



فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری  
سال هفتم / شماره بیست‌وهفتم / پاییز ۱۳۹۷

## بررسی پیامدهای اقتصادی مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت‌ها (با تأکید بر کارایی سرمایه‌گذاری)

معصومه شهسواری

عضو هیئت علمی گروه حسابداری، دانشگاه کوثر بجنورد، ایران (نویسنده مسئول)  
m.shahsavari@kub.ac.ir

رسول سلمانی

کارشناس ارشد حسابداری، دانشگاه مازندران، بابلسر، ایران  
rasoul\_salmani@ymail.com

تاریخ دریافت: ۹۶/۰۳/۲۳ تاریخ پذیرش: ۹۶/۰۶/۰۸

### چکیده

با تحول سریع روابط اقتصادی و همچنین کم شدن نقش دولت‌ها در اقتصاد، شرکت‌ها برای اعتبار بیشتر و استحکام روابط اقتصادی و تجاری خود به جامعه و مسئولیت‌پذیری اجتماعی (CSR) توجه بیشتری نموده‌اند. در همین راستا پژوهش حاضر به بررسی تأثیر مسئولیت‌پذیری اجتماعی بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌های بورسی ایرانی در بازه زمانی ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۳ پرداخته است. برای سنجش گزارشگری مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها از چک لیست برزگر (۱۳۹۲) استفاده شده است. نتایج برآورد مدل فرضیه‌های پژوهش با استفاده از تکنیک داده‌های ترکیبی نشان می‌دهد مسئولیت اجتماعی بالا، ناکارآمدی سرمایه‌گذاری را تا حدی کاهش و در نتیجه کارایی سرمایه‌گذاری را افزایش داده است. در واقع این یافته نشان می‌دهد که مسئولیت‌پذیری اجتماعی با کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیریت و سرمایه‌گذاران و برطرف کردن مشکلات نمایندگی، به افزایش کارایی سرمایه‌گذاری منجر شده است.

**واژه‌های کلیدی:** کارایی سرمایه‌گذاری، هزینه‌های نمایندگی، مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت، کیفیت گزارشگری مالی.

## ۱- مقدمه

اخیراً، عملکرد اجتماعی شرکت در ارزیابی شرکت و نحوه تخصیص منابع تاثیرگذارتر از گذشته شده است. اگر شرکتی عملکرد اجتماعی ضعیف داشته باشد، ذی‌نفعان ممکن است دسترسی شرکت به منابع را محدود کنند و بدین ترتیب مشروعیت اجتماعی شرکت تحت تأثیر قرار گیرد. شرکت باید منابعی به مسئولیت اجتماعی تخصیص دهد تا عملکرد اجتماعی قویتری داشته باشد و بتواند مشروعیت اجتماعی خود را حفظ نماید (مکنی و همکاران، ۲۰۰۸).

قابلیت دسترسی منابع یکی از فاکتورهای مهم در تعیین مسئولیت اجتماعی شرکتها است. ویلیامز و گاناپاتی (۲۰۰۷) معتقدند بدلیل اینکه سود حاصل از سرمایه‌گذاری از بزرگترین منابع شرکت میباشد بنابراین عملکرد سرمایه‌گذاری بطور مستقیم بر دسترس پذیری منابع تاثیرگذار است و به اعتقاد لیز و همکاران (۲۰۱۳) مسئولیت اجتماعی شرکتها منجر به سودآوری آتی می‌شود (بنلملیه و بیتار، ۲۰۱۵). محققان نشان دادند که در شرکتهایی که از مسئولیت اجتماعی برخوردارند عدم تقارن اطلاعاتی کاهش می‌یابد (چو و همکاران، ۲۰۱۳) و همبستگی بالای سهامداران را نیز به دنبال دارد. اجزای مسئولیت اجتماعی که بطور مستقیم با سهامداران اصلی شرکت (روابط کارکنان، ویژگی‌های محصول، محیط و تنوع) در ارتباط است، در مقایسه با شرکتهایی که با سهامداران ثانویه (حقوق بشر و مشارکت در جامعه) در ارتباطند، موجب کاهش عدم کارایی در سرمایه‌گذاری می‌شود. همچنین تاثیر مسئولیت اجتماعی شرکتها بر کارایی سرمایه‌گذاری در طول دوره بحران مالی قوی تر می‌باشد (بنلملیه، ۲۰۱۴).

با توجه به محدودیت منابع، افزون بر مسئله توسعه سرمایه‌گذاری، افزایش کارایی سرمایه‌گذاری از جمله مسائل بسیار بااهمیت است. کارایی سرمایه‌گذاری مستلزم آن است که از یک سو، از مصرف منابع در فعالیت‌هایی ممانعت شود که سرمایه‌گذاری در آنها بیش از حد مطلوب است و از دیگر سو، منابع به سمت فعالیت‌هایی هدایت شوند که به سرمایه‌گذاری نیاز بیشتری دارند (مدرس و حصارزاده، ۱۳۸۷).

با وجود اهمیت روزافزون اطلاعات CSR، شواهدی از نقش آن در کارایی سرمایه‌گذاری به چشم نمی‌خورد و شواهدی اندکی مبنی بر اینکه محتوای اطلاعاتی CSR، از طریق کاهش عدم تقارن اطلاعاتی در بازار سرمایه توانسته منجر به سرمایه‌گذاری مناسب و کارا بینجامد، موجود می‌باشد (بنلملیه و بیتار، ۲۰۱۵). باید به این مسئله توجه کرد که مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها نسبت به جامعه و عامه مردم فراتر از ارائه خدمت و تهیه کالا است. اگر این ارزش یعنی دیدگاه افزایش مسئولیت اجتماعی شرکتها غالب باشد، شرکتها با مسئولیت اجتماعی بالا باید با کارایی سرمایه‌گذاری همراه باشند، در مقابل اگر نظریه نمایندگی مسئولیت اجتماعی شرکتها غالب باشند، دخالت مسئولیت اجتماعی بالا بیشتر احتمال دارد که به کاهش کارایی سرمایه‌گذاری منجر شود.

در این پژوهش کوشش می‌شود به این سوال پاسخ داده شود که آیا اطلاعات ارائه شده از عملکرد اجتماعی شرکت به حدی بوده است که پیامدهای اقتصادی مطلوب همچون کاهش ناکارآمدی سرمایه را به ارمغان بیاورد؟

## ۲- مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

تحت پارادایم مودیلیانی و میلر (۱۹۵۸)، فرصت‌های سرمایه‌گذاری تنها محرک سرمایه‌گذاری یک شرکت است. حداقل دو عامل تعیین کننده برای کارایی سرمایه‌گذاری وجود دارد. اول، یک شرکت برای تأمین مالی فرصت‌های سرمایه‌گذاری خود، نیاز به افزایش سرمایه دارد. هر چند بخش عمده‌ای از ادبیات موجود در حوزه مالی نشان داده است که محدودیت‌های مالی، توانایی مدیران را برای تأمین مالی محدود می‌سازد (هوبارد، ۱۹۹۸). اما در یک بازار کارا، همه پروژه‌های با ارزش فعلی خالص مثبت باید تأمین مالی شوند. یکی از مواردی که می‌توان استنباط نمود آن است که شرکت‌های مواجه با محدودیت تأمین مالی ممکن است به دلیل هزینه‌های زیاد تأمین مالی، از قبول و انجام پروژه‌های با ارزش فعلی خالص مثبت صرف نظر نمایند که این کار به کم سرمایه‌گذاری منجر می‌شود. دومین عامل کارایی سرمایه‌گذاری بیان می‌کند که، حتی اگر یک شرکت تصمیم به تأمین مالی بگیرد، هیچ تضمینی وجود ندارد که سرمایه‌گذاری صحیحی با آن انجام شود. به عنوان مثال مدیران ممکن است با انتخاب پروژه‌های نامناسب در جهت منافع خویش و یا حتی سوء استفاده از منابع موجود، اقدام به سرمایه‌گذاری ناکارا نمایند (استین، ۲۰۰۳).

به عبارت دقیق‌تر، مطالعات تجربی و نظری پیشین بر دو نوع اصطکاک که در کارایی سرمایه‌گذاری تعیین کننده هستند یعنی عدم تقارن اطلاعات و مسائل کارگزاری تأکید کرده‌اند.

بر طبق گفته میرز (۱۹۸۴)، میرز و ماجولف (۱۹۸۴)، عدم تقارن اطلاعات بین مدیران و سهامداران بر هزینه تأمین بودجه و انتخاب پروژه اثر می‌گذارد (بنلملیه و بیتار، ۲۰۱۵). وقتی که مدیران دارای اطلاعات خصوصی مبنی بر این هستند که اوراق بیش از مقدار واقعی ارزش گذاری شده‌اند، آن‌ها تمایل به صدور اوراق جدید دارند. سهام داران از عدم تقارن اطلاعات و در نتیجه مسائل مربوط به صدور اوراق بهادار جدید آگاه هستند. مدیران ممکن است از تأمین بودجه با یک قیمت تخفیف خورده امتناع کنند، اگرچه این ممکن است به معنی رد کردن فرصت‌های خوب سرمایه‌گذاری باشد. عدم تقارن اطلاعات مانع از سرمایه‌گذاری کارآمد شده و موجب سرمایه‌گذاری نامکفی می‌شود. علاوه بر این بعد نظری، بسیاری از مطالعات دیگر، شواهد تجربی را برای این استدلال ارائه کرده‌اند (برای مثال فازاری و همکاران ۱۹۸۸، لانگ و همکاران ۱۹۹۶).

برعکس دیدگاه عدم تقارن اطلاعاتی که نشان می‌دهد مدیران به نفع سهام داران عمل می‌کنند، دیدگاه کارگزاری (نمایندگی) استدلال می‌کند که مدیران منفعت طلب هستند (چن و همکاران ۲۰۱۴). آن‌ها تمایل دارند تا رفاه خود را با انتخاب فرصت‌های سرمایه‌گذاری‌ای که به طور سیستماتیک به نفع سهام داران نیست، پیشینه‌سازی کنند (جنسن و مک‌لینگ ۱۹۷۶). مسائل کارگزاری به احتمال زیاد موجب افزایش سرمایه‌گذاری نامکفی به دلیل انتخاب پروژه‌های ضعیف می‌شود. از سوی دیگر، سرمایه‌گذاران مصادره منابع بالقوه را پیش بینی می‌کنند که موجب افزایش هزینه تأمین بودجه می‌شود. بلانکارد و همکاران (۱۹۹۴)، لانگ و همکاران (۱۹۹۱) و مارک و همکاران (۱۹۹۰) به طور تجربی به بررسی دیدگاه کارگزاری پرداخته و تایید کردند که این منبع اصلی ناکفایتی سرمایه‌گذاری است. در این مقاله، ما به مطالعاتی تکیه می‌کنیم که نشان می‌دهند

شرکت‌های با CSR بالا دارای عدم تقارن اطلاعاتی کمتر (برای مثال، کاو و همکاران ۲۰۱۳، دهلیوال و همکاران ۲۰۱۱) و تضاد کارگزاری کمتر (فرل و همکاران ۲۰۱۴) می‌باشند.

## ۲-۱- CSR و کارایی سرمایه‌گذاری

CSR با کارایی سرمایه‌گذاری به طرق مختلف ارتباط دارد. در این پژوهش در مورد دو کانال اصلی و عمده بحث می‌شود که از طریق این کانال‌ها، شرکت‌های با CSR بالا، به کارایی سرمایه‌گذاری بالا دست می‌یابند. یعنی عدم تقارن اطلاعاتی پایین و عملیات و شیوه‌های مدیریتی بهتر به دلیل ملاحظات سهام داران (تئوری ذی نفعان).

## ۲-۲- عدم تقارن اطلاعاتی و کارایی سرمایه‌گذاری

مطالعات پیشین به طور گسترده‌ای نشان داده‌اند که اطلاعات مالی به کاهش عدم تقارن اطلاعات کمک کرده و تصویر دقیق‌تری را در خصوص عملکرد شرکت در اختیار می‌گذارد (بنلملیه و بیتار، ۲۰۱۵). این مسئله دلیل ظهور استانداردهای گزارش دهی اختیاری متعددی است که اطلاعات مناسب را در خصوص عملیات CSR شرکت‌ها ارائه کرده و افشای آن‌ها را استاندارد سازی می‌کند. چیه و همکاران (۲۰۰۸) در مطالعه خود در خصوص رابطه بین CSR و کیفیت اطلاعات که بامدیریت سود نشان داده می‌شود، نشان داده‌اند که CSR موجب کاهش هموار سازی سود و اجتناب از کاهش سود می‌شود، در حالی که موجب افزایش گزارش جسورانه سود می‌شود. نتایج آن‌ها با نتایج چوی و همکاران (۲۰۱۲) که رابطه معکوس بین عملکرد CSR و عدم تقارن اطلاعات را نشان دادند هم خوانی دارد. چو و همکاران (۲۰۱۳) و کیم و همکاران (۲۰۱۲) شواهد قوی‌ای را مطرح کرده‌اند که نشان می‌دهد شرکت‌های با CSR بالا تمایل اندکی برای مشارکت در مدیریت سود و یا دستگیری فعالیت‌های واقعی دارند. در نهایت، دهلیوال و همکاران (۲۰۱۱) به طور تجربی نشان دادند که شرکت‌های با CSR بالا، اطلاعات بیشتری را در خصوص فعالیت‌های مالی و غیر مالی نسبت به شرکت‌های با CSR پایین افشا می‌کنند. شرکت‌های با CSR بالا با انجام این کار، یک تصویر مثبتی را در مورد نگرش‌های خود نسبت به سرمایه‌گذاران و ذی نفعان نشان می‌دهند. دهلیوال و همکاران (۲۰۱۱) به این نتیجه رسیده‌اند که اطلاعات مربوط به CSR جایگزینی برای اطلاعات مالی هستند به خصوص زمانی که عدم تقارن اطلاعاتی بین شرکت‌ها و سهام داران غیر مالی آن‌ها کاهش می‌یابد. در صورتی که شرکت‌های با CSR بالا دارای کیفیت اطلاعات بیشتر، شفافیت بالا و مدیریت سود کمتر باشند، این موضوع بایستی در کارایی سرمایه‌گذاری آنها منعکس شود. بطور کلی شرکت‌های با CSR بالا به دلیل عدم تقارن اطلاعات پایین، دارای کارایی سرمایه‌گذاری بیشتری هستند (بنلملیه و بیتار، ۲۰۱۵).

### ۲-۳- تئوری ذی نفعان و کارایی سرمایه‌گذاری

ارتباط و همبستگی بین CSR و کارایی سرمایه‌گذاری به طور پیوسته در تئوری ذی نفعان تأیید شده است. در واقع، عدم برآورده کردن انتظارات ذی نفعان (فریمن ۱۹۸۴) به احتمال زیاد موجب ایجاد ترس بازاری می‌شود که ترس از بازار به نوبه خود منجر به از دست رفتن فرصت‌های سودآوری برای شرکت می‌شود. شرکت‌ها هنگام پاسخ به ادعاهای ضمنی ذی نفعان، عملکرد مالی خود را افزایش می‌دهند. این ناشی از کارایی سرمایه‌گذاری خوب است. کارایی سرمایه‌گذاری کانالی است که از طریق آن، شرکت‌های با CSR بالا که انتظار ذی نفعان خود را در نظر می‌گیرند، عملکرد مالی خود را افزایش می‌دهند. ودوک و گراوز (۱۹۹۷) شواهد بیشتری را برای تأیید این ادعا با در نظر گرفتن اهمیت تئوری مدیریت خوب به عنوان نسخه‌ای از تئوری ذی نفعان ارائه کرده‌اند. ودوک و گراوز (۱۹۹۷) فرض کرده‌اند که مهارت‌های مدیریتی و راهبردی که منجر به عملکرد اجتماعی بیشتری می‌شود، آن دسته از مهارت‌هایی هستند که عملکرد مالی را بهبود می‌دهند. سطح منابع تخصیص داده شده به فعالیت‌های CSR در کوتاه مدت بستگی به قابلیت دسترسی به منابعی که برای اهداف دیگر نیاز نمی‌باشند، دارد. فعالیت‌های CSR تنها در صورتی اختیار می‌شوند که تنها سود آن‌ها بیش از هزینه باشد. اگرچه شرکت‌ها در صدد پیروی از اصول سرمایه‌گذاری پایدار می‌باشند، با این حال تصمیمات CSR واقعی آنها عمدتاً بستگی به منابع موجود دارد به خصوص این که نقش زیست محیطی و اجتماعی شرکت‌ها با هدف بهبود مزایای رقابتی شرکت‌ها ارتباط دارد. بر همین اساس، می‌توان استدلال کرد که عملکرد CSR بالا ارتباط مثبتی با کارایی سرمایه‌گذاری دارد.

انتظار می‌رود که تنها ذینفعانی که اثر مستقیمی بر روی فعالیت‌های شرکت دارند کارایی سرمایه‌گذاری شرکت را بهبود می‌دهند. مطالعات پیشین (کارول ۱۹۸۹، هیلمن و کیم ۲۰۰۶)، بین ذی نفعان اصلی و فرعی تمایز برقرار کردند. ذی نفعان اصلی (برای مثال روابط کارکنان، ویژگی‌های محصول، محیط و تنوع)، افراد یا نهادهایی هستند که توسط عملیات و فعالیت‌های شرکت ذی نفع شده و یا به طور مستقیم متأثر می‌شوند. ذی نفعان اصلی شامل سهامداران، کارکنان، مشتریان و محیط طبیعی هستند (استاریک ۱۹۹۵). این مطابق با طبقه بندی هیلمن و کلیم (۲۰۰۶) است که نشان می‌دهد گروه‌های ذی نفعان اصلی شامل سهام داران و سرمایه‌گذاران، کارکنان، مشتریان و عرضه کنندگان می‌باشند. کلارکسون (۱۹۹۵) استدلال کرده‌اند که بقا و سودآوری شرکت عمدتاً بستگی به توانایی ایجاد، حفظ و توزیع ثروت و ارزش کافی دارد به طوری که اطمینان حاصل شود ذی نفعان اصلی بخشی از سیستم ذی نفعان شرکت هستند (هیلمن و کیم ۲۰۰۶).

بر عکس این ذی نفعان اصلی، ذی نفعان فرعی (برای مثال حقوق بشر و جامعه)، آن دسته از افرادی هستند که اثر غیر مستقیم بر عملیات و فعالیت‌های شرکت داشته و یا به طور غیر مستقیم توسط فعالیت‌های شرکت متأثر می‌شوند. برای مثال، ذی نفعان فرعی ممکن است شامل ساکنانی باشند که نزدیک شرکت سکونت دارند و یا افرادی که از مزایای ارائه شده شرکت به جامعه بهره‌مند می‌شوند. این ذی نفعان فرعی اهمیت کمتری برای کارایی سرمایه‌گذاری دارند و بر خلاف ذی نفعان اصلی، بعید است که بر تصمیمات سرمایه‌گذاری

تأثیر بگذارند. سرمایه‌گذاری در روابط با ذی‌نفعان اصلی را می‌توان یک راهبردی برای افزایش مزیت رقابتی در نظر گرفت (اتیگ و همکاران ۲۰۱۵) و در نتیجه این راهبرد موجب بهبود کارایی سرمایه‌گذاری می‌شود. از یک سو، شرکت‌های با CSR پایین قادر به مدیریت پیچیدگی ملزومات اجتماعی و محیطی نمی‌باشند و در نتیجه به احتمال زیاد دارای کارایی کم‌تری هستند. از سوی دیگر، گادفری (۲۰۰۵) استدلال کرده است که بشر دوستی شرکت‌ها، یک منشاء تضاد منافع بین مدیران و سهام‌داران است. گادفری (۲۰۰۵) خاطر نشان کرده است که سطح بهینه بشر دوستی نبایستی توسط مدیران مورد افراط واقع شود زیرا هزینه‌ها و مخارج بشر دوستی بیش از حد منجر به تولید سود اضافی نمی‌شود. یی و زانگ (۲۰۱۱) نشان داده‌اند در زمانی که امتیاز CSR شرکت کمتر از یک سطح خاص است موجب کاهش هزینه تأمین مالی بدهی می‌شود. و در صورتی که از این آستانه تجاوز شود، CSR موجب افزایش هزینه تأمین مالی بدهی می‌شود. بارنیا و رابین (۲۰۱۰) این مفهوم را با نشان دادن این که وقتی شرکت‌ها در همه اجزای CSR، بیش از حد سرمایه‌گذاری می‌کنند، این می‌تواند اثرات منفی بر روی عملکرد مالی شرکت داشته باشد، به صورت کلی تعمیم دادند.

#### ۲-۴- مروری بر پژوهش‌های انجام شده قبلی

برخی محققان نشان دادند CSR بالا با عملکرد بالاتر شرکت (به عنوان مثال تی‌سوت‌سورا<sup>۱</sup>، ۲۰۰۴؛ میشر و سور، ۲۰۱۰؛ ستیاوان و همکاران<sup>۲</sup>، ۲۰۱۲، عرب صالحی و همکاران، ۱۳۹۲)، عدم تقارن اطلاعاتی کمتر (به عنوان مثال چو و همکاران، ۲۰۱۳) در ارتباط است.

میدلتون (۲۰۱۵) به بررسی محتوای اطلاعاتی مسئولیت‌پذیری اجتماعی پرداخت. نتایج وی نشان داد که عملکرد اجتماعی شرکت‌های روسی دارای محتوای اطلاعاتی است.

بنلملیه و بیتار (۲۰۱۵) تحقیقی تحت عنوان اثر مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها بر کارایی سرمایه‌گذاری را با استفاده از تعدادی شرکت‌های آمریکایی در طول دوره ۱۹۹۸-۲۰۱۲ مورد بررسی قرار دادند، نتیجه نشان داد که دخالت مسئولیت اجتماعی بالا، ناکارآمدی سرمایه‌گذاری را کاهش و در نتیجه کارایی سرمایه‌گذاری را افزایش می‌دهد.

لی جائو و ژانگ (۲۰۱۵) پژوهشی را به عنوان اثر هموار سازی سود بر مسئولیت اجتماعی شرکتها انجام دادند. آزمون‌های تجربی نشان می‌دهد که هموار سازی سود در شرکت‌های دارای مسئولیت اجتماعی بالاتر به صورت همزمان رابطه سود و بازده بالایی را نشان می‌دهد که به عنوان ابعاد کیفیت منحصر به فرد به ویژگی‌های سود می‌افزاید و برای ارزیابی شرکت مفید است.

کیرستن و همکاران (۲۰۱۶) به بررسی تأثیر مسئولیت اجتماعی شرکتها بر کارایی سرمایه‌گذاری و نوآوری پرداختند. نتایج آنان نشان می‌دهد که شرکتها با مسئولیت اجتماعی بالا، سرمایه‌گذاری کارآمدتری دارند زیرا شرکتها کمتر در معرض سرمایه‌گذاری در پروژه‌هایی با ارزش فعلی خالص منفی و کمتر مستعد چشم‌پوشی از پروژه‌های ارزش فعلی خالص مثبت می‌باشند، همچنین شرکتها با عملکرد مسئولیت اجتماعی بالاتر، از ثبت اختراع بیشتری بهره‌مند هستند.

خدائی وله‌زاقرد و یحیایی (۱۳۸۹) پی بردند بین کیفیت گزارشگری مالی و عدم کارایی سرمایه گذاری (سرمایه گذاری بیش و کمتر از حد) یک رابطه منفی وجود دارد. نتایج پژوهش بادآوار نهندی و تقی زاده خانقاه (۱۳۹۲) نشان می‌دهد در کل بین کیفیت حسابرسی و کارایی سرمایه‌گذاری ارتباط مثبت و معناداری وجود دارد.

نتایج تحقیق بهار مقدم و همکاران (۱۳۹۳) نشان می‌دهد که به جز دوگانگی نقش مدیرعامل، سایر مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی رابطه مثبت معناداری با افشای مسئولیت اجتماعی دارند. کامیابی و همکاران (۱۳۹۵) نیز نشان دادند که بین مسئولیت پذیری اجتماعی و عدم تقارن اطلاعاتی رابطه معناداری وجود ندارد.

### ۳- فرضیه‌های پژوهش

مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها تأثیر مثبت و معناداری بر کارایی سرمایه گذاری دارد.

### ۴- روش شناسی پژوهش

تحقیق حاضر بر اساس هدف، از نوع توصیفی و بر اساس ماهیت و روش از نوع همبستگی است. با توجه به اینکه این تحقیق می‌تواند در فرآیند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران مورد استفاده قرار گیرد، نوع تحقیق کاربردی محسوب می‌شود. در اجرای طرح تحقیق توصیفی، محقق متغیرها را دستکاری نمی‌کند یا برای وقوع رویدادها شرایطی را به وجود نمی‌آورد (خاکی، ۱۳۸۲). برای آزمون فرضیه‌ها از نرم افزار ایویوز نسخه ۹ و از رگرسیون داده‌های تابلویی استفاده می‌شود.

جامعه‌ی آماری پژوهش را شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تشکیل می‌دهد. قلمرو زمانی پژوهش، سال ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۳ تعیین شده است. نمونه آماری به روش حذفی و با در نظر گرفتن شرایط زیر انتخاب شده است:

- ۱) برای رعایت امکان مقایسه پذیری، پایان سال مالی شرکت‌ها ۲۹ اسفند ماه باشد.
  - ۲) شرکت‌های مورد نظر از ابتدای سال ۱۳۸۹ تا انتهای سال ۱۳۹۳ در عضویت بورس اوراق بهادار باشند.
  - ۳) صورت‌های مالی شرکت‌ها، حسابرسی شده و غیر تلفیقی باشد.
  - ۴) به دلیل شفاف نبودن مرزبندی بین فعالیت‌های عملیاتی و تامین مالی شرکت‌های مالی (شرکت سرمایه‌گذاری، واسطه‌گر مالی، هلدینگ، بانک و لیزینگ) این شرکت‌ها از نمونه حذف شده‌اند.
- با وجود محدودیت‌های فوق نهایتاً تعداد ۱۰۲ شرکت برای بررسی انتخاب شدند.

### ۵- متغیرهای پژوهش

باتوجه به فرضیه تحقیق، برای آزمون فرضیه اول رابطه (۱) زیر استفاده خواهد شد:

رابطه (۱)

$$INV.INEFF_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CSR_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 S\_CASH_{i,t} + \beta_4 LN\_AGE_{i,t} + \beta_5 TANG_{i,t} + \beta_6 S\_ROA_{i,t} + \beta_7 TOB\_Q_{i,t} + \beta_8 LOSS_{i,t} + \beta_9 CASH\_AT_{i,t} + \beta_{10} LEV_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

در این الگو INV.INEFF متغیر وابسته است که در حقیقت ناکارایی سرمایه‌گذاری را نشان می‌دهد. از آنجایی که کارایی سرمایه‌گذاری اختلاف بین سطح موجود سرمایه‌گذاری و سطح مطلوب سرمایه‌گذاری می‌باشد، لذا ابتدا از رابطه (۲):

$$\text{Investment}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{SalesGrowth}_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad \text{رابطه (۲)}$$

که رابطه سرمایه‌گذاری و رشد فروش را نشان می‌دهد، برآورد جمله پسماند را که در حقیقت ناکارایی سرمایه‌گذاری است که انحراف سرمایه‌گذاری مورد انتظار را نشان می‌دهد، بدست می‌آید.  $\text{Investment}_{i,t}$ ، کل سرمایه‌گذاری شرکت  $i$  در سال  $t$  است که از جمع دارایی مشهود و نامشهود به کل دارایی سال قبل می‌باشد.  $\text{Sales Growth}_{i,t-1}$ ، فروش سال  $t-1$  شرکت  $i$  منهای فروش سال  $t-2$ ، تقسیم بر فروش سال  $t-2$  تعریف شده است.

#### • متغیر مستقل

CSR متغیر مستقل است که مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها را نشان می‌دهد. برای سنجش گزارشگری مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها از چک لیست بزرگر (۱۳۹۲) استفاده خواهد شد. این چک لیست از ۶۷ شاخص در سه بعد اجتماعی، زیست محیطی و اقتصادی مطرح شده است که هر یک از ابعاد دارای یک سری از مولفه‌ها می‌باشد. برای اندازه‌گیری درصد مسئولیت اجتماعی، تحلیل محتوای گزارش سالانه‌ی فعالیت هیئت مدیره شرکت‌ها صورت می‌گیرد، به این صورت که به هر یک از شاخص‌های مطرح شده، عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر داده می‌شود، سپس درصد مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها هر یک از شرکت‌ها با استفاده از رابطه (۳) محاسبه می‌شود:

رابطه (۳)

۱۰۰ \* تعداد کل اقلام قابل افشا / تعداد اقلام افشا شده = درصد مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها

#### • متغیرهای کنترلی

در این پژوهش اندازه شرکت، حساسیت جریان نقدی، سن، دارایی مشهود شرکت، بازده در نوسانات دارایی، اندازه‌گیری فرصت رشد، زیان، جریان نقدی حاصل از عملیات، اهرم شرکت به عنوان متغیرهای کنترلی لحاظ شده است. نحوه محاسبه این متغیرها به صورت زیر است:

SIZE = لگاریتم طبیعی ارزش دفتری کل دارایی‌های شرکت.

S\_CASH = انحراف استاندارد از وجه نقد و سرمایه‌گذاری کوتاه مدت از سال  $t-3$  به  $t$ .

LN\_AGE = مقدار لگاریتم تعداد سال‌ها بین سال مالی و سال محاسبه شده فهرست.

TANG = نسبت دارایی ثابت مشهود به کل دارایی.

S\_ROA = انحراف استاندارد بازده بر دارایی‌ها از سال  $t-4$  به  $t$ .



TOB\_Q=نسبت ارزش بازار حقوق صاحبان سهام به اضافه ارزش دفتری بدهی ها تقسیم بر ارزش دفتری دارایی ها.

LOSS=متغیر ساختگی که اگر سود خالص قبل از اقلام غیر متفرقه منفی باشد مساوی یک، در غیر این صورت مساوی صفر است.

CASH\_AT=نسبت جریان نقدی به کل دارایی.

LEV=نسبت ارزش دفتری کل بدهی ها به ارزش دفتری کل دارایی ها

#### ۶- یافته‌های پژوهش

##### ۶-۱- نتایج آمار توصیفی

خلاصه ویژگی های آمار توصیفی مربوط به متغیرهای مورد استفاده در این پژوهش در جدول (۱) خلاصه شده است.

جدول ۱- آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیرها	حداقل	حداکثر	میانه	میانگین	انحراف معیار
Investment	۰/۰۰۲۵۸	۲/۴۶۸۹	۰/۲۴۳۲	۰/۳۰۴۸	۰/۲۵۲۱
Sales Growth	-۰/۸۲۷۱	۲/۷۳۲۸	۰/۱۹۴۳	۰/۲۳۳۴	۰/۳۴۰۲۱
INV.INEFF	-۰/۵۸۳۸	۱/۷۵۰۶	۰/۰۳۱۴۰	۰/۰۹۷۵	۰/۱۵۳۹
CSR	۲/۹۸۵۰	۳۸/۸۰۵۹	۱۷/۹۱۰۴	۱۸/۲۴۶۱	۶/۵۳۴۰
SIZE	۴/۴۴۱۴	۸/۲۵۵۶	۶/۰۴۶۷	۶/۱۵۶۴	۰/۶۶۶۷
S_CASH	۱۳۶/۱۸۷۴	۰۴۹۲۵۰۲/۰	۲۵۸۳۳/۱۵	۱۶۹۲۹۳/۲	۵۰۸۱۶۷/۲
LN_AGE	۰/۴۷۷۱	۱/۶۶۲۷	۱/۱۷۶۰	۱/۱۶۲۷	۰/۲۲۵۴
TANG	۰/۰۰۶۹۲	۰/۸۵۷۳	۰/۲۰۲۰	۰/۲۴۶۷	۰/۱۸۱۹
S_ROA	۰/۰۰۶۰۶۵	۰/۲۹۹۸	۰/۰۴۵۵۸	۰/۰۵۵۲۹	۰/۰۳۹۳۹
TOB_Q	۰/۳۷۴۷	۴/۶۵۲۵	۱/۳۴۱۱۰	۱/۵۵۱۸	۰/۶۵۵۸
LOSS	۰	۱	۰	۰/۰۵۶۸	۰/۲۳۱۸۰
CASH_AT	-۰/۳۰۱۳۵	۰/۶۴۲۴	۰/۱۱۹۴	۰/۱۳۸۹	۰/۱۳۴۵
LEV	۰/۰۱۲۷۳	۱/۷۱۱۲	۰/۵۸۰۳	۰/۵۷۸۰	۰/۲۰۴۶

##### ۶-۲- آزمون فرضیه‌های پژوهش

برای انجام رگرسیون خطی، مفروضاتی وجود دارد که در ادامه به بررسی برخی از آن‌ها که برای داده‌های پانلی به کار گرفته می‌شود می‌پردازیم.

- بررسی خود همبستگی و ناهمسانی واریانس

به منظور آزمون عدم وجود خود همبستگی در مدل‌های پژوهش از آماره دوربین - واتسون استفاده می‌شود. چنانچه این آماره در بازه  $1/5$  تا  $2/5$  قرار بگیرد می‌توان پذیرفت که بین باقی‌مانده‌ها همبستگی وجود ندارد. بر اساس جداول شماره (۵ و ۶) خود همبستگی مثبت و منفی وجود ندارد.

- بررسی ناهمسانی واریانس

برای بررسی وجود ناهمسانی واریانس، آزمون ال ام آرچ<sup>۳</sup> به شرح جدول شماره (۲) انجام شده است:

جدول ۲- نتایج آزمون ناهمسانی واریانس

مدل	Obs*R-squared	Prob. Chi-Square
رابطه ۱	۶/۵۵۶۶	۰/۰۱۰۴
رابطه ۲	۰/۸۳۱۶	۰/۳۶۱۸

با توجه به نتایج جدول و احتمال مربوط به آماره این آزمون، فرض ناهمسانی واریانس جملات اخلال در رابطه (۱) پذیرفته می‌شود لذا برای رفع مشکل مزبور از روش کم‌ترین مجذورات تعمیم یافته (GLS) استفاده می‌گردد.

- بررسی هم خطی

نتایج بررسی هم خطی برای مدل آزمون فرضیه پژوهش در جدول (۳) ارائه گردیده است:

جدول ۳- نتایج آماره تورم واریانس

متغیر	CSR	SIZE	S_CASH	LN_AGE	TANG	S_ROA	TOB_Q	LOSS	CASH_AT	LEV
VIF	۱/۰۸۸۸۷	۱/۴۹۶۸	۱/۷۶۲۴	۳/۰۰۲۸	۳/۱۷۸۵	۳/۸۵۰۵	۹/۶۹۰۹	۱/۳۶۳۵	۲/۸۷۰۴	۱/۳۴۴۹

در صورتی عامل تورم واریانس (VIF) بزرگ‌تر از ۱۰ باشد وجود هم خطی تأیید می‌گردد. با توجه به عامل تورم واریانس متغیرهای مستقل ارائه شده در جدول فوق، بین متغیرهای مستقل در مدل‌های پژوهش هم خطی وجود ندارد.

- نتایج آزمون فرضیه‌ها

در داده‌های پانلی جهت انتخاب بین مدل داده‌های تلفیقی، مدل اثر ثابت و مدل اثر تصادفی آزمون‌هایی همچون آزمون چاو و هاسمن وجود دارد. احتمال آماره آزمون چاو در مواردی که بیشتر از ۰,۰۵ می‌باشد، بیانگر تأیید مدل داده‌های تلفیقی می‌باشد. اگر مدل داده‌های تلفیقی ارجح بود کار تمام است. در غیر این صورت

آزمون هاسمن ضرورت می‌یابد. احتمال آماره آزمون هاسمن در مواردی که کمتر از ۰,۰۵ است، حاکی از تأیید مدل اثر ثابت می‌باشد. نتایج این آزمون‌ها برای مدل‌های پژوهش در جدول (۴) نشان داده شده است:

جدول ۴- نتایج آزمون‌های پانل

مدل	آزمون	آماره	احتمال	نتیجه آزمون
رابطه (۱)	آزمون چاو	۵/۵۹۳۴	۰/۰۰۰	تأیید مدل اثر ثابت در برابر داده تلفیقی
	آزمون هاسمن	۵۶۴/۹۴	/۰۰۰۰	تأیید مدل اثر ثابت در برابر اثر تصادفی
رابطه (۲)	آزمون چاو	۷/۷۹۹۰	۰/۰۰۰	تأیید مدل اثر ثابت در برابر داده تلفیقی
	آزمون هاسمن	۵/۸۶۹۲۰	۰/۰۱۵۴	تأیید مدل اثر ثابت در برابر اثر تصادفی

• برآورد مدل کارایی سرمایه‌گذاری

جهت دستیابی به داده‌های مربوط به متغیر  $INV.INEFF$  (عدم کارایی سرمایه‌گذاری) در رابطه (۱) ابتدا لازم است تا مدل رابطه (۲) برآورد شود. از آنجایی که کارایی سرمایه‌گذاری اختلاف بین سطح موجود سرمایه‌گذاری و سطح مطلوب سرمایه‌گذاری می‌باشد،

مقادیر خطای حاصل از رگرسیون رابطه (۲)، انحراف سرمایه‌گذاری مورد انتظار نشان می‌دهد و دلالت بر عدم کارایی سرمایه‌گذاری خواهد داشت

نتایج برآورد رابطه مربوط به عدم کارایی سرمایه‌گذاری در جدول (۵) ارائه شده است.

با توجه به اینکه احتمال محاسبه شده آزمون  $F$  لیمر با آماره  $۴۰/۸۷۲۷۰$ ، برابر با  $۰/۰۰۰$  و کمتر از خطای  $۱\%$  می‌باشد، می‌توان نتیجه گرفت استفاده از داده‌های ترکیبی صحیح می‌باشد. باقی مانده‌های مدل فوق بیانگر متغیر  $INV.INEFF$  می‌باشد. اگر جزء خطا مثبت باشد به معنی بیش سرمایه‌گذاری و چنانچه منفی باشد به معنای سرمایه‌گذاری کمتر از حد در شرکت است.

جدول ۵- نتایج برآورد متغیر عدم کارایی سرمایه‌گذاری

متغیر توضیحی	آزمون داده‌های ترکیبی		
	ضریب	آماره	احتمال
$\alpha_0$	۰/۳۱۳۱۸	۱۳۲/۱۳۳۱	۰/۰۰۰۰
SalesGrowth	-۰/۰۳۵۷۱۴	-۵/۴۲۷۸۲۴	۰/۰۰۰۰
آماره $F$ : $۴۰/۸۷۲۷۰$ احتمال: $۰/۰۰۰$ آماره $DW$ : $۱/۶۸۸۴$ Adj R: $۰/۸۸۸$			

## ۷- نتایج برآورد فرضیه پژوهش

فرضیه پژوهش عنوان می‌کند: "مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها تأثیر مثبت و معناداری بر کارایی سرمایه‌گذاری دارد." چنانچه متغیر مسئولیت پذیری اجتماعی شرکت (CSR) رابطه منفی و معناداری با متغیر عدم کارایی (INV.INEFF) داشته باشد، فرضیه تأیید می‌گردد.

نتایج برآورد مدل فرضیه اصلی پژوهش در جدول (۶) ارائه شده است.

همان‌گونه که در جدول مشاهده می‌شود با توجه به مقدار محاسبه شده برای آزمون F می‌توان نتیجه گرفت که کل مدل‌های رگرسیونی معنی‌دار می‌باشد. همچنین ضریب تعیین مدل‌های رگرسیونی نشان می‌دهد که حدود ۸۵ درصد تغییر در متغیر وابسته توسط رابطه (۱) بیان می‌شود.

با توجه به ضریب محاسبه شده برای متغیر CSR و سطح معنی‌داری آن، رابطه منفی مسئولیت پذیری اجتماعی با عدم کارایی سرمایه‌گذاری مورد تأیید قرار می‌گیرد. هر چند این رابطه معنادار نمی‌باشد اما ضریب منفی بیانگر اثر مثبت محتوای اطلاعاتی CSR بر کارایی سرمایه‌گذاری می‌باشد که می‌تواند به دلیل وضعیت نظارتی بهتر و کاهش عدم تقارن اطلاعاتی ایجاد شده باشد.

نتایج بدست آمده هر چند شواهدی در حمایت از فرضیه پژوهش بدست نمی‌دهد اما نتایج در راستای فرضیه پژوهش بوده و اشاره به این مطلب دارد که مسئولیت اجتماعی بالا، ناکارآمدی سرمایه‌گذاری را کاهش و در نتیجه کارایی سرمایه‌گذاری را تا حدی افزایش داده است.

جدول ۶ - نتایج رگرسیون مسئولیت‌پذیری اجتماعی بر کارایی سرمایه‌گذاری

متغیر توضیحی	آزمون داده‌های ترکیبی		
	ضریب	آماره	احتمال
$\alpha_0$	۱/۶۸۸۰۷۰	-۱۸/۵۰۶۱۱	۰/۰۰۰۰
CSR	-۰/۰۰۰۱۱۹	-۰/۳۰۳۵۹۰	۰/۷۶۱۶
SIZE	۰/۲۵۲۶	۰/۶۰۲۴۸۰	۰/۵۴۷۲
S_CASH	۴/۳۹E-۰۹	-۴/۸۳۵۷۶۴	۰/۰۰۰۰
LN_AGE	-۰/۲۲۸۳۴۱	۳۳/۸۸۵۰۸	۰/۰۰۰۰
TANG	۱/۴۱۶۷۸۱	۴/۶۲۲۴۶۲	۰/۰۰۰۰
S_ROA	۰/۴۱۴۰۶۰	۰/۰۸۰۰۹۸	۰/۹۳۶۲
TOB_Q	۰/۰۰۰۲۷۷	-۲/۴۹۴۷۳۵	۰/۰۱۳۰
LOSS	-۰/۰۱۹۱۲۵	-۲/۴۹۴۷۳۵	۰/۰۰۰۱
CASH_AT	-۰/۰۶۸۰۶۲	-۳/۹۹۰۶۰۲	۰/۷۷۵۳
LEV	-۰/۰۰۶۰۳۸	-۰/۲۸۵۵۸۲	۰/۰۰۰۰
آماره F: ۲۸/۷۷۸۲۵ احتمال: ۰/۰۰۰ آماره DW: ۲/۱۴۲۱۰ Adj R: ۰/۸۵۸			

## ۸- نتیجه گیری و بحث

منظور از مسئولیت اجتماعی سازمان، پیوستگی و اتحاد میان فعالیت‌ها و ارزش‌های سازمان بگونه‌ای است که منافع کلیه ذینفعان شامل سهامداران، مشتریان، کارکنان، سرمایه‌گذاران و عموم جامعه، در سیاست‌ها و عملکرد سازمان منعکس گردد. بطور کلی، مسئولیت اجتماعی شرکتها با روابط بین شرکتها و جامعه سروکار دارد و بطور مشخص این مفهوم به بررسی تأثیرات فعالیت شرکتها روی افراد و جامعه می‌پردازد. به این ترتیب کارکرد درونی مسئولیت اجتماعی می‌تواند منجر به بهبود جایگاه شرکت و در نهایت افزایش بازده و سودآوری و سرانجام بقای بلندمدت آنان گردد.

تصمیمات سرمایه‌گذاری نیز از مهم‌ترین تصمیمات شرکتی و یکی از عوامل اصلی رقابت و تداوم بقا در دنیای کنونی بوده و باید در جهت حداکثر ساختن ارزش و رشد شرکت باشد. وابستگی سرمایه‌گذاری به منابع وجوه داخلی به دلیل پرهزینه بودن تأمین مالی خارجی، مطلوب نبوده و با فرضیات تئوری‌های بازار کارا فاصله دارد. دلایل انحراف از سطح بهینه سرمایه‌گذاری را می‌توان عمدتاً به عدم تقارن اطلاعاتی و مشکلات نمایندگی مربوط دانست که با ایجاد تضاد منافع بین مالکان و مدیران در سطح مختلف مالکیت سهام شرکت، سهامداران را به سمت پذیرش پروژه‌هایی در تقابل با رشد و ارزش شرکت سوق می‌دهد چنان‌که بعضی از فرصت‌های سرمایه‌گذاری با خالص ارزش فعلی مثبت رد شده (سرمایه‌گذاری کمتر از اندازه) و بالعکس، بعضی از فرصت‌های سرمایه‌گذاری با خالص ارزش فعلی منفی قبول می‌شود (سرمایه‌گذاری بیشتر از اندازه).

پژوهش حاضر، به صورت تجربی، اثر مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکتها را بر کارایی سرمایه‌گذاری مورد بررسی قرار می‌دهد. CSR با کارایی سرمایه‌گذاری به طرق مختلف ارتباط دارد. کارایی سرمایه‌گذاری کانالی است که از طریق آن، شرکت‌های با CSR بالا که انتظار ذی‌نفعان خود را در نظر می‌گیرند، عملکرد مالی خود را افزایش می‌دهند. در این پژوهش در مورد دو کانال اصلی و عمده بحث می‌شود که از طریق این کانال‌ها، شرکت‌های با CSR بالا، به کارایی سرمایه‌گذاری بالا دست می‌یابند. یعنی عدم تقارن اطلاعاتی پایین و عملیات و شیوه‌های مدیریتی بهتر به دلیل ملاحظات سهام‌داران (تئوری ذی‌نفعان). برعکس دیدگاه عدم تقارن اطلاعاتی که نشان می‌دهد مدیران به نفع سهام‌داران عمل می‌کنند، دیدگاه کارگزاری (نمایندگی) استدلال می‌کند که مدیران منفعت طلب هستند (چن و همکاران ۲۰۱۴).

بطور کلی می‌توان نشان داد شرکتها با مسئولیت اجتماعی بالا، سرمایه‌گذاری کارآمدتری دارند، زیرا شرکتها کمتر در معرض بیش سرمایه‌گذاری و کمتر مستعد چشم‌پوشی از کم سرمایه‌گذاری می‌باشند. همچنین گروهی دیگر هم معتقدند که دخالت مسئولیت اجتماعی بالا، ناکارایی سرمایه‌گذاری را کاهش و در نتیجه کارایی سرمایه‌گذاری را افزایش می‌دهد.

نتایج نشان می‌دهد بین مسئولیت‌پذیری اجتماعی و عدم کارایی سرمایه‌گذاری یک رابطه منفی وجود دارد. بدین ترتیب، بهبود کیفیت حسابداری که با مسئولیت‌پذیری بالا ایجاد می‌شود، از طریق کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیریت و سرمایه‌گذاران و برطرف کردن مشکلات نمایندگی، به افزایش کارایی سرمایه‌گذاری منجر می‌شود.

یافته‌های این پژوهش حکایت از آن دارد که مسئولیت اجتماعی شرکت‌های ایرانی همانند شرکت‌های روسی در پژوهش میدلتون (۲۰۱۵) دارای محتوای اطلاعاتی است. این نتایج با یافته‌های بنلملیه و بیتار (۲۰۱۵) که نشان دادند دخالت مسئولیت اجتماعی بالا در شرکت‌های آمریکایی، ناکارآمدی سرمایه‌گذاری را کاهش و در نتیجه کارایی سرمایه‌گذاری را افزایش می‌دهد، مطابقت دارد. علاوه بر این، یافته‌های پژوهش به طور غیر مستقیم با نتایج تی‌سوت‌سورا (۲۰۰۴)، میشرای و سور (۲۰۱۰) و چو و همکاران (۲۰۱۳) همخوانی دارد. از آنجایی که پژوهش حاضر از اولین پژوهش‌های انجام شده در حوزه بررسی پیامد اقتصادی مسئولیت اجتماعی می‌باشد، نمی‌توان با پژوهش‌ها داخلی بررسی تطبیقی نمود. اما یافته‌ها به طور غیر مستقیم با نتایج پژوهش عرب صالحی و همکاران (۱۳۹۲) و کامیابی و همکاران (۱۳۹۵) مطابقت دارد. یافته‌های پژوهش حاضر به توسعه ادبیات موجود در زمینه بررسی پیامدهای اقتصادی گزارشگری مسئولیت پذیری اجتماعی شرکت‌ها، کمک می‌نماید. نتایج نشان می‌دهد، محتوای اطلاعاتی مسئولیت پذیری اجتماعی می‌تواند عدم تقارن اطلاعاتی را که مانع از سیاست‌گذاری سرمایه‌گذاری‌های کارا می‌شود را کاهش دهد.

#### فهرست منابع

- \* بادآوار نهندی، یونس، تقی زاده خانقاه، وحید (۱۳۹۲)، بررسی ارتباط بین کیفیت حسابرسی و کارایی سرمایه‌گذاری، فصلنامه علمی-پژوهشی بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره (۲)، صص ۴۲-۱۹.
- \* بهارمقدم، مهدی؛ صادقی، زین العابدین؛ صفرزاده، ساره. (۱۳۹۲)، بررسی رابطه مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی بر افشا مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها. فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مالی، سال پنجم، شماره ۲۰، صفحات ۱۰۷-۹۰.
- \* حساس یگانه، یحیی و برزگر قدرت اله. (۱۳۹۲). مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها، سیر تکامل، مفاهیم و تعاریف. فصلنامه حسابداری رسمی، شماره ۳۳.
- \* خدائی وله‌زاقرد، محمد، یحیایی، منیره (۱۳۸۹)، بررسی رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران، مجله حسابداری مدیریت، شماره (۵)، صص ۱۵-۱.
- \* عرب صالحی مهدی، صادقی غزل و معین الدین محمود (۱۳۹۲). بررسی رابطه مسئولیت اجتماعی با عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پژوهش‌های تجربی حسابداری، سال سوم، شماره ۹، صفحه‌های ۱-۲۰.
- \* فروغی، داریوش؛ میرشمس شهبهانی، مرتضی؛ پورحسین، سمیه. (۱۳۸۷). نگرش مدیران درباره‌ی افشای اطلاعات حسابداری اجتماعی؛ شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۵۲، ۷۰-۵۵.
- \* کامیابی، یحیی؛ شهسواری، معصومه و سلمانی، رسول، (۱۳۹۵)، بررسی تأثیر مسئولیت پذیری اجتماعی شرکت‌ها بر عدم تقارن اطلاعاتی (شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران)، فصلنامه تحقیقات حسابداری و حسابرسی، شماره ۳۰، صص ۱۴۵-۱۲۶.

- \* مدرس، احمد و حصار زاده، رضا، (۱۳۸۷)، کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه گذاری، فصلنامه بورس اوراق بهادار، سال اول، شماره ۲، صص ۱۱۶-۸۵.
- \* A ttig, N., Boubakri, N., El Ghouli, S., Guedhami, O. (2015). International Diversification and Corporate Social Responsibility. *Journal of Business Ethics* (Forthcoming).
- \* Benlemlih, M. (2014). Why do socially responsible firms pay more dividends? Second Geneva summit on sustainable finance.
- \* Benlemlih, M., Bita, M., (2015). Corporate Social Responsibility and Investment Efficiency, [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2566891](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2566891).
- \* Bushman, R.M., Smith, A.J. (2001), Financial Accounting Information and corporate governance. *Journal of Accounting Economics* 31, 237-333.
- \* Cardebat, J and Sirven, N. 2010. What corporate social responsibility reporting adds to financial return? *Journal of Economics and International finance*. 2(2): 20-27.
- \* Chen, R., El Ghouli, S., Guedhami, O., Wang, H. (2014), Do state and foreign ownership affect investment efficiency? Evidence from privatizations. *Journal of Corporate Finance* (Forthcoming)
- \* Chih, H. L., Shen, C. H., Kang, F. C. (2008). Corporate social responsibility, investor protection, and earnings management: Some international evidence. *Journal of Business Ethics* 79, 179-198.
- \* Cho, S. Y., Lee, C., Pfeiffer, R. J. Jr. (2013). Corporate social responsibility performance and information asymmetry. *Journal of Accounting and Public Policy* 32, 71-83.
- \* Cohen, J., Holder-Webb, L., Nath, L., Wood, D., (2011). Retail investors' perceptions of the decision usefulness of economic performance, governance, and corporate social responsibility disclosures. *Behavioral Research in Accounting*, 23 (1), 109-129
- \* Cruise, S., (2011). Investors demand improved sustainability reporting <[http://www.reuters.com/article/2011/02/21/investors\\_sustainability\\_idUSLDE71K0W120110221](http://www.reuters.com/article/2011/02/21/investors_sustainability_idUSLDE71K0W120110221)>.
- \* Cui, J., Jo, H., Na, H. (2012). Does corporate social responsibility reduce information asymmetry? Working paper, Korea University, Korea.
- \* Dhaliwal, D.S., Radhakrishnan, S., Tsang, A., Yang, Y.G. (2012). Nonfinancial disclosure and analyst forecast accuracy: International evidence on corporate social responsibility disclosure. *The Accounting Review*, 87(3), 723-759.
- \* Godfrey, P.C., (2005). The relationship between corporate philanthropy and shareholder wealth: a risk management perspective. *Academy of Management Review* 30(4), 777-798.
- \* Garsia Lara, J. M., Garsia Osmá, B. and Penalva, F. (2010). Accounting conservatism and firm investment efficiency. <http://papers.ssrn.com>.
- \* Hillman, A. J., Keim, J. D. (2001). Shareholder value, stakeholder management, and social issues: What's the bottom line? *Strategic Management Journal*, 22: 125-139.
- \* Hubbard, R., G. (1998). Capital-Market imperfections and investment. *Journal of Economic Literature* 35, 193-225.
- \* Jensen, M.C., Meckling, W.H. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics* 3(4), 305-360.
- \* Kirsten A. Cook , Andrea M. Romi, Daniela Sanchez, Juan Manuel Sanchez. (2016). The Influence of Corporate Social Responsibility on Investment Efficiency and Innovation.
- \* Lei Gao, Joseph H. Zhang. (2015). Firms' Earnings Smoothing, Corporate Social Responsibility, and Valuation. *Journal of Corporate Finance*. doi: 10.1016/j.jcorpfin.2015.03.004.
- \* Leuz, C.H. and Verrecchia, R.E. (2000), The economic Consequences of increased disclosure. *Journal of Accounting Research* 38, 91-124.
- \* Modigliani, F., Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment. *American Economic Review* 48, 261-297.
- \* Myers, S. C. (1984). The capital structure puzzle. *The journal of finance*, 39(3), 574-592.

- \* Myers, S., Majluf, N. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics* 13, 187-221.
- \* Starik, M. (1995). Should trees have managerial standing? Toward stakeholder status for non-human nature. *Journal of business ethics*, 14(3), 207-217
- \* Setiawan, Evelyn and Gupita Janet Tjiang. (2012). Corporate Social Responsibility, Financial Performance, and Market Performance: Evidence from Indonesian Consumer Goods Industry, 6th Asian Business Research Conference. World Business Institute Australia. Read more: <http://www.ukessays.com/essays/finance/business-scandals-involving-high-profile-organisations-finance-essay.php#ixzz2pkr0uTM>
- \* Stein, J. C. (2003). Agency, information and corporate investment. *Handbook of the Economics of Finance*, 1, 111-165.
- \* Tsoutsoura, Margarita. (2004) . Corporate social responsibility and financial performance. University of California at Berkeley, financial project.
- \* Verdi, R. (2006). Financial Reporting Quality and Investment Efficiency. Unpublished PhD Dissertation, Faculties of the University of Pennsylvania in Partial Fulfillment, OR Working paper. [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=930922](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=930922). [Online] [30 October 2010].
- \* Waddock, S. A., Graves, S.B. (1997). The corporate social performance financial performance link. *Strategic Management Journal*, 18(4), 303-319
- \* Yang, J., & Jiang, Y. (2008). Accounting information quality, free cash flow and overinvestment: A Chinese study. *The Business Review*, 11(1) , 159-166.
- \* Ye, K., Zhang, R. (2011). Do lenders value corporate social responsibility? Evidence from China. *Journal of Business Ethics* 104, 197-206.

## یادداشت‌ها

- <sup>1</sup> Tsoutsoura
- <sup>2</sup> Setiawan and et al
- <sup>3</sup> LM ARCH