بین مقادیر صفر و ۱۷ بوده و دارای میانگین و میانه ۴/۸ و ۴ می باشند. همچنین متغیر سرمایه گذاری در بازه ۰/۳۳۱- و ۰/۴۹۷ محاسبه گردیده که دارای میانگین و میانه ۰/۳۰ و ۰/۰۰۹ می باشد. متغیر عملکرد نیز دارای کمینه و بیشینه ۰/۵۵۲ و ۹/۵۴۴ با میانگین و میانه ۲/۰۲۴ و ۱/۶۳۷ بوده است.

۷- نتایج پژوهش

با توجه به اینکه در هر ۴ مدل مورد استفاده، وجود ناهمسانی واریانس ها تایید شده است، برای تخمین مدلها از داده های تابلویی با روش اثرات ثابت و برآورد به روش حداقل مربعات تعمیم یافته (GLS) استفاده شده است.

۷-۱- نتایج آزمون فرضیه اول

نتایج حاصل از آزمون مدل شماره (۱) در جدول شماره (۳) آورده شده است:

جدول (۳): نتایج حاصل از تخمین مدل شماره (۱)

$INVi, t = \beta_0 + \beta_1Qi, t - 1 + \beta_2CFi, t - 1 + \beta_3ESGi, t - 1 + \beta_4Qi, t - 1 + \beta_5CFi, t - 1 + \beta_6PBVi, t - 1 + \epsilon_{i,t}$				
احتمال	آماره t	خطای استاندارد	ضریب برآوردی	متغیر
۰/۰۰۰	۵/۹۴۲	۰/۰۰۵	۰/۰۳۵	مقدار ثابت (عرض از مبدأ)
۰/۰۰۰	-۱۰/۶۱۹	۰/۰۰۰۱	-۰/۰۰۲	عملکرد × مسئولیت اجتماعی
۰/۰۰۰	۸/۴۷۶	۰/۰۰۱	۰/۰۱۲	وجه نقد ایجاد شده داخل × مسئولیت اجتماعی
۰/۰۰۰	-۵/۱۵۷	۰/۰۰۱	-۰/۰۰۵	مسئولیت اجتماعی
۰/۰۰۰	۱۱/۳۹۶	۰/۰۰۱	۰/۰۱۹	عملکرد
۰/۰۵۰	-۱/۹۶۱	۰/۰۰۹	-۰/۰۱۸	وجه نقد ایجاد شده داخل
۰/۰۰۴	-۲/۸۴۸	۰/۰۰۲	-۰/۰۰۷	تفاوت قیمت به ارزش دفتری هر سهم
		۰/۸۱۹		ضریب تعیین
		۰/۷۸۱		ضریب تعیین تعدیل شده
		۲۱/۶۰۶		آماره F
		۰/۰۰۰		احتمال (آماره F)

همانطور که در جدول (۳) ملاحظه می شود آماره F و احتمال آن نشان دهنده معنی داری کل رگرسیون برآزش شده در سطح اطمینان بیش از ۹۵ درصد می باشد. ضریب تعیین تعدیل شده نشان می دهد که حدود ۷۸ درصد از تغییرات متغیر سرمایه گذاری براساس تغییرات متغیرهای مستقل و کنترل بیان می شود. ضریب متغیر و آماره t حاصلضرب متغیر عملکرد در مسئولیت اجتماعی به ترتیب معادل ۰/۰۰۲- و ۱۰/۶۱۹- می باشد و احتمال آن نشان می دهد مسئولیت اجتماعی بر رابطه بین سرمایه گذاری و عملکرد تاثیر دارد. همچنین

علامت منفی حاصلضرب دو متغیر مسئولیت اجتماعی و عملکرد ($\beta_1 < 0$) نشان دهنده اثر منفی سرمایه‌گذاری بر عملکرد در حضور متغیر مسئولیت اجتماعی بوده و مطابق با پیش‌بینی نظری است.

۲-۷- نتایج آزمون فرضیه دوم - الف

به منظور بررسی تاثیر همزمان انگیزه مدیران و مسئولیت اجتماعی شرکتها بر رابطه سرمایه‌گذاری و عملکرد از مدل شماره (۲) استفاده شده است. نتایج حاصل از آزمون مدل (۲) در جدول (۵) آورده شده است.

جدول (۵): نتایج حاصل از تخمین مدل (۲)

$INVI, t = \beta_0 + \beta_1 \Delta I_i, t - 1 + \beta_2 ESG_i, t - 1 + \beta_3 \Delta I_i, t - 1 + \beta_4 Q_i, t - 1 + \beta_5 CFI_i, t - 1 + \beta_6 ESG_i, t - 1 + \beta_7 ESG_i, t - 1 + \beta_8 Q_i, t - 1 + \beta_9 CFI_i, t - 1 + \beta_{10} PBV_i, t - 1 + \epsilon_i, t$				
متغیر	ضریب بر آوردی	خطای استاندارد	آماره t	احتمال
مقدار ثابت (عرض از مبدأ)	۰/۰۳۹	۰/۰۰۶	۶/۴۴۱	۰/۰۰۰
انگیزه مدیران × عملکرد × مسئولیت اجتماعی	۰/۰۰۰۸	۰/۰۰۰۱	۴/۲۰۳	۰/۰۰۰
انگیزه مدیران × مسئولیت اجتماعی	۰/۰۰۴	۰/۰۰۰۸	۵/۲۳۰	۰/۰۰۰
انگیزه مدیران × عملکرد	-۰/۰۱۰	۰/۰۰۱	-۵/۹۴۵	۰/۰۰۰
عملکرد × مسئولیت اجتماعی	-۰/۰۰۱	۰/۰۰۰۲	-۷/۷۷۳	۰/۰۰۰
وجه نقد ایجاد شده داخل × مسئولیت اجتماعی	۰/۰۰۴	۰/۰۰۱	۲/۸۶۶	۰/۰۰۴
مسئولیت اجتماعی	-۰/۰۰۷	۰/۰۰۱	-۶/۵۸۱	۰/۰۰۰
عملکرد	۰/۰۱۸	۰/۰۰۲	۸/۴۷۰	۰/۰۰۰
وجه نقد ایجاد شده داخل	-۰/۰۰۴۵	۰/۰۰۷	-۰/۶۰۲	۰/۵۴۷
تفاوت قیمت به ارزش دفتری هر سهم	-۰/۰۰۵۳	۰/۰۰۲	-۲/۱۲۵	۰/۰۳۳
ضریب تعیین	۰/۸۱۵			
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۷۷۵			
آماره F	۲۰/۴۷۹			
احتمال (آماره F)	۰/۰۰۰			

همانطور که در جدول فوق ملاحظه می‌شود آماره F و احتمال آن نشان دهنده معنی داری کل رگرسیون برآزش شده در سطح اطمینان بیش از ۹۵ درصد می‌باشد و ضریب تعیین تعدیل شده نشان می‌دهد که حدود ۷۸ درصد از تغییرات متغیر سرمایه‌گذاری براساس تغییرات متغیرهای مستقل و کنترل بیان می‌شود. ضریب متغیر و آماره t حاصلضرب متغیر انگیزه مدیران در عملکرد و مسئولیت اجتماعی به ترتیب معادل ۰/۰۰۰۸ و ۴/۲۰۳ می‌باشد و احتمال آن نشان می‌دهد مسئولیت اجتماعی و انگیزه مدیران همزمان بر رابطه بین سرمایه‌گذاری و عملکرد تاثیر گذار است. همچنین علامت مثبت ضریب انگیزه مدیران در عملکرد و مسئولیت اجتماعی بیانگر اثر منفی (بیشتر) این متغیر بر ارتباط سرمایه‌گذاری و عملکرد در حضور متغیر مسئولیت اجتماعی است.

۳-۷- نتایج آزمون فرضیه دوم - ب

به منظور بررسی تاثیر همزمان مشارکت ذینفعان، انگیزه مدیران و مسئولیت اجتماعی شرکتها بر رابطه سرمایه گذاری و عملکرد از مدل شماره (۳) استفاده شده است. نتایج حاصل از آزمون مدل شماره (۳) در جدول شماره (۷) آورده شده است.

جدول (۷): نتایج حاصل از تخمین مدل (۳)

$INVi, t = \beta_0 + \beta_1 STE1i, t-1 \Delta 1i, t-1 ESGi, t-1 Qi, t-1 + \beta_2 STE1i, t-1 \Delta 1i, t-1 ESGi, t-1 + \beta_3 \Delta 1i, t-1 ESGi, t-1 Qi, t-1 + \beta_4 STE1i, t-1 \Delta 1i, t-1 Qi, t-1 + \beta_5 STE1i, t-1 ESGi, t-1 Qi, t-1 + \beta_6 STE1i, t-1 \Delta 1i, t-1 + \beta_7 \Delta 1i, t-1 ESGi, t-1 + \beta_8 STE1i, t-1 ESGi, t-1 + \beta_9 ESGi, t-1 Qi, t-1 + \beta_{10} CFi, t-1 ESGi, t-1 + \beta_{11} ESGi, t-1 + \beta_{12} Qi, t-1 + \beta_{13} \Delta i, t-1 + \beta_{14} Qi, t-1 + \beta_{15} CFi, t-1 + \beta_{16} PBVi, t-1 + \epsilon_{i,t}$				
احتمال	آماره t	خطای استاندارد	ضریب برآوردی	متغیر
۰/۰۰۰۸	-۳/۳۵۴	۰/۰۱۲۸	-۰/۰۴۳۱	مقدار ثابت (عرض از مبدأ)
۰/۰۰۰۰	۴/۴۸۳	۰/۰۰۰۵	۰/۰۰۲۵	مشارکت ذینفعان × انگیزه مدیران × عملکرد × مسئولیت اجتماعی
۰/۰۰۷۴	۲/۶۸۵	۰/۰۰۱۵	-۰/۰۰۴۲	مشارکت ذینفعان × انگیزه مدیران × مسئولیت اجتماعی
۰/۰۲۴۱	-۲/۲۶۱	۰/۰۰۰۵	-۰/۰۰۱۲	انگیزه مدیران × عملکرد × مسئولیت اجتماعی
۰/۰۰۰۰	-۵/۷۸۲	۰/۰۰۱۶۳۴	-۰/۰۰۹۴۴	مشارکت ذینفعان × انگیزه مدیران × عملکرد
۰/۰۰۵۶	-۲/۷۷۸	۰/۰۰۰۳۳۴	-۰/۰۰۰۹۲۹	مشارکت ذینفعان × عملکرد × مسئولیت اجتماعی
۰/۱۶۹۷	۱/۳۸۰	۰/۰۰۸۱۲	۰/۰۱۱۲۱۴	مشارکت ذینفعان × انگیزه مدیران
۰/۹۵۴۰	۰/۰۵۷۷	۰/۰۰۰۲۱	۰/۰۰۰۰	انگیزه مدیران × مسئولیت اجتماعی
۰/۱۶۱۰	۱/۴۰۳	۰/۰۰۱۰	۰/۰۰۱۴	مشارکت ذینفعان × مسئولیت اجتماعی
۰/۰۴۴	-۲/۰۱۸	۰/۰۰۰۴	۰/۰۰۰۰	عملکرد × مسئولیت اجتماعی
۰/۲۶۹۰	۱/۱۰۶	۰/۰۰۲۹	۰/۰۰۳۲	وجه نقد ایجاد شده داخل × مسئولیت اجتماعی
۰/۰۰۰۰	۴/۲۰۶	۰/۰۰۲۲	۰/۰۰۹۵	مسئولیت اجتماعی
۰/۰۰۰۰	۵/۵۹۵	۰/۰۰۰۳	۰/۰۱۷۰	عملکرد
۰/۰۳۷	۲/۰۸۷	۰/۰۱۱	۰/۰۸۷	انگیزه مدیران
۰/۰۹۳۸	۱/۶۷۸	۰/۰۰۵	۰/۰۰۹	مشارکت ذینفعان
۰/۰۰۰۹	۳/۳۲۷	۰/۰۱۵۷۰۱	۰/۰۵۲۳۹	وجه نقد ایجاد شده داخل
۰/۷۹۶	-۰/۲۵۸	۰/۰۰۲۳	۰/۰۰۰۶	تفاوت قیمت به ارزش دفتری هر سهم
		۰/۵۵۸		ضریب تعیین
		۰/۴۵۶		ضریب تعیین تعدیل شده
		۵/۵۰۸		آماره F
		۰/۰۰۰		احتمال (آماره F)

همانطور که در جدول فوق ملاحظه می‌شود آماره F و احتمال آن نشان دهنده معنی داری کل رگرسیون برازش شده در سطح اطمینان بیش از ۹۵ درصد می‌باشد و ضریب تعیین تعدیل شده نشان می‌دهد که حدود ۴۶ درصد از تغییرات متغیر سرمایه‌گذاری براساس تغییرات متغیرهای مستقل و کنترل بیان می‌شود. ضریب متغیر و آماره t حاصلضرب متغیرهای مشارکت ذینفعان و انگیزه مدیران در عملکرد و مسئولیت اجتماعی به ترتیب معادل ۰/۰۰۲۵ و ۴/۴۸۳ می‌باشد و احتمال آن نشان می‌دهد مسئولیت اجتماعی و انگیزه مدیران و مشارکت ذینفعان بر رابطه بین سرمایه‌گذاری و عملکرد تاثیر گذار است. همچنین علامت مثبت ضریب مشارکت ذینفعان در انگیزه مدیران، عملکرد و مسئولیت اجتماعی بیانگر اثر منفی (بیشتر) این متغیر بر ارتباط سرمایه‌گذاری و عملکرد در حضور متغیر مسئولیت اجتماعی و انگیزه مدیران است.

۴-۷- نتایج آزمون فرضیه سوم

به منظور بررسی تاثیر همزمان مالکیت دولتی و مسئولیت اجتماعی شرکتها بر رابطه سرمایه‌گذاری و عملکرد از مدل شماره (۴) استفاده شده است. نتایج حاصل از آزمون مدل شماره (۴) در جدول (۸) آورده شده است:

جدول (۸): نتایج حاصل از تخمین مدل (۴)

$INV_i, t = \beta_0 + \beta_1 GOV_i, t - 1 ESG_i, t - 1 Q_i, t - 1 + \beta_2 GOV_i, t - 1 + \beta_3 GOV_i, t - 1 Q_i, t - 1 + \beta_4 Q_i, t - 1 + \beta_5 CFI_i, t - 1 + \beta_6 GOV_i, t - 1 + \beta_7 ESG_i, t - 1 + \beta_8 Q_i, t - 1 + \beta_9 CFI_i, t - 1 + \beta_{10} PBV_i, t - 1 + \epsilon_i, t$				
احتمال	آماره t	خطای استاندارد	ضریب برآوردی	متغیر
۰/۰۰۰	۳/۶۵۹	۰/۰۰۶	۰/۰۲۴	مقدار ثابت (عرض از مبدأ)
۰/۰۰۵	۲/۷۷۳	۰/۰۰۰۳	۰/۰۰۰۹	مالکیت دولتی × عملکرد × مسئولیت اجتماعی
۰/۰۴۳	-۲/۰۲۲	۰/۰۰۲	-۰/۰۰۴	مالکیت دولتی × مسئولیت اجتماعی
۰/۵۹۳	-۰/۵۳۳	۰/۰۰۲	-۰/۰۰۱	مالکیت دولتی × عملکرد
۰/۰۰۰	-۹/۸۸۴	۰/۰۰۰۲	-۰/۰۰۲	عملکرد × مسئولیت اجتماعی
۰/۰۰۰	۸/۱۲۴	۰/۰۰۱	۰/۰۱۱	وجه نقد ایجاد شده داخل × مسئولیت اجتماعی
۰/۰۰۰	۳/۴۵۱	۰/۰۱۲	۰/۰۴۳	مالکیت دولتی
۰/۰۰۰	-۴/۱۳۹	۰/۰۰۱	-۰/۰۰۴	مسئولیت اجتماعی
۰/۰۰۰	۱۰/۹۱۹	۰/۰۰۱	۰/۰۲۰	عملکرد
۰/۰۸۱	-۱/۷۴۵	۰/۰۰۹	-۰/۰۱۵	وجه نقد ایجاد شده داخل
۰/۰۱۲	-۲/۴۹۵	۰/۰۰۲	۰/۰۰۶	تفاوت قیمت به ارزش دفتری هر سهم
	۰/۸۱۴			ضریب تعیین
	۰/۷۷۴			ضریب تعیین تعدیل شده
	۲۰/۲۱۳			آماره F
	۰/۰۰۰			احتمال (آماره F)

همانطور که در جدول فوق ملاحظه می شود آماره F و احتمال آن نشان دهنده معنی داری کل رگرسیون برازش شده در سطح اطمینان بیش از ۹۵٪ می باشد و ضریب تعیین تعدیل شده نشان می دهد که حدود ۷۷ درصد از تغییرات متغیر سرمایه گذاری براساس تغییرات متغیرهای مستقل و کنترل بیان می شود. ضریب متغیر و آماره t حاصلضرب متغیر مالکیت دولتی در عملکرد و مسئولیت اجتماعی به ترتیب معادل ۰/۰۰۰۹ و ۲/۷۷۳ می باشد و احتمال آن نشان می دهد مالکیت دولتی و مسئولیت اجتماعی بر رابطه بین سرمایه گذاری و عملکرد تاثیر گذار است. همچنین علامت مثبت ضریب مالکیت دولتی در عملکرد و مسئولیت اجتماعی بیانگر اثر مثبت (کمتر) این متغیر بر ارتباط سرمایه گذاری و عملکرد در حضور متغیر مسئولیت اجتماعی است.

۸- نتیجه گیری و بحث

هدف تحقیق حاضر بررسی اثر مسئولیت اجتماعی شرکتها بر عملکرد اقتصادی بوده است. بدین منظور اثر تعدیلی مسئولیت اجتماعی بر رابطه سرمایه گذاری و عملکرد در نمونه ای مشتمل بر ۱۲۷ شرکت در بورس اوراق بهادار در بازه زمانی ۹۰ - ۹۶ مورد بررسی قرار گرفت. نتایج تحقیق بیانگر این است که در شرکت های مسئولیت پذیر اجتماعی سرمایه گذاری حساسیت کمتری به عملکرد دارد. این نتیجه گیری با مبانی نظریه نمایندگی در توجیه اثر این متغیر بر ارتباط سرمایه گذاری و عملکرد هماهنگ است چراکه ایفای مسئولیت های اجتماعی توسط شرکت ها هزینه بر بوده و بر ارزش و عملکرد مالی شرکت اثر منفی خواهد داشت. همچنین مدیرانی که به دنبال برآورده کردن علایق ذینفعان مختلف هستند ممکن است فرصت های سرمایه گذاری به واقع سودآور را نادیده گرفته که این امر در نهایت موجب کاهش منافع سهامداران خواهد شد. این نتیجه گیری با نتایج تحقیق بندری^{۴۱} و همکاران (۲۰۱۷) هماهنگ، لکن بطور ضمنی با نتایج تحقیق هو و چیه^{۴۲} (۲۰۱۹)، تئودالیس^{۴۳} و همکاران (۲۰۱۷) کریستین^{۴۴} و همکاران (۲۰۱۷) بنلملیه^{۴۵} و همکاران (۲۰۱۵) نمازی و مقیمی (۱۳۹۷) مغایر است.

همچنین اثر انگیزه مدیران و مشارکت ذینفعان بعنوان عوامل مبتنی بر تئوری نمایندگی بر رابطه سرمایه گذاری و عملکرد در حضور متغیر مسئولیت اجتماعی مورد آزمون قرار گرفت و نتایج تحقیق بیانگر این است که اثر منفی مسئولیت اجتماعی بر ارتباط سرمایه گذاری و عملکرد در شرکت های با سیستم انگیزشی ضعیف برای مدیران و مشارکت بالاتر ذینفعان بیشتر است. این نتیجه گیری با مبانی نظریه نمایندگی هماهنگ است چراکه در شرکت هایی که منافع مدیر و سهامدار هم راستا بوده و مدیر به دلیل عملکرد مطلوب پاداش کافی دریافت می کند، منابع شرکت را کمتر صرف فعالیت های مسئولیت اجتماعی کرده و یا از فعالیت های مسئولیت اجتماعی بمنظور کسب شهرت استفاده می نماید و نیز در صورت مشارکت بیشتر ذینفعان، مدیران منابع شرکت را با حساسیت بیشتری خرج کرده و از مصرف منابع در فعالیت های هزینه برای مسئولیت اجتماعی اجتناب می کنند، چراکه ممکن است با واکنش منفی از جانب مالکان مواجه گردند. این نتیجه گیری با نتایج تحقیق بندری^{۴۶} و همکاران (۲۰۱۷) هماهنگ است.

در نهایت اثر مالکیت دولتی بعنوان سومین عامل مبتنی بر تئوری نمایندگی بر رابطه سرمایه‌گذاری و عملکرد در حضور متغیر مسئولیت اجتماعی بررسی شد و فرضیه تحقیق در این زمینه مورد تایید قرار گرفت. این نتیجه‌گیری با مبانی نظریه نمایندگی با توجه کاهش مشکلات نمایندگی بین مدیر و سهامدار در شرکت‌های دولتی بدلیل تمرکز مالکیت و مدیریت و همچنین با نتایج تحقیق ملکیان و همکاران (۱۳۹۵) هماهنگ است.

نتایج تحقیقات حاضر می‌تواند برای سرمایه‌گذاران و همچنین تحلیلگران مالی برای اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری مفید واقع شود چرا که بر اساس نتایج تحقیق مسئولیت اجتماعی شرکتها با ارزش شرکت در ارتباط است. لذا به سرمایه‌گذاران و تحلیل‌گران مالی پیشنهاد می‌شود اثرات مسئولیت اجتماعی شرکتها را در مشاوره‌های مالی و تصمیمات اقتصادی خود مد نظر قرار دهند. همچنین به نهادهای ناظر و سیاست‌گذار بورس اوراق و بهادار توصیه می‌شود با توجه به محتوای اطلاعاتی عملکرد مسئولیت اجتماعی، افشای آن را در گزارشات مالی شرکت‌ها مد نظر قرار داده و به عنوان بخشی از گزارش هیئت مدیره به مجمع الزامی کنند. همچنین لازم است سازمان بورس و اوراق بهادار رتبه مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکتها را بعنوان یکی از عوامل اثرگذار در اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری به اطلاع سرمایه‌گذاران بالقوه و بالفعل شرکت برساند.

همچنین با توجه به تایید فرضیه دوم تحقیق مبنی بر تاثیر انگیزه‌های مدیران بر رابطه سرمایه‌گذاری و عملکرد با توجه به راهبرد مسئولیت اجتماعی، صاحبان سهام لازم است عملکرد مدیران را در خصوص مسئولیت اجتماعی از دو جنبه بررسی و مشکلات نمایندگی احتمالی را از طریق مکانیسم‌های نظارتی و انگیزشی حداقل نمایند. اولاً با توجه به نظریه نمایندگی، مدیران ممکن است از اهداف مسئولیت اجتماعی در جهت منافع شخصی خود و به زیان سرمایه‌گذاران شرکت بهره‌برداری کنند. ثانیاً با توجه به اهداف مسئولیت اجتماعی از سرمایه‌گذاری در برخی پروژه‌های سودآور چشم‌پوشی کرده و یا بر سرمایه‌گذاری‌های غیر بهینه تمرکز کنند که این امر بر ارزش شرکت اثر منفی گذاشته و عملکرد شرکت را تحت تاثیر قرار می‌دهد و نهایتاً به زیان سرمایه‌گذاران اصلی منجر شود. بنابراین لازم است صاحبان اصلی شرکت به این موضوع توجه کافی داشته و مدیران را از سوء استفاده از مسئولیت اجتماعی در جهت منافع شخصی بازدارند.

همچنین با توجه به تایید نقش مالکیت دولتی در ارتباط سرمایه‌گذاری و عملکرد با توجه به مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها می‌توان نتیجه گرفت که از آنجا که مشکلات نمایندگی در شرکت‌های دولتی بین مدیران و سهامداران برای ایفای مسئولیت اجتماعی در سطح پایین تری قرار دارد، لذا حاکمیت می‌تواند از این مزیت به عنوان یک فرصت برای ارائه خدمات مورد نیاز جامعه بهره‌برداری نموده و هدف ارائه خدمات عام‌المنفعه بمنظور تحقق عدالت اجتماعی را از این طریق دنبال نماید.

به پژوهشگران آتی نیز پیشنهاد می‌شود سایر عوامل مبتنی بر نظریه نمایندگی را بر ارتباط سرمایه‌گذاری و عملکرد با توجه به مسئولیت اجتماعی شرکتها بررسی نمایند.

فهرست منابع

- * بنی مهد، بهمن؛ طالب نیا، قدرت اله و ازوجی، حسین، (۱۳۸۸). "بررسی رابطه بین عملکرد زیست محیطی و عملکرد مالی"، پژوهشنامه حسابداری مالی و حسابرسی، دوره ۱، شماره ۳، صفحات ۱۷۴-۱۴۹
- * تقی زاده خانقاه وحید؛ زینالی، مهدی (۱۳۹۵). "بررسی تأثیر مسئولیت پذیری اجتماعی شرکت ها بر کارایی سرمایه گذاری و نوآوری" فصلنامه حسابداری سلامت، دوره ۵، شماره ۲، صفحات ۱-۲۷
- * حساس یگانه یحیی؛ برزگر، قدرت اله (۱۳۹۲). "ارائه مولفه ها و شاخص های بعد اجتماعی مسئولیت شرکتها و وضعیت موجود آن در ایران" فصلنامه ی مطالعات توسعه ی اجتماعی- فرهنگی، دوره ی دوم، شماره ۱، صفحات ۱۹۹-۲۲۲
- * دارابی، رویا؛ پاشانژاد، یوسف و تدین فرد، اسماعیل (۱۳۹۶). "بررسی رابطه بین مسئولیت اجتماعی، عملکرد اقتصادی و اجتناب از مالیات شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، مجله بررسی های حسابداری، دوره ۴ شماره ۱۵، صفحات ۶۷-۹۲
- * عسگری، محمد رضا (۱۳۸۶). "حسابداری مسئولیتهای اجتماعی"، ماهنامه تدبیر، سال هجدهم، شماره ۱۸۹
- * فخاری، حسین؛ فلاح پور، فرهاد (۱۳۹۶). "بررسی اثر میانجی عملکرد مالی بر رابطه بین مسئولیت پذیری اجتماعی و ارزش افزوده بازار شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، چشم انداز مدیریت مالی، شماره ۲۰ صفحات ۹۷-۱۱۴
- * صفری گرایلی، مهدی (۱۳۹۷). "مسئولیت پذیری اجتماعی و ارزش گذاری بازار نگهداشت وجه نقد شرکت" راهبرد مدیریت مالی، سال ششم، شماره بیستم، صفحات ۱۶۳-۱۸۳
- * گرد، عزیز؛ محمدرضا چکاو و ناصر شریفی (۱۳۹۷). "بررسی رابطه مالکیت دولتی و هزینه های نمایندگی" مطالعات تطبیقی در مدیریت مالی و حسابداری، دوره دوم - شماره ۳، صفحات ۲۹ - ۴۰
- * محفوظی، غلامرضا؛ قاسمی، معصومه (۱۳۹۴). "بررسی تأثیر مسئولیت اجتماعی شرکت ها بر حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی"، فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه گذاری، سال ششم، شماره بیست و یکم، صفحات ۴۱-۵۸
- * ملکیان، اسفندیار؛ شهسواری، معصومه و سلمانی، رسول (۱۳۹۵). "مطالعه رابطه بین مالکیت دولتی و نهادی با مسئولیت پذیری اجتماعی شرکتها" فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه گذاری، سال پنجم، شماره هفدهم، صفحات ۵۵-۷۴
- * نمازی، محمد مقیمی، فاطمه (۱۳۹۷). "تأثیر نوآوری و نقش تعدیلی مسئولیت پذیری اجتماعی بر عملکرد مالی شرکت ها در صنایع مختلف" بررسیهای حسابداری و حسابرسی، دوره ۲۵، شماره ۲، صفحات ۲۸۹ - ۳۱۰
- * Attig, N., Cleary, S., Ghoul, S. (2014). Corporate Legitimacy and Investment-Cash Flow Sensitivity. J Bus Ethics. DOI 10.1007/s10551-013-1693-3.

- * Baker, M., Stein, J.C., Wurgler, J., 2003. When does the market matter ? Stock prices and the investment of equity-dependent firms. *Q. J. Econ.* 118, 969–1005. doi:10.1162/00335530360698478
- * Benlemlih, M., Bitam, M., (2015). Corporate Social Responsibility and Investment Efficiency, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2566891.
- * Bénabou, R., Tirole, J., 2010. Individual and corporate social responsibility. *Economica* 77, 1–19. doi:10.1111/j.1468-0335.2009.00843.x
- * Bhandari, A., & Javakhadze, D. (2017). Corporate social responsibility and capital allocation efficiency. *Journal of Corporate Finance*, 43, 354-377.
- * Brown, W.O., Helland, E., Smith, J.K., 2006. Corporate philanthropic practices. *J. Corp. Financ.* 12, 855–877. doi:10.1016/j.jcorpfin.2006.02.001
- * Carroll, A., 1979. A three-dimensional conceptual model of corporate performance. *Acad. Manag. Rev.* 4, 497–505. doi:10.2307/257850
- * Cheng, I., Hong, H., Shue, K., (2013). Do Managers do good with other people's money? NBER Work. Pap. No. 18476 1–49. doi:10.2139/ssrn.1784357
- * Deng, X., Kang, J. Koo, Low, B.S., 2013. Corporate social responsibility and stakeholder value maximization: Evidence from mergers. *J. financ. econ.* 110, 87–109. doi:10.1016/j.jfineco.2013.04.014
- * Eccles, R.G., Ioannou, I., Serafeim, G., 2014. The impact of corporate sustainability on organizational processes and performance. *Manage. Sci.* 60, 2835–2857. doi:10.3386/w17950
- * Eldar, O., 2014. The role of social enterprise and hybrid organizations. *Yale Law Econ. Res. Pap.* doi:10.2139/ssrn.2379012
- * Esa, E., & Zahari, A. R. (2016). " Corporate social responsibility: Ownership structures, board characteristics & the mediating role of board compensation. *Procedia Economics and Finance*, 35, 35-43.
- * Garriga, E., Melé, D., 2004. Corporate social responsibility theories: Mapping the territory *J. Bus. Ethics* 53, 51–71. doi:10.1787/9789264122352-de
- * Hou, T.C.T., 2019. The relationship between corporate social responsibility and sustainable financial performance: Firm-level evidence from Taiwan. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 26(1), pp.19-28.
- * Jensen, M.C., Meckling, W.H., 1976. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *J. financ. econ.* 3, 305–360. doi:10.1016/0304-405X(76)90026-X
- * Jensen, M.C., (2001). Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function. *J. Appl. Corp. Financ.* 14, 8–21. doi: 10.1111/j.1745-6622.2001.tb00434.x
- * Jensen, M.C., Murphy, K.J., 1990. Performance pay and top-management incentives. *Source J. Polit. Econ. J. Polit. Econ.* 98, 225–264. doi:10.1086/261677
- * Kamalirezai, H., Rostamy, A.A.A., Saeedi, A. and Zaghari, M.K.V., 2019. Corporate social responsibility and bankruptcy probability: Exploring the role of market competition, intellectual capital, and equity cost. *Journal of Corporate Accounting & Finance*.
- * Kirsten A. Cook, Andrea M. Romi, Daniela Sanchez, Juan Manuel Sanchez. (2016). The Influence of Corporate Social Responsibility on Investment Efficiency and Innovation.
- * Krüger, P., (2015). Corporate goodness and shareholder wealth. *J. financ. econ.* 115, 304–329. doi:10.1016/j.jfineco.2014.09.008
- * Mackey, A., Mackey, T. B., & Barney, J. B. (2007). Corporate social responsibility and firm performance: Investor preferences and corporate strategies. *Academy of management review*, 32(3), 817-835.
- * Matten, D., Crane, A., 2005. Corporate citizenship: Toward an extended theoretical conceptualization. *Acad. Manag. Rev.* 30, 166–179. doi:10.5465/AMR.2005.15281448

- * Mcguire, J.B., Sundgren, A., Schneeweis, T., 1988. Corporate social responsibility and firm financial performance. *Acad. Manag. J.* 31, 854–872. doi:10.2307/256342
- * McLean, R.D., Zhang, T., Zhao, M., (2012). Why does the law matter? Investor protection and its effects on investment, finance, and growth. *J. Finance* 67, 313–350. doi:10.1111/j.1540-6261.2011.01713.x
- * McWilliams, A., Siegel, D.S., Wright, P.M., 2006. Guest editors' introduction corporate social responsibility: strategic implications. *J. Manag. Stud.* 43, 1–18. doi:10.1111/j.1467-6486.2006.00580.x
- * McKinley, A. (2008). The drivers and performance of corporate environmental and social responsibility in the Canadian mining industry (Doctoral dissertation).
- * McWilliams, A., Siegel, D.S., Wright, P.M., 2006. Guest editors' introduction corporate social responsibility: strategic implications. *J. Manag. Stud.* 43, 1–18. doi:10.1111/j.1467-6486.2006.00580.x
- * Phillips, R., Freeman, R.E., Wicks, A.C., 2003. What stakeholder theory is not. *Bus. Ethics Q.* 13, 25. doi:10.2307/3857968
- * Preston, L.E., O'Bannon, D.P., 1997. The corporate social-financial performance relationship. A Typology and Analysis. *Bus. Soc.* 36, 419–429. doi:10.1177/000765039703600406
- * Said, R., Zainuddin, Y. H., & Haron, H. (2009). The relationship between corporate social responsibility disclosure and corporate governance characteristics in Malaysian public listed companies. *Social Responsibility Journal*, 212-226.
- * Theodoulidis, B., Diaz, D., Crotto, F., Rancati, E. (2017). Exploring corporate social responsibility and financial performance through stakeholder theory in the tourism industries, *Tourism Management*, 62(8):173-188

یادداشت‌ها

¹ Corporate Social Responsibility (CSR)

² Deng

³ McKinley

⁴ Krüger

⁵ McWilliams

⁶ Jensen

⁷ McWilliams & Siegel

⁸ Business for Social Responsibility

⁹ Bénabou & Tirole

¹⁰ Eccles

¹¹ Krüger

¹² Brown

¹³ Eldar

¹⁴ Jensen

¹⁵ Garriga & Mele

¹⁶ Phillips

¹⁷ Matten & Crane

¹⁸ Mackey

¹⁹ Carroll

²⁰ McWilliams

²¹ Mcguire

²² Hou

- ²³ Kamalirezaei
²⁴ Bhandari
²⁵ Theodoulidis
²⁶ Kirsten
²⁷ Benlemlih & Bita
²⁸ Attig
²⁹ Preston & O'Bannon
³⁰ Jensen
³¹ Cheng
³² Bhandari
³³ Jensen and Meckling
³⁴ Jensen, M.C., Murphy
³⁵ Bhandari
³⁶ Esa & Zahari
³⁷ Said
³⁸ Baker
³⁹ McLean
⁴⁰ diversity
⁴¹ Bhandari
⁴² Hou & Chieh
⁴³ Theodoulidis
⁴⁴ Theodoulidis
⁴⁵ Benlemlih
⁴⁶ Bhandari