



## Effect of Corporate Social Performance on Financial Performance at Listed Companies on the Tehran Stock Exchange with Moderating Role of Investor Sentiment

Hosein Asgari Alouj<sup>1</sup>, Hasan Matar Khabbat alanzi<sup>2</sup>

Received: 2023/07/22

Accepted: 2023/08/23

Research Paper

### Abstract Extended

#### Background and Purpose

Companies are subject to evaluation for their performance in achieving goals and successes over specific time periods and from various perspectives. One of the most critical aspects of such evaluations is a company's financial performance, which reflects its ability to efficiently utilize resources to generate wealth. This metric holds immense importance for different stakeholder groups, including shareholders, creditors, managers, and employees (Vuong, 2022). Since the late twentieth century, alongside the emergence of systemic theories, research literature has increasingly focused on assessing corporate social performance (CSP) in conjunction with their financial performance and its impact on various financial indicators (Palterineri et al., 2020). Systemic theories, such as stakeholder theory, legitimacy theory, and ethical theory, are rooted in corporate social responsibility reporting to stakeholders. Furthermore, the influence of social performance on financial performance can be explained through theories like agency theory and signaling theory. Additionally, it's worth noting that emotions can significantly affect investors' financial decisions. This emotional factor can also influence a company's approach to social responsibility, given the growing importance of financial performance to diverse stakeholders and the research trend toward behavioral and systemic financial theories. The current research aims to investigate the moderating role of investor sentiment in the relationship between CSP and the financial performance of companies.

**Methodology:** This research employs an applied research approach to achieve its objectives. The data collection method is descriptive, focusing on retrospective analysis with post-event correlation. Data were gathered from 121 companies listed on the Tehran Stock Exchange, spanning the years 2014 to 2021. Both descriptive and statistical techniques were employed, with regression analysis serving as the primary testing method. The statistical analysis encompasses both descriptive statistics (e.g., mean, standard deviation, variance) and inferential statistics (e.g., correlation coefficient, multiple variable linear regression model). To assess the utilization of commonly adopted model evaluation methods and to examine the presence of a constant effect, the Leamer F-test was applied. Additionally, the study scrutinized the

---

<sup>1</sup>. Assistant professor, Department of accounting, Bilesavar branch, Islamic Azad University, Bilesavar, Iran (Corresponding Author) (Email: hosein.asgari@ut.ac.ir)

<sup>2</sup>. Master's student, Department of accounting, Isfahan Branch (Khorasgan), Islamic Azad University, Isfahan, Iran (Email: hsnmtraltwky@gmail.com)



appropriateness of the fixed model estimation through the Hausman test. The dependent variable, financial performance, was quantified using asset returns, while the independent variable, social performance of companies, was assessed using the weighted model proposed by [Fakhari et al. \(2017\)](#). This model is designed to gauge the extent of environmental, social, and governance reporting by companies active in the Iranian capital market. For the measurement of the investor sentiment index, the research methodology of [Tohidi \(2020\)](#) was employed.

**Findings:** The findings of this study reveal important insights. The first hypothesis, tested with a 95% confidence level, confirms the research's initial hypothesis, suggesting a positive and statistically significant impact of investor sentiment on financial performance. Additionally, the model's explanatory variables have demonstrated their ability to predict 49% of the variations in financial performance. The second hypothesis, also tested at a 95% confidence level, provides further support for the research, confirming a positive and significant effect of a CSP on its financial performance. The third hypothesis test examines the impact of independent variables on the dependent variable, as well as the moderating role of investor sentiment and the overall significance of the model. With a 95% confidence level, it can be asserted that a CSP indeed has a positive and significant effect on its financial performance. Similarly, a positive impact on financial performance is found to be associated with investor sentiment, thus confirming the hypothesis regarding the moderating role of investor sentiment.

**Discussion:** The first hypothesis of this research, positing that investor sentiment exerts a positive and significant influence on the financial performance of companies listed on the Tehran Stock Exchange, has been substantiated through empirical analysis. This affirmation implies that investor sentiment plays a vital role in driving improvements in financial performance within the Iranian capital market. Behavioral finance theories have consistently illustrated that companies cannot shield themselves from the sway of investor sentiment. Investors, responding to information and news disseminated in the market, undergo emotional reactions, and the repercussions of these emotions manifest in stock prices and trading volumes. On one hand, company managers endeavor to respond to investor sentiment through their performance and actively seek to manage its impact. Furthermore, investor sentiment can act as an external pressure tool on managers, compelling them to align their actions with shareholder expectations. These findings from the first hypothesis align with the outcomes of prior studies, such as those conducted by [Smales \(2014\)](#) and [Vuong et al. \(2022\)](#).

The second hypothesis of this research underscores the positive and statistically significant impact of social performance on financial performance, as confirmed through rigorous statistical analysis at a 95% confidence level. The nexus between CSP and financial performance has been a focal point of scholarly investigation and is grounded in well-established theoretical frameworks. Organizational legitimacy theory posits that CSP initiatives enhance societal trust in a company's operations, thereby fostering greater consumer acceptance, loyalty, increased sales, and overall stability. Ultimately, this culminates in improved profitability. Drawing from signaling theory, the public disclosure of a CSP efforts is construed as favorable news, stimulating heightened demand for shares and contributing to stock price appreciation. From the perspective of agency theory, social responsibility exerts pressure on managers to honor their commitments to both shareholders and stakeholders, thereby mitigating agency costs. Moreover, within the ambit of stakeholder theory, social responsibility underscores a company's commitment to various stakeholders, including society and the environment. This commitment helps moderate future costs such as heightened risk exposure and potential legal disputes. The findings of the second hypothesis align harmoniously

with prior research conducted by [Amiri et al. \(2020\)](#), [Qavami et al. \(2022\)](#), [Naseem et al. \(2021\)](#), [Anne et al. \(2022\)](#), and [Vuong \(2022\)](#).

The third hypothesis of this research sought to address the question of whether investor sentiment can enhance the impact of CSP on financial performance. The results unveiled in this study resoundingly affirm the affirmative response to this inquiry. This implies that investor sentiment exerts a catalytic influence, prompting companies to embrace a more socially responsible approach, ultimately culminating in heightened financial performance. Investors represent a subset of society that vigilantly monitors corporate developments with heightened diligence. The adoption of increased social responsibility initiatives by companies is perceived by investors as mitigating overall company risk, thus fostering a more optimistic outlook on the company's future prospects. This, in turn, translates into a reduction in financing costs and an upsurge in profitability. Consequently, corporate managers, through the allocation of resources to socially responsible endeavors, effectively offset costs in other domains. The outcome of these strategic decisions manifests as an improvement in overall financial performance. The findings stemming from the third hypothesis harmoniously align with the outcomes of prior research studies conducted by [Naughton et al. \(2019\)](#) and [Vuong \(2022\)](#).

**Keywords:** Investor Sentiment, Financial Performance, Corporate Social Performance

**Jel classification:** G20, G4, G41



## بررسی تأثیر عملکرد اجتماعی شرکت بر عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران با تأکید بر نقش تعدیلگری احساسات سرمایه‌گذار

حسین عسگری آلوج<sup>۱</sup>، حسن مطر خباط العنزی<sup>۲</sup>

مقاله پژوهشی

تاریخ دریافت: ۱۴۰۲/۰۴/۳۱

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۲/۰۶/۰۱

### چکیده

عملکرد مالی یکی از معیارهای ارزیابی عملکرد شرکت‌ها می‌باشد که بر اساس میزان سود کسب‌شده شرکت در یک دوره مالی نسبت به ارزیابی شرکت اقدام می‌نمایند. هدف پژوهش حاضر بررسی تأثیر عملکرد اجتماعی شرکت بر عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران با تأکید بر نقش تعدیلگری احساسات سرمایه‌گذار بوده است. در این مسیر ۱۲۱ شرکت با استفاده از روش حذف سامانمند به‌عنوان نمونه نهایی پژوهش انتخاب شد و داده‌های مورد نیاز در طی سال‌های ۱۳۹۳ تا ۱۴۰۰ از این شرکت‌ها گردآوری گردید. پژوهش از نظر هدف، کاربردی و نوع تحلیل آماری، توصیفی-همبستگی بوده است. نتایج بیانگر این است که احساسات سرمایه‌گذار بر عملکرد مالی تأثیر مثبت و معنی‌داری داشته است. همچنین تأثیر عملکرد اجتماعی شرکت بر عملکرد مالی به صورت مستقیم و معنی‌دار مشاهده گردیده است. در نهایت یافته‌های پژوهش نشان داد که احساسات سرمایه‌گذار باعث تقویت تأثیر عملکرد اجتماعی شرکت بر عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران گردیده است.

**کلیدواژه‌ها:** عملکرد اجتماعی شرکت، عملکرد مالی، احساسات سرمایه‌گذار

**طبقه‌بندی موضوعی:** G20, G4, G41

<sup>۱</sup> استادیار، گروه حسابداری، واحد بیله سوار، دانشگاه آزاد اسلامی، بیله سوار، ایران (نویسنده مسئول) (Email: Hosein.asgari@ut.ac.ir)

<sup>۲</sup> دانشجوی کارشناسی ارشد، گروه حسابداری، واحد اصفهان (خوراسگان)، دانشگاه آزاد اسلامی، اصفهان، ایران

(Email: hsnmtraltwky@gmail.com)



## مقدمه

شرکت‌ها در دوره‌های زمانی مختلف و از جنبه‌های مختلف، در جهت میزان دستیابی به اهداف و موفقیت‌ها ارزیابی می‌شوند. یکی از مهم‌ترین ارزیابی‌های صورت‌پذیرفته از شرکت‌ها، عملکرد مالی آن‌ها است که بیانگر میزان موفقیت شرکت در استفاده از منابع در اختیار برای تولید ثروت است. این شاخص از نگاه گروه‌های مختلف از جمله سهام‌داران، اعتباردهندگان، مدیران و کارکنان دارای اهمیت است (وونگ<sup>۱</sup>، ۲۰۲۲). نسبت‌هایی مانند بازده دارایی‌ها، بازده حقوق صاحبان سرمایه، نسبت کیوتوبین، نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام و بازده سهام مهم‌ترین معیارهای به‌کاررفته پژوهشگران جهت ارزیابی عملکرد مالی هستند. از میان تمام معیارهای یادشده، سودآوری را می‌توان وجه مشترک تمامی آن‌ها در سنجش عملکرد مالی دانست. در صورتی که شرکت در شاخص سودآوری روند خوبی داشته باشد، سرمایه‌گذاران و دیگر عوامل اقتصادی مرتبط با شرکت نگاه مثبتی به شرکت خواهند داشت (ویدنیانا و همکاران<sup>۲</sup>، ۲۰۲۱).

دیدگاه‌های سنتی اقتصادی، عملکرد مالی شرکت را عمدتاً به تولید و فروش وابسته دانسته و بیان می‌کنند که شرکت‌ها صرفاً با پرداختن به فعالیت‌های اصلی می‌توانند نسبت به تحقق بازده مورد انتظار سهام‌داران اقدام کنند. با این وجود و از اواخر قرن بیستم همگام با ظهور تئوری‌های سیستمی<sup>۳</sup>، ادبیات پژوهشی به سوی سنجش عملکرد اجتماعی شرکت‌ها در کنار عملکرد مالی و تأثیر آن بر عملکرد مالی و سایر معیارهای مالی شرکت‌ها حرکت نمود (پالترینی و همکاران<sup>۴</sup>، ۲۰۲۰). تئوری‌های سیستمی بر پایه گزارشگری مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها نسبت به عموم ذی‌نفعان بنا شده‌اند که شامل تئوری ذی‌نفعان، تئوری مشروعیت و تئوری اخلاقی است. علاوه بر این تأثیر عملکرد اجتماعی بر عملکرد مالی از طریق تئوری‌هایی مانند تئوری نمایندگی و تئوری علامت‌دهی نیز قابل توجه هستند (وونگ، ۲۰۲۲). بر اساس تئوری مشروعیت، شرکت‌ها برای مشروعیت‌بخشی به فعالیت‌های خود در نگاه مصرف‌کنندگان به دنبال توجه بیشتر به مسئولیت اجتماعی خود و گزارشگری عملکرد در این حوزه هستند تا به واسطه کسب شهرت، از این مزیت رقابتی در رقابت با سایر رقبای، فروش بیشتری داشته و عملکرد مالی خود را بهبود دهند (ینگ و همکاران<sup>۵</sup>، ۲۰۲۱). بر مبنای تئوری نمایندگی، افشای عملکرد اجتماعی شرکت باعث کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین شرکت و ذی‌نفعان شده و هزینه‌های نمایندگی را نیز کاهش می‌دهد (حبش و حداد<sup>۶</sup>، ۲۰۲۰؛ جئوپینگ و همکاران<sup>۷</sup>، ۲۰۲۰). بر اساس نظریه اخلاقی، شاخص موفقیت شرکت، صرفاً بر پایه سود گزارش نمی‌شود، بلکه به وسیله حاکمیت شرکتی، مسئولیت‌پذیری اجتماعی، رفتار اخلاقی و برنامه‌های زیست‌محیطی آن‌ها مشخص می‌شود (بروکت و رضایی<sup>۸</sup>، ۲۰۱۳). بر اساس تئوری علامت‌دهی نیز شرکت‌ها برای جلب توجه سهام‌داران و سرمایه‌گذاران، با گزارش عملکرد خود در مسئولیت‌پذیری اجتماعی، باعث انتشار پیام‌های مثبت به جامعه می‌شوند که نتیجه آن، افزایش اعتماد فعالان بازار به شرکت و رشد شاخص‌های سودآوری و ارزش شرکت خواهد بود (وونگ، ۲۰۲۲). با توجه به اشاره مختصری که به نظریه‌های حوزه مسئولیت اجتماعی شد، می‌توان عنوان کرد که مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها بر عملکرد مالی آن‌ها اثرگذار است.

1. Vuong

2. Widnyana et al.

3. System theories

4. Paltrinieri et al.

5. Ying et al.

6. Habbash &amp; Haddad

7. Guping et al.

8. Brockett &amp; Rezaee

از سویی دیگر و بر اساس تئوری‌های مالی رفتاری، عملکرد مالی شرکت تحت تأثیر ویژگی‌های رفتاری فعالان بازار نیز قرار می‌گیرد. احساسات سرمایه‌گذار، نوعی تورش رفتاری<sup>۱</sup> است که به دلیل تصمیم‌گیری غیرعقلایی توسط سرمایه‌گذاری در هنگام اخذ تصمیمات اقتصادی و سرمایه‌گذاری شکل گرفته و باعث بروز انحراف در تصمیم‌گیری در حوزه پدیده‌های مالی و اقتصادی می‌شود. ادبیات مالی رفتاری نوین تصمیم‌گیری احساسی سرمایه‌گذار را بر تغییر حجم مبادلات و قیمت سهام مؤثر می‌داند (لیستون<sup>۲</sup>، ۲۰۱۶). احساسات سرمایه‌گذار با تغییر میزان انتظارات سرمایه‌گذاران نسبت به نقدینگی آتی شرکت، قیمت سهام را تحت تأثیر قرار می‌دهد (براون و کلیف<sup>۳</sup>، ۲۰۰۴). همچنین، احساسات سرمایه‌گذار عاملی تأثیرگذار بر تصمیمات مدیران شرکت است (چن و همکاران<sup>۴</sup>، ۲۰۱۹). روزانه حجم زیادی اخبار مثبت و منفی اقتصادی و سیاسی، در بازار سرمایه و از طریق کانال‌های رسمی و غیررسمی منتشر می‌شود که باعث برانگیختگی احساس سرمایه‌گذاران و در نتیجه تغییر نظر ایشان در خصوص قیمت گذاری سهام می‌شود (اسمالز<sup>۵</sup>، ۲۰۱۴). بر اساس تئوری‌های مالی رفتاری، تغییرات قیمت سهام دلیل بنیادی نداشته و رویکرد احساسی سرمایه‌گذار در تعیین قیمت‌ها نقش اساسی ایفا می‌کند و در حقیقت فعل و انفعال پویا بین معامله‌گران اختلال‌زا و آربیتراژگران منطقی قیمت‌ها را شکل می‌دهد (می‌سی و لین<sup>۶</sup>، ۲۰۱۰).

علاوه بر تأثیر احساسات بر تصمیمات مالی سرمایه‌گذاران، این متغیر می‌تواند رفتار شرکت‌ها در حوزه مسئولیت‌پذیری اجتماعی را نیز تغییر دهد. چئونگ و همکاران<sup>۷</sup> (۲۰۱۷) به نقش بالقوه سرمایه‌گذاران در تحت فشار قرار دادن شرکت‌ها برای ایفای رفتارهای مسئولانه‌تر در حوزه اجتماعی اشاره کرده و بیان می‌کنند که شرکت‌ها با افزایش عملکرد خود در مسئولیت‌پذیری اجتماعی به دنبال کاهش بی‌اعتمادی فعالان بازار و مخصوصاً سرمایه‌گذاران نسبت به شرکت هستند. همچنین، ناگتون و همکاران (۲۰۱۹) در پژوهشی دیگر نشان می‌دهند که احساسات سرمایه‌گذار بر تعهدات مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت تأثیرگذار است. وونگ (۲۰۲۲) نیز بیان می‌کند که شرکت‌ها با بهبود عملکرد در حوزه مسئولیت‌پذیری اجتماعی تلاش می‌کنند تا بدبینی سرمایه‌گذاران نسبت به خود را کاهش دهند، به ویژه این واکنش در میان شرکت‌هایی که انگیزه بیشتری برای واکنش به احساسات ناشی از عدم قطعیت ارزش گذاری و افق سرمایه‌گذار دارند، بیشتر مشاهده می‌شود. در مجموع انتظار بر این است که احساسات سرمایه‌گذار باعث الزام بیشتر شرکت‌ها به مسئولیت اجتماعی شرکتی شده و ایشان برای کسب اعتماد سرمایه‌گذاران، با شدت بیشتری به فعالیت‌های مسئولیت‌پذیری اجتماعی بپردازند که نتیجه نهایی آن بهبود عملکرد مالی شرکت است. با توجه به اهمیت عملکرد مالی از نظر ذینفعان مختلف و همچنین گرایش پژوهش‌ها به حوزه تئوری‌های مالی رفتاری و سیستمی، پژوهش حاضر به دنبال مطالعه نقش تعدیلگری احساسات سرمایه‌گذار در تأثیر مسئولیت اجتماعی شرکتی بر عملکرد مالی شرکت‌ها خواهد بود. بر این اساس پژوهش حاضر به دنبال یافتن پاسخی علمی به سوال زیر است:

آیا احساسات سرمایه‌گذار در تأثیر عملکرد اجتماعی شرکت بر عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران نقش تعدیلگری دارد؟

1. Behavioral strain  
2. Liston  
3. Brown & Cliff  
4. Chen et al.  
5. Smales  
6. McLean  
7. Cheong et al.

## مبانی نظری و پیشینه پژوهش

مفهوم مسئولیت اجتماعی شرکت برای اولین بار در دهه ۱۹۲۰ میلادی مطرح شد. ولی به دلیل رکود بزرگ و جنگ جهانی دوم، نتوانست به‌عنوان یک موضوع جدی تا دهه ۱۹۵۰ میان رهبران کسب و کار جایگاهی بیابد. افشای مسئولیت‌پذیری اجتماعی یکی از مکانیسم‌هایی است که اخلاق مدیران را با انتظارات ذینفعان همسو می‌کند. افشای مسئولیت اجتماعی می‌تواند سازوکار مؤثر برای سرمایه‌گذاران بالقوه در نظر گرفته شود تا تصمیمات صحیح سرمایه‌گذاری را اتخاذ کنند و به طور مؤثر هزینه‌های سرمایه‌گذاری را کاهش دهند (ژانگ و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۱۷). مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها عموماً دارای ماهیت داوطلبانه و اختیاری می‌باشد و به فعالیت‌هایی که با قانون هم در تعارض نیست اشاره می‌کند و حتی مسئولیت اجتماعی ممکن است انتظارات در حال تغییر جامعه را نیز منعکس کند (تران و همکاران<sup>۲</sup>، ۲۰۱۷). محققانی به نقش بالقوه سرمایه‌گذاران در تحت فشار قرار دادن شرکت‌ها برای ایفای رفتارهای مسئولانه‌تر در حوزه اجتماعی اشاره کرده و بیان می‌کنند که شرکت‌ها با افشای عملکرد خود در مسئولیت‌پذیری اجتماعی به دنبال کاهش بی‌اعتمادی فعالان بازار و مخصوصاً سرمایه‌گذاران نسبت به شرکت هستند. چئونگ و همکاران<sup>۳</sup> (۲۰۱۷) همچنین، ناگتون و همکاران (۲۰۱۹) در پژوهشی دیگر نشان می‌دهند که احساسات سرمایه‌گذار بر تعهدات مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت تأثیرگذار است. وونگ (۲۰۲۲) نیز بیان می‌کند که شرکت‌ها با بهبود عملکرد در حوزه مسئولیت‌پذیری اجتماعی تلاش می‌کنند تا بدبینی سرمایه‌گذاران نسبت به خود را کاهش دهند، به ویژه این واکنش در میان شرکت‌هایی که انگیزه بیشتری برای واکنش به احساسات ناشی از عدم قطعیت ارزش‌گذاری و افق سرمایه‌گذار دارند، بیشتر مشاهده می‌شود. در ادامه به برخی پژوهش‌های انجام‌شده در این حوزه اشاره می‌گردد:

**ناسم و همکاران<sup>۴</sup> (۲۰۲۰)** پژوهشی با موضوع "مشارکت مسئولیت اجتماعی شرکت و عملکرد شرکت در آسیا و اقیانوسیه: نقش مدیریت ریسک شرکت" ارائه نمودند. بدین منظور اطلاعات گردآوری‌شده از ۱۰۲۱ سال - شرکت فعال در قاره‌های اقیانوسیه و آسیا در دوره زمانی ۲۰۰۶ تا ۲۰۱۶ با استفاده از رگرسیون چندمتغیره مورد آزمون و تجزیه و تحلیل آماری قرار گرفته‌اند. یافته‌های پژوهش بیانگر این است که مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت بر عملکرد مالی تأثیر مثبت و معناداری دارد. همچنین مسئولیت‌پذیری اجتماعی باعث کاهش ریسک شرکت‌های مورد بررسی شده است.

**وونگ (۲۰۲۲)** در پژوهشی با عنوان "احساسات سرمایه‌گذار، مسئولیت اجتماعی شرکتی و عملکرد مالی: مطالعه‌ای از شرکت‌های ژاپنی" با استفاده از داده‌های ترکیبی از ۳۶۷ شرکت پذیرفته‌شده در بورس کشور ژاپن در دوره زمانی ۲۰۰۵ تا ۲۰۱۹ با استفاده از رگرسیون چندمتغیره به شناسایی رابطه احساسات سرمایه‌گذار، مسئولیت‌پذیری اجتماعی و عملکرد مالی پرداخته است. یافته‌های پژوهش بیانگر این است که احساسات سرمایه‌گذار موجب افزایش ارزش شرکت‌ها می‌شود و بر سودآوری (بازده دارایی‌ها)، تأثیر مثبت و معناداری داشته است. نتایج پژوهش نشان داد که عملکرد اجتماعی بر ارزش شرکت‌ها تأثیر منفی و معناداری دارد و این در حالی است که تأثیر مسئولیت‌پذیری اجتماعی بر سودآوری شرکت مثبت است. یافته‌های پژوهش نشان داد که احساسات سرمایه‌گذار در رابطه مسئولیت‌پذیری اجتماعی و عملکرد مالی نقش تعدیلگری ایفا می‌کند.

**آنه و همکاران<sup>۵</sup> (۲۰۲۲)**، به پژوهشی با عنوان "تأثیر افشای حسابداری محیطی بر سودآوری و ارزش شرکتی صنعت پتروشیمی در فیلیپین" پرداختند. بدین منظور با گردآوری اطلاعات از ۳۰ شرکت شیمیایی، معدنی و نفتی فعال در

1. Zhuang

2. Tran et al.

3. Cheong et al.

4. Lu et al.

5. Anne et al.

صنعت پتروشیمی در فیلپین در طی سال‌های ۲۰۱۵ تا ۲۰۱۹ و به‌کارگیری روش رگرسیون چندمتغیره نسبت به آزمون فرضیه‌ها اقدام شده است. یافته‌های پژوهش بیانگر این است که گزارشگری پایداری زیست‌محیطی بر سودآوری و ارزش، تأثیر مثبت و معناداری داشته و موجب بهبود آن‌ها شده است.

**جاگانی و هونگ<sup>۱</sup> (۲۰۲۲)**، پژوهشی با عنوان "جهت‌گیری پایداری، مدیریت محصول جانبی و عملکرد تجاری: یک بررسی تجربی" انجام داده‌اند. بر این اساس در سال ۲۰۲۱ یک نظر سنجی در بین مدیران ۲۰۷ شرکت تولیدی ایالات متحده امریکا صورت پذیرفته است. نتایج پژوهش بیانگر این است که جهت‌گیری پایداری بر توسعه پایدار محصول جدید و مدیریت محصول جانبی تأثیر معناداری است. همچنین مبتنی بر نتایج پژوهش، توسعه پایدار محصول جدید و مدیریت محصول جانبی به طور مشترک و مستقیماً بر عملکرد محیطی تأثیر می‌گذارد. علاوه بر این، عملکرد زیست‌محیطی در تعیین عملکرد تجاری نقش به‌سزایی داشته است.

**اوانجلیستا و همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۲۲)**، پژوهشی با عنوان "تأثیر مسئولیت اجتماعی شرکت بر سودآوری و ارزش ثابت شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار در زمینه برق، انرژی، برق و آب" ارائه نمودند. بدین منظور با استفاده از داده‌های جمع‌آوری شده از ۳۴۸۱ سال - شرکت برتر کشور چین در بین سال‌های ۲۰۰۹ تا ۲۰۱۵ و به‌کارگیری روش معادلات ساختاری پژوهش انجام شده است. یافته‌های پژوهش بیانگر این است که مسئولیت‌پذیری اجتماعی بر ارزش شرکت تأثیر مثبت و معناداری دارد. نتایج پژوهش گویای این است که مسئولیت‌پذیری اجتماعی بر سودآوری شرکت‌های بررسی شده تأثیر معناداری ندارد. همچنین مبتنی بر یافته‌های پژوهش، عمر شرکت بر سودآوری و ارزش شرکت تأثیر مثبت و معناداری دارد. از سوی دیگر، اندازه شرکت تنها در هنگام تعدیل مسئولیت‌پذیری اجتماعی و ارزش شرکت تأثیر قابل توجهی از خود نشان داده است.

**خان و همکاران<sup>۳</sup> (۲۰۲۳)**، به پژوهشی با موضوع "ارتباط بین مسئولیت اجتماعی شرکت و عملکرد شرکت" پرداختند. نمونه مطالعه شامل ۴۴۰۵ شرکت از ۳۹ کشور در دوره ۲۰۰۲-۲۰۲۰ است. برای تجزیه و تحلیل، رگرسیون حداقل مربعات معمولی با آثار ثابت سال و شرکت به‌عنوان مدل اقتصادسنجی اولیه استفاده شده است. روش حرکت تعمیم‌یافته دو مرحله‌ای برای رسیدگی به مسائل درون‌زایی استفاده گردیده است. این مطالعه شواهد بین‌المللی را ارائه می‌کند که مسئولیت‌پذیری اجتماعی عملکرد مالی را افزایش می‌دهد. علاوه بر این، مزایای کمیته‌های مسئولیت‌پذیری اجتماعی از نظر افزایش تأثیر مثبت مسئولیت‌پذیری اجتماعی بر عملکرد مالی در کشورهای دارای حاکمیت قوی و در صنایع کمتر حساس به محیط زیست به طور قابل توجهی بیشتر است.

**امیری و همکاران (۱۳۹۹)**، در پژوهشی با موضوع "تأثیر مسئولیت‌پذیری اجتماعی بر عملکرد مالی با نقش واسطه‌ای فعالیت‌های سیاسی شرکت در مجتمع گاز پارس جنوبی" به شناسایی مؤلفه‌های تأثیرگذار عوامل مؤثر بر عملکرد مالی پرداخته است. جامعه آماری پژوهش را کارکنان رسمی بخش امور مالی و اداری مجتمع پارس جنوبی تشکیل داده که تعداد افرادی که به سؤالات درج شده در پرسش‌نامه پاسخ صحیح داده‌اند، ۱۶۹ نفر بوده و جهت آزمون فرضیه‌های پژوهش از روش بوت‌اتراپ در مدل‌یابی معادلات ساختاری بهره‌گیری شده است. یافته‌های پژوهش بیانگر این است که مسئولیت‌پذیری اجتماعی بر عملکرد مالی و فعالیت‌های سیاسی شرکت تأثیر مثبت و معناداری دارد و فعالیت‌های سیاسی شرکت نیز بر عملکرد مالی تأثیر مثبت و معناداری دارد.

**بابایی و همکاران (۱۴۰۰)** پژوهشی با موضوع "رابطه بین عملکرد پایداری و ارزش شرکت: با تأکید بر نقش امتیاز

1. Jagani & Hong

2. Evangelista et al.

3. Khan et al.



افشا و اندازه‌ی شرکت" ارائه نموده‌اند. بر این اساس اطلاعات جمع‌آوری‌شده از ۹۲ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره‌ی زمانی ۸ ساله از سال ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۷ با به‌کارگیری رگرسیون چندمتغیره تجزیه‌وتحلیل شده است. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های پژوهش بیانگر این است که بین ابعاد مالی (بعد اقتصادی) و غیرمالی عملکرد پایداری شرکتی (ابعاد اجتماعی، حاکمیتی، زیست‌محیطی و اخلاقی) و ارزش شرکت، رابطه‌ی مثبت و معناداری وجود داشته و شرکت‌هایی که عملکرد پایداری بیشتری دارند، تأثیر عملکرد پایداری بر ارزش شرکت در آن‌ها بیشتر است. علاوه بر این نتایج پژوهش نشان داد که شرکت‌هایی که امتیاز افشای بیشتری دارند، تأثیر عملکرد پایداری بر ارزش شرکت در آن‌ها بیشتر است و تأثیر عملکرد پایداری بر ارزش شرکت در شرکت‌های بزرگ و کوچک تقریباً برابر است. **اسکو و نوروزی (۱۴۰۰)** پژوهشی با موضوع "بررسی تأثیر مسئولیت‌پذیری اجتماعی بر رابطه بین معاملات با اشخاص وابسته و عملکرد شرکت" ارائه نمودند. این پژوهش با گردآوری اطلاعات ۱۳۸ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۳ تا ۱۳۹۸ مبتنی بر رگرسیون تلفیقی انجام پذیرفته است. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که معاملات اشخاص وابسته بر عملکرد شرکت تأثیر منفی و معناداری دارد. علاوه بر این بر اساس یافته‌های پژوهش، مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت بر رابطه‌ی معاملات اشخاص وابسته و عملکرد شرکت اثر منفی و تضعیف‌کننده دارد.

**قوامی و همکاران (۱۴۰۱)** پژوهشی با موضوع "تأثیر مسئولیت‌پذیری اجتماعی بر عملکرد مالی، شمول مالی و ثبات مالی در بخش بانکداری" انجام دادند. بدین منظور اطلاعات ۱۱۰ شعبه از بانک‌های ملت مستقر در شهر تهران در دوره‌ی زمانی ۱۳۹۳ تا ۱۳۹۹ بررسی و آزمون آماری شدند. یافته‌های پژوهش بیانگر این است که مسئولیت‌پذیری اجتماعی بر عملکرد مالی بانک‌های بررسی‌شده تأثیر مثبت و معناداری دارد.

**رشیدی و حسینی (۱۴۰۱)** پژوهشی با عنوان "تأثیر احساسات سرمایه‌گذاران بر عملکرد اجتماعی شرکت" ارائه نموده‌اند. بر این اساس، اطلاعات مربوط به ۱۲۰ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۸ با استفاده از روش رگرسیون چندمتغیره آزمون شده است. یافته‌های پژوهش نشان داد که مسئولیت‌پذیری اجتماعی بر بازده سهام تأثیر مثبت و معناداری دارد. همچنین مبتنی بر یافته‌های پژوهش، پس از دوره‌های احساسی بالا، شرکت‌های دارای مسئولیت‌پذیری اجتماعی، بازده کمتری را به دست می‌آورند. بنابراین، به‌عنوان یک استراتژی مهم شرکتی، افشای عملکرد مسئولیت‌پذیری اجتماعی تحت تأثیر احساسات سرمایه‌گذار قرار می‌گیرد.

**آبگینه و همکاران (۱۴۰۲)** به پژوهشی با موضوع ارائه مدل عملکرد مالی بر اساس افشای اطلاعات زیست‌محیطی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. پژوهش حاضر از نوع آمیخته (ترکیبی) است که از لحاظ هدف از نوع کاربردی و از لحاظ روش از نوع توصیفی - اکتشافی و توصیفی - همبستگی است، لذا پژوهش در دو بخش انجام شد. در بخش اول با مطالعه مقالات فارسی و انگلیسی و استفاده از مدل هفت مرحله‌ای فراترکیب متغیرهای مربوط به مدل پژوهش شناسایی و اندازه‌گیری شد. در بخش دوم با جمع‌آوری داده‌های شرکت‌های بورسی (۴۴۵ مشاهده شامل ۸۹ شرکت طی سال‌های ۱۳۹۵ تا ۱۳۹۹) در صنایع آلاینده (صنعت خودرو و صنعت نفت) و پاک (صنعت غذا و صنعت دارو) به بررسی رابطه‌ی افشای اطلاعات زیست‌محیطی و عملکرد مالی پرداخته شد. یافته‌ها نشان داد که بین افشای اطلاعات زیست‌محیطی و عملکرد مالی رابطه‌ی معنی‌داری وجود دارد. همچنین آلاینده‌گی صنعت نیز بر این رابطه تأثیر داشت. توجه به افشای اطلاعات زیست‌محیطی به خصوص در صنایع آلاینده سبب ایجاد ارزش و توسعه‌ی پایدار شرکت‌ها خواهد شد.

### فرضیه‌های پژوهش

فرضیه ۱: احساسات سرمایه‌گذار بر عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر مثبت و معنی‌داری دارد.

فرضیه ۲: عملکرد اجتماعی شرکت بر عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر مثبت و معنی‌داری دارد.

فرضیه ۳: احساسات سرمایه‌گذار، در تأثیر عملکرد اجتماعی شرکت بر عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران نقش تعدیلگری مثبت دارد.

### روش‌شناسی پژوهش

پژوهش حاضر از نظر هدف پژوهش کاربردی است زیرا نتایج آن مورد استفاده گروه‌های مختلف قرار خواهد گرفت. در طول انجام تحقیق حاضر از روش‌های مختلف و متنوع گردآوری اطلاعات استفاده شده است. بخشی از اطلاعات تحقیق از روش گردآوری داده‌ها به روش کتابخانه‌ای تأمین شده است. جهت تدوین تاریخچه، ادبیات موضوعی و مبانی نظری تحقیق از مدارک و پایان‌نامه‌های موجود در کتابخانه دانشکده مدیریت علوم و تحقیقات و همچنین از مقالات موجود و پایگاه‌های جستجوی علمی در اینترنت استفاده شد و اطلاعات شرکت‌های بورسی از سایت کدال و صورت‌های مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهیه گردید. داده‌های مورد نیاز این پژوهش از طریق بانک‌های اطلاعاتی رایانه‌ای و مراجعه به کتابخانه سازمان بورس و اوراق بهادار و استفاده از نرم‌افزار ره‌آورد نوین و تدبیرپرداز و مراجعه به وب‌سایت مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی<sup>۱</sup> متعلق به سازمان بورس و اوراق بهادار جمع‌آوری گردید. جامعه آماری پژوهش حاضر شامل شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران بوده که از روش نمونه‌گیری حذفی (سیستماتیک) استفاده شده و شرکت‌هایی که دارای شروط زیر باشند به‌عنوان نمونه نهایی پژوهش انتخاب گردید.

(۱) بین دوره زمانی ۱۳۹۳ تا ۱۴۰۰ به طور مستمر در بورس تهران حضور داشته باشند.

(۲) به منظور افزایش قابلیت مقایسه‌پذیری داده‌ها، سال مالی شرکت پایان اسفندماه باشد.

(۳) دوره مالی شرکت در دوره زمانی پژوهش تغییر نکرده باشد.

(۵) شرکت جزء شرکت‌های واسطه‌گری مالی مانند بانک‌ها، بیمه‌ها، هلدینگ‌ها و ... نباشد زیرا ماهیت اطلاعات این شرکت‌ها با شرکت‌های دیگر متفاوت است.

نمونه نهایی پژوهش ۱۲۱ شرکت بوده که بر اساس جدول (۱) تنظیم گردیده است.

جدول (۱). روند انتخاب نمونه آماری پژوهش

شرح	تعداد	باقیمانده
شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران منتهی به سال ۱۴۰۰	۳۷۵	۳۷۵
شرکت‌هایی که سال مالی آن‌ها پایان اسفند ۱۴۰۰ نیست	(۷۹)	۲۹۶
شرکت‌های سرمایه‌گذاری، هلدینگ و واسطه‌گری مالی	(۳۵)	۲۶۱
شرکت‌هایی که اطلاعات مالی مورد نیاز را به صورت کامل ارائه ننموده‌اند	(۱۴۰)	۱۲۱
شرکت‌هایی که اطلاعات آن‌ها استخراج گردیده است		۱۲۲
تعداد سال بررسی شده (۱۴۰۰-۱۳۹۳)		۸
تعداد سال - شرکت بررسی شده		۹۶۸

## متغیر وابسته

عملکرد مالی (Firm.Per): در پژوهش حاضر با پیروی از پژوهش **وونگ (۲۰۲۲)**، از بازده دارایی‌ها برای اندازه‌گیری عملکرد مالی شرکت بهره‌گیری شد. بازده دارایی‌ها برابر است با نسبت سود خالص قبل از کسر مالیات به ارزش دفتری مجموع دارایی‌ها (**وونگ، ۲۰۲۲**).

$$\text{رابطه (۱)} = \frac{\text{سود خالص}}{\text{ارزش کل دفتری دارایی‌ها}} = \text{بازده دارایی‌ها}$$

متغیر مستقل: در این پژوهش از دو متغیر مستقل شامل مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکتی و احساسات سرمایه‌گذار استفاده شده است:

عملکرد اجتماعی شرکتی (CSP<sup>۱</sup>): در پژوهش حاضر با پیروی از پژوهش **وونگ (۲۰۲۲)**، عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی شرکت برای تعیین میزان عملکرد اجتماعی شرکتی استفاده می‌شود. نحوه سنجش این متغیر منطبق با محیط گزارشگری ایران با استفاده از عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی (ESG) به پیروی از پژوهش **تحریری و افسای (۱۴۰۰)**، از الگوی وزنی **فخاری و همکاران (۱۳۹۶)** که برای سنجش میزان گزارشگری زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی شرکت‌های فعال در بازار سرمایه ایران ارائه دادند، استفاده شد. بدین صورت که بر اساس چک‌لیست پژوهش مذکور، گزارش‌های هیئت‌مدیره به دقت مورد تحلیل محتوا قرار گرفته و در صورت وجود هر شاخص برای آن امتیاز یک و در غیر این صورت امتیاز صفر در نظر گرفته شده است که برای هر شرکت جداگانه محاسبه می‌گردد.

$$\text{رابطه (۲)} \quad \text{ESG} = 0.337E + 0.388S + 0.275G$$

در رابطه (۲)، ESG نمایانگر نمره میزان گزارشگری زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی، E نمایانگر نمره بعد زیست‌محیطی، S نمایانگر نمره بعد اجتماعی و G نمایانگر نمره بعد حاکمیتی است. شاخص‌های مربوط به ابعاد افشا زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی به شرح جدول (۲) بوده که برای هر شرکت یک میانگین ابعاد (طبق پژوهش **وونگ (۲۰۲۲)** و **یبلویی خمسلویی و همکاران (۱۳۹۷)**) بر اساس شاخص‌های جدول (۲) محاسبه و ESG هر شرکت طبق رابطه (۲) به دست می‌آید. حداکثر امتیاز برای هر ابعاد یک شرکت همان ضرایب رابطه (۲) بوده و حداقل امتیاز هم صفر خواهد بود. هرچه این شاخص به یک نزدیک باشد نشانگر رعایت کامل استانداردهای سه‌گانه زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی (عملکرد اجتماعی شرکت) هست و هرچه به صفر نزدیک باشد نشانگر این است که شرکت استانداردهای عملکرد اجتماعی را رعایت نکرده است.

جدول (۲). شاخص‌های ابعاد زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی و وزن آن‌ها

شاخص‌های زیست‌محیطی (E)	شاخص‌های اجتماعی (S)	شاخص‌های حاکمیت شرکتی (G)
(۱) سیستم مدیریت محیطی	(۱) توسعه اجتماعی و بشردوستی	(۱) انطباق با قوانین
(۲) انرژی، بهره‌وری و آب	(۲) ادراک اجتماعی ذی‌نفعان	(۲) اخلاق، فساد و اصول رفتاری
(۳) مسائل محیطی، محصولات خدمات و زنجیره تأمین	(۳) عدم تبعیض و شمول اجتماعی	(۳) رعایت حقوق سهام‌داران
(۴) تغییرات آب‌وهوا	(۴) حقوق نیروی کار	(۴) ترکیب هیئت‌مدیره

1. Corporate Social Performance

(۵) تنوع زیستی	(۵) سلامت، امنیت و بهره‌وری	(۵) کمیته‌ها
(۶) آلاینده‌گی و آلودگی ضایعات	(۶) رعایت اصول حقوق بشر	(۶) جبران عملکرد
(۷) ارزیابی ریسک محیطی	(۷) سلامت	(۷) مدیریت ریسک سرمایه‌گذاری
(۸) آموزش محیطی	(۸) مسائل اجتماعی مشتریان و زنجیره تأمین	(۸) اقدامات نظارتی و مدیریت ریسک
(۹) شفاف‌سازی محیطی	(۹) حفظ نام تجاری و رفتار ضد رقابتی	(۹) شفاف‌سازی راهبری
	(۱۰) سرمایه‌گذاری، مسئولیت اجتماعی	
	(۱۱) یادگیری و آموزش اجتماعی	
	(۱۲) شفاف‌سازی اجتماعی	

منبع: فخاری و همکاران (۱۳۹۶)

احساسات سرمایه‌گذار (Inv.S<sub>i,t</sub>): در پژوهش حاضر، شاخص احساسات سرمایه‌گذاران براساس پژوهش **توحیدی (۱۳۹۹)** اندازه‌گیری شد. از آنجایی که سایر متغیرهای پژوهش به طور سالانه قابل محاسبه هستند، این متغیر ابتدا به صورت ماهانه محاسبه شده سپس میانگین ساده متغیرهای ماهانه به‌عنوان شاخص احساسات سرمایه‌گذار سالانه در نظر گرفته می‌شود.

حجم ماهانه معاملات خرد به حجم کل معاملات بازار سهام (VS)

حجم ماهانه معاملات برخط به حجم کل معاملات بازار سهام (VO)

نسبت ماهانه کدهای معاملاتی فعال به کل کدهای معاملاتی بازار (NAC)

متوسط بازدهی هفته اول عرضه‌های عمومی اولیه (RIPO)

تعداد ماهانه عرضه‌های عمومی اولیه (NIPO)

نسبت ارزش ماهانه صدور واحدهای صندوق‌های سرمایه‌گذاری در سهام به ارزش ابطال آن (Ninfe)

نسبت سهام در سبد صندوق‌های سرمایه‌گذاری (Ef)

حجم ماهانه معاملات سهام به وسیله صندوق‌ها و شرکت‌های سبد گردان به حجم کل معاملات بازار (Vf)

در این تحقیق به پیروی از **توحیدی (۱۳۹۹)** از بین متغیرهای فوق سه متغیری که نقش مؤثری در پیش‌بینی احساسات سرمایه‌گذار دارند به شرح زیر انتخاب می‌شود:

(VS): حجم ماهانه معاملات خرد به حجم کل معاملات بازار سهام

(VO): حجم ماهانه معاملات برخط به حجم کل معاملات بازار سهام

(Vf): حجم ماهانه معاملات سهام به وسیله صندوق‌ها و شرکت‌های سبد گردان به حجم کل معاملات بازار

پس از استخراج داده‌های متغیرهای فوق به شرح جدول (۳)، Inv.S طبق رابطه (۳) محاسبه می‌گردد.

$$\text{Inv.S}_{i,t} = 0.916\text{VO} + 0.929\text{VS} + 0.661\text{VF} \quad \text{رابطه (۳)}$$

در این پژوهش برای آزمون فرضیه‌ها، شاخص احساسات سرمایه‌گذار سالانه، از میانگین شاخص‌های ماهانه در سال مورد نظر محاسبه می‌شود.

جدول (۳). منابع کسب داده‌های مورد نیاز برای محاسبه شاخص احساسات سرمایه‌گذاران

منابع	متغیر
معاونت نظارت بر بورس‌ها و ناشران	حجم ماهانه معاملات خرد به حجم کل معاملات بازار سهام (VS)
معاونت نظارت بر بورس‌ها و ناشران	حجم ماهانه معاملات برخط به حجم کل معاملات بازار سهام (VO)
شرکت سپرده سرمایه‌گذاری مرکزی و تسویه وجوه	نسبت ماهانه کدهای معاملاتی فعال به کل کدهای معاملاتی بازار (NAC)
سایت رسمی شرکت بورس و فرابورس	متوسط بازدهی هفته اول عرضه‌های عمومی اولیه (RIPO)
سایت رسمی شرکت بورس و فرابورس	تعداد ماهانه عرضه‌های عمومی اولیه (NIPO)
شرکت پردازش اطلاعات پارت	نسبت ارزش ماهانه صدور واحدهای صندوق‌های سرمایه‌گذاری در سهام به ارزش ابطال آن (Ninfe)
شرکت پردازش اطلاعات پارت	نسبت سهام در سبد صندوق‌های سرمایه‌گذاری (EF)
شرکت پردازش اطلاعات پارت	حجم ماهانه معاملات سهام به وسیله صندوق‌ها و شرکت‌های سبد گردان به حجم کل معاملات بازار (VF)

منبع: توحیدی (۱۳۹۶)

متغیر تعدیلگر: احساسات سرمایه‌گذار در این پژوهش نقش تعدیلگر را نیز بر عهده خواهد داشت که نحوه اندازه‌گیری آن در بخش متغیرهای مستقل تشریح شده است.

متغیرهای کنترلی:

اندازه شرکت (Size): برابر است با لگاریتم طبیعی ارزش دفتری دارایی‌های شرکت در پایان دوره مالی  
 اهرم مالی (Lev): برابر است با نسبت بدهی‌ها به ارزش دفتری دارایی‌های شرکت در پایان دوره مالی که به شرح رابطه (۴) ارائه شده است.

$$\text{رابطه (۴)} = \frac{\text{جمع بدهی‌ها}}{\text{ارزش کل دفتری دارایی‌ها}} = \text{اهرم مالی}$$

ارزش شرکت (MTB): برابر است با نسبت ارزش کل بازار حقوق صاحبان سهام به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام که به شرح رابطه (۵) ارائه شده است.

$$\text{رابطه (۵)} = \frac{\text{ارزش بازار حقوق صاحبان سرمایه}}{\text{ارزش دفتری حقوق صاحبان سرمایه}} = \text{MTB}$$

رشد تولید ناخالص داخلی (GDPG): برابر است با رشد تولید ناخالص داخلی کشور که هر ساله توسط بانک مرکزی یا مرکز آمار ایران اعلام می‌شود. پس از تبیین نحوه اندازه‌گیری متغیرهای پژوهش، در ادامه بر اساس پژوهش وونگ (۲۰۲۲) نسبت به ارائه مدل‌های رگرسیونی آزمون فرضیه‌ها اقدام شده است:

برای آزمون فرضیه اول از مدل رگرسیونی چندمتغیره به شرح رابطه (۶) استفاده شده است:

$$\text{رابطه (۶)} = \text{Firm.Per}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{Inv.S}_{it} + \beta_2 \text{Size}_{it} + \beta_3 \text{Lev}_{it} + \beta_4 \text{MTB}_{it} + \beta_5 \text{GDPG}_t + \varepsilon_{it}$$

که در رابطه فوق:

$\text{Firm.Per}_{it}$ : عملکرد مالی شرکت  $i$  در سال  $t$ .

$\text{Inv.S}_{it}$ : احساسات سرمایه‌گذار شرکت  $i$  در سال  $t$ .

$\text{Size}_{it}$ : اندازه شرکت  $i$  در سال  $t$ .

$\text{Lev}_{it}$ : اهرم مالی شرکت  $i$  در سال  $t$ .

$MTB_{it}$ : ارزش شرکت  $i$  در سال  $t$ .

$GDPG_t$ : رشد تولید ناخالص داخلی سال  $t$  می‌باشد.

به منظور آزمون فرضیه دوم و تجزیه و تحلیل داده‌ها از مدل رگرسیونی چند متغیره به شرح رابطه شماره (۷) استفاده گردید:

رابطه (۷)

$$Firm.Per_{it} = \beta_0 + \beta_1 CSP_{it} + \beta_2 Size_{it} + \beta_3 Lev_{it} + \beta_4 MTB_{it} + \beta_5 GDPG_t + \varepsilon_{it}$$

$CSP_{it}$ : عملکرد اجتماعی شرکت  $i$  در سال  $t$  و مابقی متغیرها به شرح رابطه (۷) می‌باشد.

برای آزمون فرضیه سوم پژوهش از ضریب  $\beta_1$  استفاده می‌شود، چنانچه  $\beta_1$  مثبت بوده و سطح معناداری آماره آن کمتر از ۰/۰۵ باشد، فرضیه دوم پژوهش رد نخواهد شد. برای آزمون فرضیه سوم و تجزیه و تحلیل داده‌ها از مدل رگرسیونی چند متغیره به شرح رابطه (۸) استفاده شد:

$$Firm.Per_{it} = \beta_0 + \beta_1 CSP_{it} + \beta_2 Inv.S_{it} + \beta_3 (CSP_{it} * Inv.S_{it}) + \beta_4 Size_{it} + \beta_5 Lev_{it} + \beta_6 MTB_{it} + \beta_7 GDPG_t + \varepsilon_{it}$$

رابطه (۸)

### یافته‌های پژوهش

پس از گردآوری داده‌های مورد نیاز، نسبت به مرتب‌سازی داده‌ها در محیط اکسل و انتقال آن به نرم‌افزار اقتصادسنجی که در این پژوهش نرم‌افزار استاتا بوده است، اقدام گردید. آمار توصیفی در جدول (۴) تعداد ۱۲۱ شرکت را در یک دوره زمانی ۸ ساله (۱۳۹۳ تا ۱۴۰۰) که ۹۶۸ داده ترکیبی بوده، پس از ترمیم داده‌های پرت گزارش نموده است. میانگین عملکرد مالی برابر با شاخص بازده دارایی‌ها ۰/۱۶۲ بوده و در بیشترین مقدار ۰/۴۵۱ بوده است. احساسات سرمایه‌گذار نیز دارای میانگین ۰/۰۸۵ در بین سال‌های بررسی شده بوده است. این شاخص در سال ۱۴۰۰ به کمترین مقدار خود (۰/۵۴۰-) و در سال ۱۳۹۸ نیز با هیجانات موجود در بازار سرمایه به بیشترین حد خود (۱/۱۹۱) دست یافته است. عملکرد اجتماعی شرکت نیز میانگین ۰/۴۱۳ را داشته و در بازه ۰/۱۴۳ تا ۰/۷۸۶ قرار داشته است. ارزش شرکت نیز دارای بیشترین انحراف معیار بوده که ناشی از نوسانات زیاد قیمت سهام شرکت‌ها طی دوره پژوهش و مخصوصاً سال‌های ۱۳۹۷ و ۱۳۹۸ است. رشد تولید ناخالص داخلی ایران نیز بیشترین چولگی و کشیدگی را داشته است. همان‌گونه که مشخص است چولگی تمامی متغیرها کمتر از ۱۷ است که بیانگر توزیع نرمال داده‌ها بوده است و از سویی با توجه به تعداد مشاهدات که بیش از ۳۰ مشاهده برای هر متغیر است، بر اساس قضیه حد مرکزی توزیع داده‌ها به سوی نرمال حرکت می‌نماید.

جدول (۴). آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	میانگین	انحراف معیار	کمترین	بیشترین	چولگی	کشیدگی
عملکرد مالی (FirmPer)	۰/۱۶۲	۰/۱۳۸	-۰/۰۴۵	۰/۴۵۱	۰/۵۲۸	۲/۳۷۳
احساسات سرمایه‌گذار (InvS)	۰/۰۸۵	۰/۵۲۶	-۰/۵۴۰	۱/۱۹۱	۰/۸۸۸	۲/۸۴۱
عملکرد اجتماعی شرکت (CSP)	۰/۴۱۳	۰/۱۸۲	۰/۱۴۳	۰/۷۸۶	۰/۵۰۱	۲/۳۲۷
اندازه شرکت (Size)	۱۴/۹۷۵	۱/۳۰۹	۱۲/۹۶۳	۱۷/۹۶۷	۰/۶۵۲	۲/۸۴۶
اهرم مالی (Lev)	۰/۵۳۴	۰/۱۹۰	۰/۱۹۸	۰/۸۷۸	-۰/۰۰۷	۲/۱۳۸
ارزش شرکت (MTB)	۴/۶۲۷	۳/۹۹۵	۰/۹۸۳	۱۶/۰۹۰	۱/۵۹۷	۴/۷۸۷

۴/۹۷۵	-۱/۸۷۶	۰/۰۹۳	-۰/۳۳۹	۰/۱۳۷	۰/۰۰۵	رشد تولید ناخالص داخلی (GDPG)
۲/۵۹۲	-۱/۳۵۵	۰/۰۳۴	-۰/۰۷۵	۰/۰۳۳	-۰/۰۰۶	حجم ماهانه معاملات خرد به حجم کل معاملات بازار سهام (VS)
۰/۹۳۲	۱/۰۷۱	۰/۸۴۴	-۰/۸۴۹	۰/۵۴۹	-۰/۲۲۶	حجم ماهانه معاملات برخط به حجم کل معاملات بازار سهام (VO)
۲/۲۰۶	۱/۳۷۹	۰/۵۶۹	۰/۳۹۵	۰/۰۵۵	۰/۴۵۵	حجم ماهانه معاملات سهام به وسیله صندوق‌ها و شرکت‌های سبد گردان به حجم کل معاملات بازار (VF)

منبع: یافته‌های پژوهش

پیش از آزمون فرضیه‌ها باید نسبت به انتخاب الگوی مناسب برای آزمون فرضیه‌ها اقدام نمود. آزمون‌های چا (اف تست) و هاسمن بهترین آزمون‌هایی هستند که می‌توانند در این مسیر کمک نمایند. جدول (۵) به گزارش نتایج آزمون‌های چاو و هاسمن در این پژوهش پرداخته است.

جدول (۵). نتایج آزمون چاو و هاسمن - انتخاب الگوی مناسب برای آزمون فرضیه‌ها

الگوی انتخابی	آزمون				مدل
	هاسمن		چاو		
	معنی‌داری	آماره	معناداری	آماره	
الگوی آثار تصادفی	۰/۳۱۴۵	۵/۹۲	۰/۰۰۰۰	۱۵۰/۸۹	اول
الگوی آثار تصادفی	۰/۰۷۱۸	۱۰/۱۲	۰/۰۰۰۰	۱۴۹/۱۲	دوم
الگوی آثار تصادفی	۰/۱۶۴۹	۹/۱۶	۰/۰۰۰۰	۱۲۵/۷۵	سوم

منبع: یافته‌های پژوهش

در صورتی که بین متغیرهای توضیحی استفاده شده در مدل رابطه قوی وجود داشته باشد، باعث خواهد شد تا نتایج مدل با تورش شدید همراه گردد. برای بررسی این مشکل از آزمون عامل تورم واریانس در محیط استتار استفاده می‌شود. در صورتی که نتایج آزمون عدد کمتر از ۵ را نشان دهد، هم‌خطی بین متغیرهای توضیحی شدید نمی‌باشد. جدول (۶) به گزارش نتایج آزمون هم‌خطی پرداخته است.

جدول (۶). نتایج حاصل از آزمون تشخیص هم‌خطی

نتیجه	مدل سوم	مدل دوم	مدل اول	متغیرهای توضیحی
	VIF	VIF	VIF	
هم‌خطی شدید نیست	۲/۰۳		۲/۰۳	احساسات سرمایه‌گذار
هم‌خطی شدید نیست	۱/۰۲	۱/۰۲		عملکرد اجتماعی شرکت
هم‌خطی شدید نیست	۱/۱۶	۱/۰۹	۱/۱۴	اندازه شرکت
هم‌خطی شدید نیست	۱/۰۶	۱/۱۰۳	۱/۰۵	اهرم مالی
هم‌خطی شدید نیست	۱/۵۳	۱/۰۲	۱/۵۳	ارزش شرکت
هم‌خطی شدید نیست	۱/۶۰	۱/۰۸	۱/۶۰	رشد تولید ناخالص داخلی
هم‌خطی شدید نیست	۱/۴۰	۱/۰۵	۱/۴۷	میانگین عامل تورم واریانس

منبع: یافته‌های پژوهش

همان‌گونه که در جدول (۶) گزارش شده است، هم‌خطی برای تمام متغیرها کمتر از ۵ است، بنابراین مشکل هم‌خطی شدید در بین متغیرهای توضیحی در هر سه مدل پژوهش مشاهده نشده است. در پژوهش حاضر به منظور بررسی خودهمبستگی سریالی بین باقیمانده‌ها، از آزمون والدريج استفاده شده است که در جدول (۷)، نتایج حاصل از آزمون والدريج گزارش شده است.

جدول (۷). نتایج آزمون عدم خودهمبستگی سریالی والدريج

مدل	آماره	سطح معناداری	نتیجه
مدل آماری مربوط به فرضیه اول	۴۸/۳۸۸	۰/۰۰۰۰	وجود خودهمبستگی سریالی
مدل آماری مربوط به فرضیه دوم	۴۹/۰۹۵	۰/۰۰۰۰	وجود خودهمبستگی سریالی
مدل آماری مربوط به فرضیه سوم	۴۸/۳۷۷	۰/۰۰۰۰	وجود خودهمبستگی سریالی

منبع: یافته‌های پژوهش

نتایج گزارش شده در جدول (۷) حکایت از وجود خودهمبستگی سریالی در باقیمانده‌های هر سه مدل پژوهش دارد، زیرا سطح معناداری آزمون والدريج برای هر پنج مدل کمتر از ۰/۰۵ بوده است. لذا برای برطرف نمودن این مشکل، از مدل حداقل مربعات تعمیم‌یافته استفاده شد. در این پژوهش برای بررسی وابستگی مقطعی بین باقیمانده‌ها از آزمون پسران استفاده شده است که در جدول (۸) نتایج حاصل از آزمون پسران نشان داده شده است.

جدول (۸). نتایج آزمون همبستگی مقطعی بین باقیمانده‌ها

مدل‌های پژوهش	آماره آزمون	سطح معناداری	نتیجه
مدل اول	۱۶/۷۲۶	۰/۰۰۰۰	وجود همبستگی مقطعی
مدل دوم	۱۳/۸۴۳	۰/۰۰۰۰	وجود همبستگی مقطعی
مدل سوم	۱۶/۷۱۵	۰/۰۰۰۰	وجود همبستگی مقطعی

منبع: یافته‌های پژوهش

یافته‌های گزارش شده از آزمون پسران در جدول (۸)، نشان داده است که سطح معناداری این آزمون برای هر سه مدل پژوهش کمتر از ۰/۰۵ است که بیانگر وجود همبستگی مقطعی بین باقیمانده‌ها است. برای برطرف نمودن این مشکل، از آزمون هاشل (حداقل مربعات تلفیقی) استفاده شده است. آزمون فرضیه اول: احساسات سرمایه‌گذار بر عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر مثبت و معناداری دارد. نتایج آزمون فرضیه اول در جدول (۹) خلاصه شده است.

جدول (۹). نتایج آزمون فرضیه اول پژوهش

روش آزمون: حداقل مربعات تعمیم‌یافته					
$Firm.Per_{it} = \beta_0 + \beta_1 Inv.S_{it} + \beta_2 Size_{it} + \beta_3 Lev_{it} + \beta_4 MTB_{it} + \beta_5 GDPG_t + \varepsilon_{it}$					
عنوان متغیر	ضریب	انحراف معیار	آماره Z	معناداری	نتیجه
احساسات سرمایه‌گذار	۰/۰۱۶	۰/۰۰۵	۲/۸۶	۰/۰۰۴	مثبت و معنادار



اندازه شرکت	۰/۰۱۹	۰/۰۰۳	۵/۳۹	۰/۰۰۰	مثبت و معنادار
اهرم مالی	-۰/۳۹۳	۰/۰۱۹	-۲۰/۲۱	۰/۰۰۰	منفی و معنادار
ارزش شرکت	۰/۰۰۵	۰/۰۰۰۸	۶/۰۸	۰/۰۰۰	مثبت و معنادار
رشد تولید ناخالص داخلی	۰/۰۰۸	۰/۰۲۱	۰/۴۱	۰/۶۸۵	بی‌معنی
عرض از مبدأ	۰/۰۶۰	۰/۰۵۵	۱/۰۹	۰/۲۷۶	بی‌معنی
ضریب تعیین تعدیل‌شده: ۰/۴۹۱۲					
ضریب آماره والد: ۴۹۲/۴۵ سطح معناداری: ۰/۰۰۰۰					

منبع: یافته‌های پژوهش

آزمون فرضیه اول در دو جنبه تأثیر متغیر مستقل بر متغیر وابسته و همچنین بررسی معناداری کل مدل تفسیر می‌شود. با توجه به اینکه ضریب غیراستاندارد و آماره Z متغیر مستقل (احساسات سرمایه‌گذار) اعداد مثبتی هستند، بنابراین تأثیر احساسات سرمایه‌گذار بر عملکرد مالی مثبت است. همچنین سطح معناداری این متغیر ۰/۰۰۴ و کمتر از ۰/۰۵ است، با اطمینان ۹۵ درصد می‌توان به تأیید فرضیه اول پژوهش مبنی بر تأثیر مثبت و معنادار احساسات سرمایه‌گذار بر عملکرد مالی اذعان نمود. سطح معناداری کل مدل که بر اساس آماره والد نشان داده شده است نیز عدد ۰/۰۰۰۰ را گزارش نموده است که بر معناداری کل مدل تأکید می‌نماید. همچنین متغیرهای توضیحی مدل توانسته‌اند ۴۹ درصد از تغییرات عملکرد مالی را پیش‌بینی نمایند.

فرضیه دوم: عملکرد اجتماعی شرکت بر عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر مثبت و معناداری دارد. نتایج آزمون فرضیه اول در جدول (۱۰) خلاصه شده است.

#### جدول (۱۰). نتایج آزمون فرضیه دوم پژوهش

روش آزمون: حداقل مربعات تعمیم‌یافته					
$\text{Firm. Per}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{CSP}_{it} + \beta_2 \text{Size}_{it} + \beta_3 \text{Lev}_{it} + \beta_4 \text{MTB}_{it} + \beta_5 \text{GDPG}_t + \varepsilon_{it}$					
عنوان متغیر	ضریب برآوردی	انحراف معیار	آماره Z	معناداری	نتیجه
عملکرد اجتماعی شرکت	۰/۱۳۲	۰/۰۴۷	۲/۸۰	۰/۰۰۵	مثبت و معنادار
اندازه شرکت	۰/۰۱۹	۰/۰۰۳	۵/۳۱	۰/۰۰۰	مثبت و معنادار
اهرم مالی	-۰/۳۹۳	۰/۰۱۹	-۲۰/۲۲	۰/۰۰۰	منفی و معنادار
ارزش شرکت	۰/۰۰۵	۰/۰۰۰۷	۷/۳۹	۰/۰۰۰	مثبت و معنادار
رشد تولید ناخالص داخلی	۰/۰۱۷	۰/۰۱۹	۰/۹۲	۰/۳۵۹	بی‌معنا
عرض از مبدأ	۰/۰۴۸	۰/۰۵۵	۰/۸۸	۰/۳۷۸	بی‌معنا
ضریب تعیین تعدیل‌شده: ۰/۴۹۲۲					
ضریب آماره والد: ۴۹۲/۰۲ سطح معناداری: ۰/۰۰۰۰					

منبع: یافته‌های پژوهش

آزمون فرضیه دوم نیز در دو جنبه تأثیر متغیر مستقل بر متغیر وابسته و همچنین بررسی معناداری کل مدل تفسیر می‌شود. با توجه به اینکه ضریب برآوردی و آماره Z متغیر مستقل (عملکرد اجتماعی شرکت) اعداد مثبتی هستند، بنابراین تأثیر عملکرد اجتماعی شرکت بر عملکرد مالی مثبت است. همچنین سطح معناداری این متغیر ۰/۰۰۴ است و چون از ۰/۰۵ کمتر است، با اطمینان ۹۵ درصد می‌توان به تأیید فرضیه دوم پژوهش مبنی بر تأثیر

مثبت و معنی دار عملکرد اجتماعی شرکت بر عملکرد مالی اذعان نمود. سطح معنی داری کل مدل که بر اساس آماره والد نشان داده شده است نیز عدد ۰/۰۰۰۰ را گزارش نموده است که بر معنی داری کل مدل تأکید می نماید. همچنین متغیرهای توضیحی مدل توانسته اند ۴۹ درصد از تغییرات عملکرد مالی را پیش بینی نمایند.

فرضیه سوم: احساسات سرمایه گذار، در تأثیر عملکرد اجتماعی شرکت بر عملکرد مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران نقش تعدیلگری مثبت دارد. نتایج آزمون فرضیه اول در جدول (۱۱) خلاصه شده است.

### جدول (۱۱). نتایج آزمون فرضیه سوم پژوهش

روش آزمون: حداقل مربعات تعمیم یافته					
$Firm.Per_{it} = \beta_0 + \beta_1 CSP_{it} + \beta_2 Inv.S_{it} + \beta_3 (CSP_{it} * Inv.S_{it}) + \beta_4 Size_{it} + \beta_5 Lev_{it} + \beta_6 MTB_{it} + \beta_7 GDPG_t + \varepsilon_{it}$					
عنوان متغیر	ضریب برآوردی	انحراف معیار	آماره t	معناداری	نتیجه
عملکرد اجتماعی شرکت	۰/۱۴۰	۰/۰۲۵	۵/۵۱	۰/۰۰۰	مثبت و معنادار
احساسات سرمایه گذار	۰/۲۴۲	۰/۰۷۹	۳/۰۵	۰/۰۰۲	مثبت و معنادار
احساسات سرمایه گذار*	۰/۰۸۷	۰/۰۳۴	۲/۵۶	۰/۰۱۰	مثبت و معنادار
عملکرد اجتماعی شرکت					
اندازه شرکت	۰/۰۱۹	۰/۰۰۳	۵/۲۳	۰/۰۰۰	مثبت و معنادار
اهرم مالی	-۰/۳۹۶	۰/۰۱۹	-۲۰/۴۴	۰/۰۰۰	منفی و معنادار
ارزش شرکت	۰/۰۰۵	۰/۰۰۰۸	۵/۹۷	۰/۰۰۰	مثبت و معنادار
رشد تولید ناخالص داخلی	۰/۰۰۹	۰/۰۲۱	۰/۴۴	۰/۶۵۸	بی معنی
عرض از مبدأ	۰/۰۶۱	۰/۰۵۵	۱/۱۱	۰/۲۶۸	بی معنی
ضریب تعیین تعدیل شده: ۰/۴۹۳۷					
ضریب آماره والد: ۵۰۶/۱۵ سطح معناداری: ۰/۰۰۰۰					

منبع: یافته های پژوهش

آزمون فرضیه سوم نیز در سه جنبه تأثیر متغیر مستقل بر متغیر وابسته، نقش تعدیلگری احساسات سرمایه گذار و همچنین بررسی معناداری کل مدل تفسیر می شود. با توجه به اینکه ضریب غیر استاندارد و آماره Z متغیر مستقل (عملکرد اجتماعی شرکت) اعداد مثبتی هستند، بنابراین تأثیر عملکرد اجتماعی شرکت بر عملکرد مالی مثبت است. همچنین سطح معنی داری این متغیر ۰/۰۰۴ و کمتر از ۰/۰۵ است، با اطمینان ۹۵ درصد می توان ادعا نمود عملکرد اجتماعی شرکت تأثیر مثبت و معنی داری بر عملکرد مالی دارد. در خصوص احساسات سرمایه گذار نیز به همین منوال بوده و ضریب تعیین مثبت و سطح معناداری کمتر از ۰/۰۵ است که بیانگر تأثیر مثبت احساسات سرمایه گذار بر عملکرد مالی می باشد. متغیر تعاملی (احساسات سرمایه گذار\* عملکرد اجتماعی شرکت) نیز دارای ضریب ۰/۰۸۷ و سطح معناداری ۰/۰۱۰ است که نقش تعدیلگری را تأیید می نماید. ادعای فرضیه سوم بر تأیید نقش تعدیلگری مثبت احساسات سرمایه گذار بوده است. در فرضیه دوم، عملکرد اجتماعی شرکت با ضریب برآوردی ۰/۱۳۲ در مدل نقش داشته ولی در فرضیه سوم این ضریب ۰/۱۴۰ برای این متغیر گزارش شده که در مقایسه با فرضیه دوم افزایش مشهود است. این نتیجه نقش تعدیلگری مثبت احساسات سرمایه گذار در مدل سوم است که باعث تقویت تأثیر مثبت عملکرد اجتماعی شرکت بر عملکرد مالی گردیده است. سطح معنی داری کل مدل نیز که بر اساس آماره والد نشان

داده شده است نیز عدد ۰/۰۰۰۰ را گزارش نموده است که بر معناداری کل مدل تأکید می‌نماید. همچنین متغیرهای توضیحی مدل توانسته‌اند ۴۹ درصد از تغییرات عملکرد مالی را پیش‌بینی نمایند.

### بحث و نتیجه‌گیری

فر ضیة اول پژوهش با عنوان "احساسات سرمایه‌گذار بر عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر مثبت و معناداری دارد"، به نگارش رسیده است. نتایج آزمون این فرضیه حاکی از تأیید فرضیه اول پژوهش است و بدان معناست که احساسات سرمایه‌گذار موجب افزایش عملکرد مالی در بازار سرمایه ایران شده است. نظریه‌های حاکم بر مالی رفتاری اثبات نموده‌اند که شرکت‌ها نمی‌توانند خود را از احساسات سرمایه‌گذاران مصون بدارند. سرمایه‌گذاران بر اساس اخباری که در بازار منتشر می‌شود، دچار هیجانات رفتاری شده و نتیجه این هیجانات در قیمت و حجم مبادلات سهام خود را نشان می‌دهد. نوسان در قیمت‌گذاری باعث خواهد شد تا ارزش سهام شرکت دچار تغییر شده و به تبع آن عملکرد شرکت نیز تحت تأثیر قرار گیرد. از سویی مدیران شرکت‌ها تلاش می‌نمایند تا با عملکرد خود به احساسات سرمایه‌گذاران پاسخ داده و آن‌ها را کنترل نمایند. همچنین احساسات سرمایه‌گذار می‌تواند به‌عنوان یک ابزار فشار برون‌سازمانی بر مدیران وارد شده و ایشان را مجبور به تأمین انتظارات سهام‌داران نماید. اصلی‌ترین انتظار از مدیریت افزایش بازده است که در بهبود عملکرد مالی تبلور می‌یابد. یافته‌های آزمون فر ضیة اول پژوهش با نتایج پژوهش‌های اسمالز (۲۰۱۴) و وونگ و همکاران (۲۰۲۲) در یک راستا قرار داشته است.

در فرضیه دوم پژوهش نیز به تأثیر مثبت و معنادار عملکرد اجتماعی بر عملکرد مالی تأکید شده است. نتایج تجزیه و تحلیل آماری این ادعا را در ضریب اطمینان ۹۵ درصد تأیید نموده است. رابطه مسئولیت‌پذیری اجتماعی با عملکرد مالی از موضوعاتی است که بارها مورد توجه پژوهشگران قرار گرفته و تعداد زیادی از این پژوهش‌ها بر تأثیر مثبت مسئولیت‌پذیری اجتماعی بر عملکرد مالی تأکید نموده‌اند. این رابطه بر اساس تئوری‌های سیستمی توجیه شده است. بر اساس تئوری مشروعیت سازمانی، مسئولیت‌پذیری اجتماعی باعث خواهد شد تا اعتماد جامعه نسبت به عملکرد شرکت افزایش یافته و عملی جهت اقبال بیشتر جهت خرید تولیدات شرکت و افزایش وفاداری مشتریان شود. رشد فروش و ثبات در آن باعث خواهد شد تا شرکت سودآوری بیشتری داشته باشد. مبتنی بر تئوری علامت‌دهی، انتشار عملکرد مسئولیت‌پذیری اجتماعی در جامعه به‌عنوان یک خبر خوب تفسیر شده و با افزایش تقاضا برای خرید سهام و رشد قیمت سهام پاسخ خواهد گرفت. بر اساس تئوری نمایندگی، مسئولیت‌پذیری اجتماعی باعث الزام مدیر برای رعایت تعهدات نسبت به سهام‌داران و سایر ذی‌نفعان شده و هزینه‌های نمایندگی را کاهش خواهد داد. بر اساس تئوری ذی‌نفعان نیز مسئولیت‌پذیری اجتماعی موجب تعهد بیشتر شرکت در قبال ذی‌نفعان مختلف از جمله جامعه و محیط زیست شده و هزینه‌های آتی مانند افزایش ریسک و دعاوی حقوقی علیه شرکت را تعدیل خواهد نمود. یافته‌های آزمون فرضیه دوم پژوهش نیز در مقام مقایسه می‌تواند با نتایج پژوهش‌های امیری و همکاران (۱۳۹۹)، قوامی و همکاران (۱۴۰۱)، ناسم و همکاران (۲۰۲۱)، آنه و همکاران (۲۰۲۲) و وونگ (۲۰۲۲) در یک راستا قرار گیرد.

فر ضیة سوم نیز به دنبال این بوده است تا پاسخی برای این سؤال که "آیا احساسات سرمایه‌گذار می‌تواند تأثیر عملکرد اجتماعی بر عملکرد مالی را بهبود بخشد یا خیر؟" ارائه نماید. پاسخ این سؤال بر اساس نتایج ارائه شده در بخش تجزیه و تحلیل پژوهش "بله" بوده است. این بدان معناست که احساسات سرمایه‌گذار باعث گردیده تا رویکرد شرکت‌ها نسبت به مسئولیت‌پذیری در قبال جامعه افزایش یافته و در نهایت عملکرد مالی بیشتری را برای شرکت به

ارمغان آورد. سرمایه‌گذاران به‌عنوان بخشی از جامعه می‌باشند که اخبار شرکت را بیش از دیگران دنبال می‌نمایند. بنابراین فعالیت‌های شرکت تحت رصد دقیق این گروه قرار داشته و خطای رفتاری با پاسخ منفی سرمایه‌گذار مواجه خواهد شد. شرکت‌ها با علم به این موضوع تلاش می‌نمایند تا بر اساس تئوری‌های بازی، به یک سود دو طرفه در این رابطه دست یابند. افزایش مسئولیت‌پذیری اجتماعی باعث خواهد شد تا سرمایه‌گذار ریسک شرکت را کمتر ارزیابی نموده و به آینده شرکت خوش‌بین باشد. در نتیجه هزینه‌های تأمین مالی شرکت کاهش یافته و سود افزایش می‌یابد. بنابراین مدیران با هزینه‌کرد بخشی از منابع خود برای فعالیت‌های عام‌المنفعه باعث کاهش هزینه‌های خود در بخش‌های دیگر شده و برآیند این اقدامات با افزایش عملکرد مالی ظهور خواهد نمود. خلاصه اینکه، احساسات سرمایه‌گذار باعث الزام بیشتر شرکت‌ها به مسئولیت اجتماعی شرکتی شده و ایشان برای کسب اعتماد سرمایه‌گذاران، با شدت بیشتری به فعالیت‌های مسئولیت‌پذیری اجتماعی خواهند پرداخت که نتیجه نهایی آن بهبود عملکرد مالی شرکت است. نتایج آزمون فرضیه سوم پژوهش نیز با یافته‌های **ناگتون و همکاران (۲۰۱۹)** و **وونگ (۲۰۲۲)** مطابقت زیادی داشته است.

بر اساس نتیجه فرضیه اول و تأیید تأثیر مثبت و معنی‌دار احساسات سرمایه‌گذار بر عملکرد مالی، به شرکت‌ها پیشنهاد می‌گردد با روان‌شناسی دقیق بازار و افشای اطلاعات در بازار به کنترل هیجانات بازار پرداخته و با جهت‌دهی مناسب این احساسات موجب جذب سرمایه‌گذاران و تأمین مالی ارزان قیمت شوند.

با توجه به نتایج فرضیه دوم پژوهش و تأیید تأثیر مثبت و معنادار عملکرد اجتماعی بر عملکرد مالی، شرکت‌ها بر لزوم توجه به فعالیت‌های جانبی در کنار تولید اهتمام و باید به جامعه به‌عنوان یک سرمایه اجتماعی توجه نمایند و همانند سرمایه‌های درون‌شرکتی از سرمایه اجتماعی خود نیز مراقبت نمایند، زیرا بقای بلندمدت شرکت به نحوه تعامل با بازار وابسته بوده و مشتری‌مداری و تعامل با جامعه امروزه از رموز موفقیت در کسب‌وکار به‌شمار می‌رود.

منطبق بر نتایج آزمون فرضیه سوم پژوهش نیز پیشنهاد می‌شود شرکت‌ها در مواقعی که با هیجانات منفی سرمایه‌گذاران در قبال خود مواجه می‌شوند، با تبیین فعالیت‌های خود در حوزه عملکرد اجتماعی باعث جلب اعتماد بازار شده و از این فضا در مسیر افزایش عملکرد مالی خود بهره ببرند.

اندازه‌گیری احساسات سرمایه‌گذار و عملکرد اجتماعی در این پژوهش با محدودیت مواجه بوده و به دلیل وجود مدل‌های مختلف برای سنجش این دو متغیر تلاش گردید از مدل‌هایی که از جامعیت بیشتری برخوردار هستند، استفاده گردد. بدیهی است استفاده از سایر مدل‌ها برای اندازه‌گیری این دو متغیر ممکن است منجر به نتایج متفاوتی شود.

## References

- Abgineh, M., Ghanbari, M., & rahmani, M. (2023). presentation of model of financial performance based on the disclosure of environmental information in companies listed on the Tehran Stock Exchange (TSE), *Journal of Management Accounting and Auditing Knowledge*, 12(45), 17-38. (In Persian)
- Amiri, A.; Shahbi, S.; Rusta; A. & Esmaili, M. (2019). The effect of social responsibility on financial performance with the mediating role of political activities in South Pars gas complex. *Quarterly journal of new research approaches in management and accounting*, 4(44), 15-39. (In Persian)
- Anne AC. M., CheskaD. P., Ronniell M., & JamesS. E. (2022). Impact of environment accounting disclosures on profitability and firm value of petrochemical industry in the philippines, *Proceedings of International Interdisciplinary Conference on Sustainable Development Goals (IICSDGs)*, 5(1), 126-135.

- Babaei, F.; Rahmani, A.; Homayun, S. & Vahid, A. (2021). The relationship between corporate sustainability performance and firm value: Emphasizing the Role of Disclosure Score and Firm Size. *Journal of Accounting Knowledge*, 12(3), 1-27. (In Persian)
- Brockett, A., & Rezaee, Z. (2012). *Corporate sustainability: Integrating performance and reporting* (Vol. 630). John Wiley & Sons.
- Brown, G. W., & Cliff, M. T. (2004). Investor sentiment and the near-term stock market. *Journal of Empirical Finance*, 11(1), 1–27.
- Chen, Y. W., Chou, R. K., & Lin, C. B. (2019). Investor sentiment, SEO market timing, and stock price performance. *Journal of Empirical Finance*, 51, 28–43.
- Cheong, C. W., Sinnakkannu, J., & Ramasamy, S. (2017). Reactive or proactive? Investor sentiment as a driver of corporate social responsibility. *Research in International Business and Finance*, 42, 572–582.
- Evangelista J. H. (2022). Impact Of Corporate Social Responsibility To Profitability And Firm Value Of Publicly Listed Corporations Engaged In Electricity, Energy, Power And Water, *Proceedings of International Interdisciplinary Conference on Sustainable Development Goals (IICSDGs)*, 5(1), 83-104
- Fakhari H., Malekian, E. & Jafaei Rahni, M.(2018). 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, *aapc*, 2 (4), 153-187. (In Persian)
- Guping, C., Safdar Sial, M., Wan, P., Badulescu, A., Badulescu, D., & Vianna Brugni, T. (2020). Do board gender diversity and non-executive directors affect CSR Reporting? Insight from agency theory perspective. *Sustainability*, 12(20), 85-97.
- Habbash, M., & Haddad, L. (2020). The impact of corporate social responsibility on earnings management practices: evidence from Saudi Arabia. *Social Responsibility Journal*, 16(8), 1073-1085.
- Jagani.S. & Hong. P. (2022). Sustainability orientation, byproduct management and business performance: An empirical investigation. *Journal of Cleaner Production*. 357, 131707
- Khan, A., Afeef, M., Ilyas, M. & Jan, S. (2023). Does CSR committee drive the association between corporate social responsibility and firm performance? International evidence, *Managerial Finance*.
- Liston, D. (2016). "Sin stock returns and investor sentiment". *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 59, 63-70.
- McLean, R. D. (2010). Idiosyncratic risk, long-term reversal, and momentum, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 45(4), 883–906.
- Naseem, T., Shahzad, F., Asim, G. A., Rehman, I. U., & Nawaz, F. (2020). Corporate social responsibility engagement and firm performance in Asia Pacific: The role of enterprise risk management. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 27(2), 501-513.
- Naughton, J. P., Wang, C., & Yeung, I. (2019). Investor sentiment for corporate social performance. *The Accounting Review*, 94(4), 401–420.
- Oskou, V., & Norouzi, M. (2021). Investigating the effect of corporate social responsibility on the relationship between related party transactions and Firm value. *Financial Accounting Research*, 13(2), 19-32. (In Persian)
- Paltrinieri, A., Dreassi, A., Migliavacca, M., & Piserà, S., (2020). Islamic finance development and banking ESG scores: evidence from a cross-country analysis. *Res. Int. Bus. Financ.* 51, 101100
- Qavami, H.; Hosseinpour, H. & Hessari, H. (2022). The effect of social responsibility on financial performance, financial inclusion and financial stability in the banking sector, *Management, Accounting and Economics*, 6(3), 35-49. (In Persian)
- Rashidi, M., & hosseini, H. (2022). Investor Sentiment for Corporate Social Responsibilities. *Journal of Accounting and Social Interests*, 12(2), 171-200. (In Persian)
- Smales L.A. (2014). News sentiment and the investor fear gauge, *Finance Research Letters*, 11(2), 122-130.
- 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. (in Persian)

- Tohidi, M. (2020). Extracting Composite sentiment Index for Tehran Stock Exchange. *Journal of Asset Management and Financing*, 8(2), 49-68. (In Persian)
- Tran, Q. N. (2017). The behavior patterns of investors in Thailand stock market, *Asian Journal of Finance & Accounting*, 9(1), 155-165.
- Vuong, N. B. (2022). Investor sentiment, corporate social responsibility, and financial performance: Evidence from Japanese companies, *Borsa \_Istanbul Review*, 22(5), 911-924.
- Wang, D. H. M. , Chen, P. H. , Yu, T. H. K. , & Hsiao, C. Y. (2015). The effects of corporate social responsibility on brand equity and firm performance. *Journal of business research*, 68 (11), 2232-2236.
- Widnyana, I. W., Wiksuana, I. G. B., Artini, L. G. S., & Sedana, I. B. P. (2021). Influence of Financial Architecture, Intangible Assets on Financial Performance and Corporate Value in the Indonesian Capital Market. *International Journal of Productivity and Performance Management*, 70(7), 1837-1864.
- Yabalouei Khameslouei, M., Izadinia, N., & Arabsalehi, M. (2018). Investigating the Mutual Relationship between the Extent of Disclosure of Corporate Sustainability Reporting Indicators and Earnings Quality. *Journal of Health Accounting*, 7(2), 104-126. (In Persian)
- Ying, M., Tikuye, G.A., & Shan, H.(2021). Impacts of Firm Performance on Corporate Social Responsibility Practices: The Mediation Role of Corporate Governance in Ethiopia Corporate Business. *Sustainability*, 13(17), 9717.
- Zhang, Y., Shen, D., & Zhang, W. (2017). Investor sentiment and stock returns: evidence from provincial TV audience rating in china. *Physica A: Statistical Mechanics and its Applications*, 466, 288-294.