



## بررسی رابطه بین عملکرد توسعه پایدار شرکت، احساسات سرمایه‌گذاران و بیش اعتمادی مدیریت

شهناز مشایخ<sup>۱\*</sup>، نداپور غلامرضا<sup>۲</sup>

**چکیده:** عملکرد توسعه پایدار موضوعی حیاتی برای جلب اعتماد سرمایه‌گذاران بوده که می‌تواند بقای شرکت را در بازارهای رقابتی امروزی تضمین کند. احساسات سرمایه‌گذاران و اعتماد بیش از حد مدیران می‌تواند هم بر عملکرد شرکت و هم بر عملکرد بازار اثرگذار باشد. بر همین اساس، این مطالعه به بررسی رابطه بین عملکرد توسعه پایدار شرکت، احساسات سرمایه‌گذاران و بیش اعتمادی مدیریت پرداخته است. در این راستا از داده‌ها و اطلاعات شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۲ تا ۱۴۰۱ و برای تجزیه و تحلیل داده‌ها از روش رگرسیون خطی چندمتغیره استفاده شده است. نتایج به دست آمده نشان می‌دهد که هر چهار بعد عملکرد توسعه پایدار شرکت‌ها (بعد اقتصادی، اجتماعی، حسابداری و زیست‌محیطی) تأثیر معناداری بر احساسات سرمایه‌گذاران دارد. همچنین احساسات سرمایه‌گذاران بر بیش اعتمادی مدیران اثر مثبت و مستقیمی را نشان داد. نتایج این مطالعه از منظر جدیدی نقش و اهمیت عملکرد توسعه پایدار را برای شرکت‌ها نمایان می‌سازد.

**کلیدواژه‌ها:** عملکرد توسعه پایدار، مسئولیت اجتماعی، عملکرد شرکت، احساسات سرمایه‌گذاران، بیش اعتمادی مدیران.

۱ دانشجوی گروه حسابداری، دانشکده علوم اجتماعی و اقتصادی، دانشگاه الزهراء، تهران، ایران (نویسنده مسئول)  
sh.mashayekh@alzahra.ac.ir

۲ دانشجوی دکتری گروه حسابداری، دانشکده علوم اجتماعی و اقتصادی، دانشگاه الزهراء، تهران، ایران  
n.pourgholamreza@alzahra.ac.ir

### ۱. مقدمه

در اقتصاد بازار، بقای هر سازمان تجاری به شایستگی‌های آن‌ها بستگی دارد و توسعه پایدار جزء حیاتی شایستگی برای بقای آن‌ها در همه کشورها است. توسعه پایدار موضوع مهمی است که هر شرکتی در طول فرآیند توسعه به آن توجه دارد. به‌طور خاص، توسعه پایدار وزن قابل توجهی در استراتژی آینده یک شرکت دارد که نشان‌دهنده پتانسیل آن برای بقا و توسعه است و بر عملکرد مالی آتی شرکت تأثیر می‌گذارد (ژو و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۲۱). در دوران پس از همه‌گیری کووید ۱۹، سازمان‌های تجاری با چالش‌هایی در توسعه کسب و کار خود مواجه شده و در حالی که سرمایه‌گذاران به دنبال توسعه پایدار بیشتر شرکت‌ها جهت تصمیم سرمایه‌گذاری بودند، موضوع توسعه پایدار کمتر توسط شرکت‌ها مورد توجه قرار گرفت.

علی‌رغم دیدگاه اولیه که توسعه را تنها به بعد مالی عملکرد مرتبط می‌دانست، به تدریج این دانش رایج شد که ارزیابی پتانسیل توسعه تنها محدود به عملکرد مالی شرکت نیست و به اندازه‌گیری توسعه پایدار در ابعاد مختلف از جمله محیط‌زیست، حاکمیت اقتصادی، رفاه کارکنان و رفاه اجتماعی که معمولاً با عملکرد مسئولیت اجتماعی شرکت نیز اندازه‌گیری می‌شود، تعمیم یافته است (شن و همکاران<sup>۲</sup>، ۲۰۲۲). در واقع، گزارش‌گری عملکرد پایدار، فرآیند شناسایی، طبقه‌بندی، اندازه‌گیری، شناخت و گزارش‌گری فعالیت‌ها در همه ابعاد پنج‌گانه اجتماعی، اقتصادی، زیست‌محیطی، اخلاقی و حاکمیت شرکتی و عملکرد پایدار کسب و کار است که از طریق بهبود قابلیت اطمینان اطلاعات مالی و غیرمالی، کاهش ریسک‌ها و بهبود دسترسی به سرمایه شرکت، می‌تواند برای شرکت ارزش‌افزایی کند (حساس یگانه و همکاران، ۱۳۹۷).

جهت دستیابی بهتر به اهداف توسعه پایدار، شرکت‌ها می‌توانند با برنامه‌ریزی استراتژی‌های توسعه آینده، به این مهم دست یابند. در طول بحران مالی، شرکت‌هایی که عملکرد توسعه پایدار بهتری دارند، سرمایه اجتماعی بالاتری به دست خواهند آورد و بازده سهام آن‌ها نیز بیشتر از شرکت‌هایی خواهد بود که عملکرد توسعه پایدار ضعیفی دارند، چرا که شرکت‌های با عملکرد توسعه پایدار بهتر، با سرمایه‌گذاری بر روی سهامداران مانند مصرف‌کنندگان و کارکنان، سودآوری بالاتری به دست خواهند آورد، به‌ویژه زمانی که سطح اعتماد به‌طور منفی در بازار تحت تأثیر قرار می‌گیرد (لینز و همکاران<sup>۳</sup>، ۲۰۱۷).

عدم اجرای توسعه پایدار شرکت‌ها نیز می‌تواند اثرات منفی زیادی از جمله مشکلات ایمنی مواد غذایی، آسیب‌های زیست‌محیطی، کار بیش از حد کارکنان و غیره را به همراه داشته که

آشکارا هدف توسعه پایدار را نقض کرده و بازار سهام را به شدت تحت تأثیر قرار می‌دهد. این نشان می‌دهد که عملکرد بد توسعه پایدار شرکت‌ها که با بی‌توجهی شرکت‌ها در حفظ منافع کارکنان و مصرف‌کنندگان و همچنین محیط‌زیست منعکس می‌شود، تأثیر زیادی بر بازار سرمایه خواهد داشت (والورده خوارز و همکاران<sup>۴</sup>، ۲۰۱۹).

افشای گزارش عملکرد توسعه پایدار شرکت برای سرمایه‌گذاران شفافیت بیشتری در زمینه‌های حفاظت از محیط زیست، مسائل اجتماعی و کارکنان به همراه خواهد داشت. بهبود مکانیسم افشای مسئولیت اجتماعی و توجه روزافزون به توسعه پایدار به تدریج عدم تقارن اطلاعاتی بین سرمایه‌گذاران و شرکت‌ها در بازار سرمایه را کاهش خواهد داد. از این رو، سرمایه‌گذاران ممکن است نسبت به عملکرد توسعه پایدار شرکت‌ها حساس شوند. به عبارتی دیگر، عملکرد توسعه پایداری می‌تواند بر احساسات سرمایه‌گذاران تأثیرگذار باشد.

از سویی دیگر، اخیراً نقشی که سرمایه‌گذاران و روان‌شناسی آن‌ها به‌عنوان بخشی ضروری از روند توسعه یک شرکت ایفا می‌کنند، توجهات را به خود جلب کرده است. احساسات و روان‌شناسی سرمایه‌گذاران می‌تواند بر رفتار آنها تأثیرگذار باشد. هرچه احساس سرمایه‌گذار قوی‌تر باشد، احتمالاً اطمینان بیشتری نیز به توسعه شرکت خواهد داشت. این امر خرید سهام را افزایش می‌دهد که به نوبه خود بر اعتماد به نفس مدیران و تصمیم‌گیری‌های آن‌ها تأثیرگذار خواهد بود. از این رو، احساسات سرمایه‌گذاران می‌تواند رفتار و اعتماد به نفس مدیران را نیز تحت تأثیر قرار دهد.

از آن‌جا که عملکرد توسعه پایدار شرکتی نسبتاً دیر در ایران آغاز شده و الزام قانونی چندانی جهت گزارش‌گری عملکرد توسعه پایدار توسط شرکت‌ها در سطح ملی و بین‌المللی وجود ندارد (هر چند در حال حاضر پیش‌نویس آن تهیه شده است) و شرکت‌ها به صورت داوطلبانه برخی اطلاعات عملکرد توسعه پایدار شرکت را (مانند اطلاعات مسئولیت اجتماعی، مسئولیت زیست‌محیطی و حاکمیت شرکتی) علاوه بر اطلاعات مالی افشا می‌کنند (حسینی معصوم و همکاران، ۱۳۹۹)، از این رو، بررسی اثرات عملکرد توسعه پایدار در ایران موضوع جدیدی خواهد بود که در این مطالعه به آن پرداخته می‌شود. به طور خاص، این مطالعه به بررسی اثرات عملکرد توسعه پایدار بر احساسات سرمایه‌گذاران می‌پردازد.

افزون بر این، تحقیقات گذشته در مورد رابطه بین احساسات سرمایه‌گذاران و مدیران محدود بوده و بیشتر بر اساس فرضیات غیرمنطقی بودن سرمایه‌گذاران و عقلایی بودن مدیریتی است. بر اساس این فرضیات، مدیران به‌طور منطقی به نوسانات خلقی سرمایه‌گذاران رسیدگی می‌کنند (شو

و همکاران<sup>۵</sup>، ۲۰۱۳). با این حال، در واقعیت عقلانیت محدود تیم مدیریت با عقلانیت سرمایه‌گذاران یکسان است، یعنی مدیران نیز احساسات غیرمنطقی مانند بیش اعتمادی دارند. بنابراین، فرض عقلایی بودن مدیریت از طریق بررسی رابطه بین احساسات سرمایه‌گذاران و بیش اعتمادی مدیریت می‌تواند مورد بحث قرار گیرد. مطالعات کنونی عمدتاً بر پیامدهای بیش اعتمادی مدیریت تمرکز دارند تا علل آن. علاوه بر این، عقلایی بودن محدود این دو گروه از افراد در یک چارچوب مورد بحث قرار نگرفته است. از این رو، این مطالعه به‌طور تجربی به عوامل موثر بر بیش اعتمادی مدیریت پرداخته و همچنین، به طور ویژه، وجود رابطه بین احساسات سرمایه‌گذاران و بیش اعتمادی مدیریت را با در نظر گرفتن عقلایی بودن محدود سرمایه‌گذاران و مدیران از طریق مطالعه و تجزیه و تحلیل تجربی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار می‌دهد.

## ۲. مبانی نظری و توسعه فرضیه‌ها

### ۲.۱. مبانی نظری

پس از انتقادات در خصوص کامل نبودن چارچوب گزارشگری مالی سنتی و انعکاس تصویر عملیات شرکت، مقدار و کیفیت افشای محیطی و اجتماعی شرکت‌ها در بسیاری کشورها افزایش یافت. توجه به مسائل زیست محیطی و بهبود آن از آنجا اهمیت می‌یابد که اکثر فعالیت‌های تجاری و اقتصادی شرکت‌ها موجب ایجاد مسائل اجتماعی، زیست محیطی و بشردوستانه می‌شود (بابائی و همکاران، ۱۴۰۰).

پژوهشگران معمولاً برای ارزیابی عملکرد توسعه پایدار از ابعاد مختلفی از جمله بعد اقتصادی، زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیت شرکتی استفاده می‌کنند (کیرون و همکاران<sup>۶</sup>، ۲۰۱۳). از دیدگاه توسعه پایدار بعد اقتصادی، شاخص‌های متعددی در قالب رویکرد اقتصادی و رویکرد حسابداری ارائه می‌دهد. در رویکرد اقتصادی از شاخص‌های ارزش افزوده اقتصادی، ارزش افزوده اقتصادی تعدیل شده و ارزش افزوده بازار استفاده می‌شود. همچنین در رویکرد حسابداری از ارقام مندرج در صورت‌های مالی مانند سود هر سهم، بازده دارایی‌ها، کیو توپین، بازده حقوق صاحبان سهام، سود و غیره استفاده می‌شود (حسینی معصوم و همکاران، ۱۳۹۹).

بعد دیگر توسعه پایدار مسئولیت‌های زیست محیطی شرکت را مورد توجه قرار می‌دهد. برخی از پژوهش‌گران معتقدند که ارزش شرکت با رعایت جنبه‌های زیست محیطی افزایش می‌یابد

(لیو و ژانگ<sup>۷</sup>، ۲۰۱۷). از این رو به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌کنند در شرکت‌هایی که بخاطر عدم رعایت مسائل زیست‌محیطی جریمه شده‌اند، سرمایه‌گذاری نکنند. از مهمترین شاخص‌های بعد زیست‌محیطی می‌توان به کنترل پسماند، اجرای سیستم پایش لحظه‌ای کنترل آلاینده‌های صدا و هوا، صرفه‌جویی در مصرف انرژی، آموزش ایمنی و بهداشت محیط زیست، استقرار دفتر محیط زیست، دریافت گواهی‌نامه‌های ایزو و اشاعه اخلاق و فرهنگ زیست‌محیطی اشاره کرد (دیانتی دیلمی و غفاریان قدیم، ۱۳۹۵).

بعد دیگری که در رابطه با عملکرد توسعه پایدار شرکت‌ها مورد توجه قرار گرفته، بعد مسئولیت‌های اجتماعی می‌باشد. ایفای نقش اجتماعی یک شرکت با پاسخ به نیازهای جامعه حفظ می‌گردد. رایج‌ترین اقدامات مربوط به بعد اجتماعی توسعه پایدار شرکت، اقدام به اجتناب و فرار مالیاتی و محدودیت‌های اخلاقی مالیات‌دهندگان، توجه به نیروی انسانی، عدم تقارن اطلاعاتی در تمام سطوح جامعه، کیفیت افشای اطلاعات شرکت در راستای ایفای مسئولیت پاسخگویی به ذی‌نفعان و همچنین اقدامات صورت گرفته جهت مشارکت در فعالیتهای خیرخواهانه، رفاه، سلامت و آموزش کارکنان هستند (رهنمای رودپشتی و همکاران، ۱۳۹۱).

بعد حاکمیت شرکتی نیز یکی دیگر از ابعاد عملکرد توسعه پایدار شرکت می‌باشد که به‌صورت شبکه‌ای از روابط میان شرکت و تعداد بسیاری از ذینفعان وجود دارد و تنها به روابط بین شرکت و سهامداران مربوط نمی‌شود. حاکمیت شرکتی می‌تواند بین ابعاد اجتماعی، اقتصادی و زیست محیطی و بین منافع سرمایه‌گذاران و سایر ذینفعان تعادل ایجاد کند. برخی از مهم‌ترین شاخص‌های بعد حاکمیت شرکتی شناخته شده عبارتند از ویژگی‌های هیئت مدیره، کمیته‌ها و متغیرهای اثربخشی هیئت مدیره همچون استقلال هیئت مدیره، نسبت سهامداران نهادی و تمرکز مالکیت و سهامداران نهادی (حسینی معصوم و همکاران، ۱۳۹۹).

## ۲.۲. عملکرد توسعه پایدار شرکت و احساسات سرمایه‌گذاران

اطلاعات مربوط به عملکرد توسعه پایدار شرکت برای سرمایه‌گذاران مهم است، با این حال، احساسات سرمایه‌گذاران معمولاً تحت تأثیر اطلاعات یا رسانه‌ها در مورد بازارهای سرمایه یا شرکت‌ها قرار می‌گیرد. مطالعات متعددی بر تأثیر فعالیتهای توسعه پایدار شرکت بر عملکرد مالی متمرکز شده‌اند (وو و شن<sup>۸</sup>، ۲۰۱۳؛ سانتوس-جائن و همکاران<sup>۹</sup>، ۲۰۲۱). با این وجود، محققان در مورد اینکه آیا سرمایه‌گذاری در توسعه پایدار شرکت بازده اقتصادی برابر یا حتی بیشتر ایجاد

می‌کند، اختلاف نظر دارند. برخی از مطالعات نشان داده‌اند که نقش عملکرد توسعه پایدار بر عملکرد مالی شرکت مثبت است (بنلملی و بیتار<sup>۱۰</sup>، ۲۰۱۸؛ آلبوکرک و همکاران<sup>۱۱</sup>، ۲۰۱۹). طبق مطالعه کروگر<sup>۱۲</sup> (۲۰۱۵)، عملکرد خوب در توسعه پایدار ابزاری عالی برای جذب سرمایه‌گذاران و افزایش انتظارات آن‌ها است.

اعلام فعالیت‌های توسعه پایدار بازده غیرعادی مثبتی را در دوره‌هایی ایجاد می‌کند که سرمایه‌گذاران برای عملکرد توسعه پایدار و مسئولیت اجتماعی ارزش قائل می‌شوند. عمل به مسئولیت‌های اجتماعی شرکت می‌تواند یکی از راهبردهای انجام شده توسط مدیران باشد. استراتژی مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها به عنوان یک مدل مدیریتی نوظهور ارائه شده و شرکت‌ها به عنوان مجموعه‌ای از روابط نه فقط بین صاحبان و مدیران، بلکه با احزاب و گروه‌های علاقه‌مند به تکامل در شرکت از جمله کارکنان، مشتریان، تامین‌کنندگان، رقبا، محیط زیست و جامعه متصور است (شفاعت و همکاران، ۱۴۰۰). پژوهش‌های اخیر نشان می‌دهد، شرکت‌هایی که قبل از رویداد همه‌گیری کووید-۱۹ فعالیت‌های مسئولیت اجتماعی نداشتند یا ضعیف بودند نسبت به شرکت‌هایی که به‌شدت در فعالیت‌های مسئولیت اجتماعی شرکت می‌کردند، تأثیر نامطلوب بیشتری دریافت کردند، که نشان‌دهنده نقش فعالیت‌های ابعاد عملکرد توسعه پایدار در کاهش تأثیر منفی و نامطلوب بر انتظارات سرمایه‌گذاران در طول دوران همه‌گیری است. تأثیر فعالیت‌های توسعه پایدار بر عملکرد غیرمالی شرکت نیز توجه پژوهشگران را به خود جلب نموده است. از آنجایی که عملکرد غیرمالی بخش مهم دیگری از اصول بنیادی شرکت‌ها است، انتظار می‌رود که با احساسات سرمایه‌گذار مرتبط باشد (ژای و همکاران<sup>۱۳</sup>، ۲۰۲۲).

درک شرکت‌ها از عملکرد توسعه پایدار به شدت تعهد سازمانی و رفتار شهروندی سازمانی آن‌ها را افزایش می‌دهد، اگرچه این اثر زمانی ضعیف می‌شود که کارکنان شیوه‌های عملکرد توسعه پایدار را به انگیزه‌های درونی نسبت می‌دهند. با این حال، بخش دیگری از پژوهشگران نسبت به عملکرد توسعه پایدار بدبین هستند و معتقدند که سرمایه‌گذاری در فعالیت‌های توسعه پایدار باعث کاهش بازده سهام در آینده و در نتیجه کاهش ارزش شرکت می‌شود (لی و سئو<sup>۱۴</sup>، ۲۰۱۷).

در واقع، عملکرد توسعه پایدار تأثیر مثبتی بر عملکرد مالی شرکت‌های کوچک و متوسط دارد. به‌ویژه، در طول بحران‌های اقتصادی، عملکرد توسعه پایدار مسئولیت‌پذیری می‌تواند منجر به موفقیت در بازار برای شرکت‌های کوچک شود. توسعه پایدار شرکت همچنین زنجیره تامین شرکت‌های کوچک و متوسط و شیوه‌های نوآوری را به‌طور مثبت تحت تأثیر قرار می‌دهد. اهمیت

نوآوری زیست محیطی، متعلق به فعالیت های مسئولیت اجتماعی، برای عملکرد مالی شرکت های کوچک و متوسط در ادبیات برجسته شده است. برای شرکت های کوچک و متوسط، مسئولیت اجتماعی افزایش نوآوری، افزایش شهرت و عملکرد تجاری را تسهیل می کند و برای مدیریت زنجیره تامین مفید خواهد بود (گالاردو و وازکز و همکاران<sup>۱۵</sup>، ۲۰۱۹).

در پرتو تئوری ذینفعان، فعالیت های توسعه پایدار شرکت ها، مانند ایجاد ذهنیت و شناسایی برند با جلب رضایت مصرف کنندگان، کارکنان و تامین کنندگان، می تواند اعتماد سرمایه گذاران یا احساسات سرمایه گذاران را تقویت کند. کارکنان یکی از مهم ترین ذینفعان شرکت هستند و نقش مهمی به ویژه در توسعه شایستگی شغلی خود با جهت گیری توسعه شغلی ایفا می کنند که اساساً رضایت شغلی و در نتیجه انگیزه را افزایش می دهند (حاجی علی و همکاران<sup>۱۶</sup>، ۲۰۲۲).

بر اساس نظریه تبادل اجتماعی<sup>۱۷</sup>، سرمایه گذاری یک شرکت در مدیریت تنوع سنی نیز باعث افزایش اعتماد کارکنان به شرکت، بهبود وفاداری شغلی آن ها و بهبود عملکرد مالی شرکت می شود. علاوه بر کارکنان، مشتریان نیز ذینفعان مهمی هستند و عملکرد شرکت را تعیین می کنند. در این رابطه نشان داده شده است که عملکرد توسعه پایدار و ارزش شرکت برای شرکت های با آگاهی بالای مشتریان رابطه مثبت دارند. مسئولیت اجتماعی شرکت زمانی عملکرد شرکت را بهبود می بخشد که فعالیت های توسعه پایدار بیشتر به سمت مدیریت کارآمدتر منابع انسانی و رضایت مشتری باشد. حضور بیشتر زنان در هیئت مدیره می تواند اثرات منفی اعتماد بیش از حد مدیریت را کاهش دهد (لی و کیم<sup>۱۸</sup>، ۲۰۲۱).

بر اساس، تئوری ها و مبانی بیان شده، فرضیه اول پژوهش به شرح زیر بیان می گردد:  
**فرضیه اول:** عملکرد توسعه پایدار تأثیر معناداری بر احساسات سرمایه گذاران دارد.

## ۳.۲. احساسات سرمایه گذاران و بیش اعتمادی مدیریت

از دهه ۱۹۸۰، با پیشرفت تحقیقات مالی رفتاری، محققان تصمیمات در خصوص سرمایه گذاری را به عنوان یک فرآیند روانی در نظر داشتند. آنها معتقدند که سرمایه گذاران، بازار را به صورت شناختی تحلیل می کنند و باورهای خود را به روز می کنند تا احساساتی را ایجاد نمایند که در نهایت بر تصمیمات سرمایه گذاری تأثیرگذار باشد (منتظری نجف آبادی و همکاران، ۱۴۰۲). با توسعه تحقیقات در امور مالی رفتاری، تأثیر احساسات سرمایه گذاران بر حاکمیت شرکتی به طور فزاینده ای مورد توجه قرار گرفته و تأیید شده است که احساسات سرمایه گذار با بازده سهام در

کوتاه مدت رابطه مثبت دارد و بر ارزش‌گذاری دارایی‌ها تأثیر می‌گذارد (براون و کلیف<sup>۱۹</sup>، ۲۰۰۵). برخی از مطالعات تجربی اخیر نشان می‌دهد که احساسات سرمایه‌گذاران به‌طور مثبت بر ارزش شرکت تأثیر می‌گذارد اما بر بازده دارایی‌ها تأثیر منفی می‌گذارد. روندهای بازار سرمایه نیز بر تصمیمات و انتظارات مدیران تأثیر می‌گذارد، زیرا سرمایه‌گذاران بخش مهمی از سهامداران شرکت‌ها هستند (وونگ، ۲۰۲۲).

در بازار سرمایه، خوش‌بینی یا اعتماد بیش از حد نه تنها ویژگی‌های فردی مدیران است، بلکه یک ویژگی است که به‌صورت پویا به‌روز می‌شود. به نظر می‌رسد جریان سرمایه، مکانیزمی است که از طریق آن احساسات سرمایه‌گذاران در سراسر بازارها پخش می‌شود و به اثرات جهانی کمک می‌کند (بیکر و همکاران<sup>۲۱</sup>، ۲۰۱۲). رول<sup>۲۲</sup> (۱۹۸۶) برای اولین بار از مفهوم بیش‌اعتمادی مدیریت برای توضیح انحرافات ارزش استفاده کرد. جنبه مثبت بیش‌اعتمادی مدیریت نیز در ادبیات برجسته شده است. گلاسو و سیمکو<sup>۲۳</sup> (۲۰۱۱) بیان کردند که مدیران با اعتماد به نفس بیش از حد، به‌ویژه برای کسانی که در صنایع رقابتی‌تر هستند، احتمال بیشتری دارد که نوآوری را دنبال کنند.

برخی پژوهشگران نیز معتقدند که شرکت‌های دارای مدیران بیش‌اعتماد، نوسان بازده بیشتری دارند. به‌طور خاص، آن‌ها بیشتر روی نوآوری سرمایه‌گذاری می‌کنند و به موفقیت‌های نوآورانه بیشتری دست می‌یابند (هیرشلیفر و همکاران<sup>۲۴</sup>، ۲۰۱۲). همچنین مطالعات اخیر نشان می‌دهد که اعتماد بیش از حد مدیران، عامل مهمی است که باعث عملکرد بالاتر و قابل پیش‌بینی شرکت‌ها می‌شود (کیم و همکاران<sup>۲۵</sup>، ۲۰۲۲).

برخی مطالعات نیز جنبه‌های منفی بیش‌اعتمادی مدیریت را نشان داده‌اند؛ از جمله این که اعتماد بیش از حد مدیریتی می‌تواند گزارشگری صورت‌های مالی را تحت تأثیر قرار دهد (شراند و زچمن<sup>۲۶</sup>، ۲۰۱۲). هنگام تجزیه و تحلیل سرمایه‌گذاران و مدیران شرکت در چارچوب یکسان، زمانی که سرمایه‌گذاران احساسات مثبت دارند، اوج سرمایه‌گذاری شرکتی پیشنهاد شده است. همچنین خاطر نشان شده از آنجایی که سرمایه‌گذاری شرکتی یک تصمیم مدیریتی است، اعتماد بیش از حد مدیریتی به‌دلیل برآورد بیش از حد سود، منجر به سرمایه‌گذاری بیش از حد نیز می‌شود (مالمندیر و تیت<sup>۲۷</sup>، ۲۰۰۵).

یکی از علل وجود بیش‌اعتمادی مدیریت، موفقیت مالی شرکت می‌باشد. موفقیت مالی تصمیمات سرمایه‌گذاری گذشته، منجر به اعتماد بیش از حد مدیریت می‌شود، با این حال



زیان‌های سفته‌بازی گذشته نمی‌تواند اعتماد بیش از حد مدیریتی را کاهش دهد (آدام و همکاران<sup>۲۸</sup>، ۲۰۱۵). احساسات سرمایه‌گذاران بر بازده آتی شرکت، به‌ویژه برای شرکت‌های کوچک و جوان تأثیر می‌گذارد (بیکر و ورگلر<sup>۲۹</sup>، ۲۰۰۶). بر همین اساس، انتظار می‌رود که ذهنیت مدیران تحت تأثیر احساسات سرمایه‌گذاران قرار گیرد. هنگامی که احساسات سرمایه‌گذاران و مدیران مغرضانه باشد، مدیران شرکت‌ها انتظارات خود را بر اساس تغییرات در احساسات سرمایه‌گذاران تجدید نظر می‌کنند.

بنابراین، فرضیه دوم پژوهش به صورت زیر بیان می‌شود.

**فرضیه دوم:** احساسات سرمایه‌گذاران تأثیر معناداری بر بیش اعتمادی مدیران دارد.

### ۳. پیشینه پژوهش

غلامی جمکرانی و همکاران (۱۳۹۸) در پژوهشی به بررسی رابطه بین احساسات سرمایه‌گذار، جسارت در پیش‌بینی سود سهام و عملکرد آتی شرکت پرداختند و نشان دادند که احساسات سرمایه‌گذار بر بازده آتی تأثیری ندارد ولی بر جسارت در پیش‌بینی سود سهام و رشد شرکت مؤثر است.

اصغری و همکاران (۱۳۹۹) در پژوهشی به بررسی تأثیر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران بر درجه نقدشوندگی بازار سهام پرداختند و نتایج نشان داد که احساسات سرمایه‌گذاران می‌تواند حجم معاملات و نقدشوندگی بازار سهام را افزایش دهد.

حسن‌زاده دیوا و بولو (۱۴۰۰) در بررسی تأثیر گرایش احساسی سرمایه‌گذاران بر ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری به این نتیجه رسیدند که در دوره‌هایی که گرایش احساسی سرمایه‌گذاران بالاست ارتباط سود با بازده و قیمت سهام قوی‌تر از دوره‌های احساسی پایین می‌باشد. همچنین در دوره‌هایی که گرایش احساسی سرمایه‌گذاران پایین است، رابطه بازده و قیمت سهام با سایر متغیرهای حسابداری (ارزش دفتری مجموع دارایی‌های هر سهم، ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام هر سهم، جریان نقدی عملیاتی هر سهم) قوی‌تر از زمانی است که هیجان‌ات بازار بالا است.

محمدزاده (۱۴۰۰) رابطه بین گرایش احساسی سرمایه‌گذار و پیش‌بینی‌های سود مدیریت را بررسی کرد و به این نتیجه رسید که بین گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران و پیش‌بینی سود توسط مدیریت رابطه معناداری وجود دارد.

یوسفی اصل و همکاران (۱۴۰۱) رابطه بین گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران و سوگیری در پیش‌بینی سود مدیران را بررسی نموده و دریافتند که احساسات سرمایه‌گذار رابطه منفی و معناداری با خوش‌بینی در پیش‌بینی سود سالانه توسط مدیریت دارد؛ علاوه بر این، پیش‌بینی‌های سود سالانه توسط مدیران در دوره‌های زمانی بدبینی سرمایه‌گذاران، خوش‌بینانه است؛ ولی در دوره‌های زمانی خوش‌بینی سرمایه‌گذاران، این‌طور نیست.

مطالعه زارع بهنمیری و همکاران (۱۴۰۱) که تأثیر همزمان مسئولیت‌اجتماعی شرکت و احساسات سرمایه‌گذاران را بررسی نمود، نشان‌دهنده تأثیر مثبت، معنادار و همزمان مسئولیت اجتماعی بر احساسات سرمایه‌گذاران بود.

هیکسیا<sup>۳۰</sup> (۲۰۱۸) در مطالعه‌ای که در زمینه احساسات سرمایه‌گذاران و بیش اعتمادی مدیران انجام دادند دریافتند که احساسات سرمایه‌گذاران بر رفتار سرمایه‌گذاری شرکت تأثیر می‌گذارد به طوری که بخشی از آن تحت تأثیر بیش اعتمادی مدیران است.

ناقتون و همکاران<sup>۳۱</sup> (۲۰۱۹) دریافتند که شرکت‌ها عملکرد مسئولیت اجتماعی را در پاسخ به احساسات سرمایه‌گذار افزایش می‌دهند، و این واکنش برای آن دسته از شرکت‌هایی که به دلیل عدم قطعیت تمایل بیشتری به پاسخگویی به احساسات سرمایه‌گذاران دارند، آشکارتر است.

وونگ<sup>۳۲</sup> (۲۰۲۲) نیز در مطالعه‌ای رابطه بین احساسات سرمایه‌گذاران و مسئولیت اجتماعی شرکت را بررسی نمود و دریافت که مسئولیت اجتماعی شرکت که با شاخص‌های زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیتی اندازه‌گیری می‌شود، رابطه معناداری با احساسات سرمایه‌گذاران دارد. ژانگ و وانگ<sup>۳۳</sup> (۲۰۲۲) در مطالعه‌ای که به منظور بررسی رابطه بین عملکرد توسعه پایدار و اعتماد سرمایه‌گذاران انجام دادند، به این نتیجه رسیدند که اعتماد سرمایه‌گذاران با توسعه پایدار شرکت‌ها همبستگی مثبت دارد.

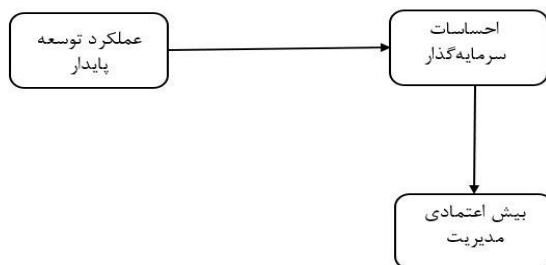
شن و همکاران (۲۰۲۲) در پژوهشی ثابت کردند که سه نوع فعالیت توسعه پایدار شرکتی که توسط شاخص‌های مسئولیت اجتماعی شرکت از جمله حقوق مصرف‌کننده، مزایای کارکنان و حفاظت از محیط زیست اندازه‌گیری می‌شوند، تأثیر مثبتی بر احساسات سرمایه‌گذاران دارند. همچنین، شرکت‌های کوچک و متوسط نسبت به شرکت‌های بزرگ بیشتر تحت تأثیر عملکرد توسعه پایدار قرار می‌گیرند. افزون بر این، آن‌ها دریافتند که احساسات بالای سرمایه‌گذاران منجر به بیش اعتمادی مدیریتی بالا می‌شود.

ژائو و همکاران<sup>۳۴</sup> (۲۰۲۳) نشان دادند سرمایه‌گذاران زمانی که عملکرد مسئولیت اجتماعی

مثبت است، تخمین‌های سود مثبت‌تری انجام می‌دهند. به عبارتی دیگر، عملکرد مسئولیت اجتماعی تاثیر مثبت و مستقیمی بر احساسات سرمایه‌گذاران دارد که منجر به تخمین سود مثبت‌تر و سرمایه‌گذاری بیشتر آنها می‌شود.

داسمانا و همکاران<sup>۳۵</sup> (۲۰۲۳) نشان دادند که راهبری زیست‌محیطی، اجتماعی و شرکتی با احساسات سرمایه‌گذار به هم مرتبط هستند، اما این رابطه نامتقارن است و ناشی از شرایط شدید بازار است.

الگوی مطالعه حاضر به صورت زیر ترسیم می‌گردد:



#### ۴. روش‌شناسی پژوهش

پژوهش حاضر بر اساس هدف کاربردی و از نظر جمع‌آوری اطلاعات توصیفی می‌باشد. همچنین به لحاظ ماهیت نیز از نوع روش‌های کمی بوده و به لحاظ نحوه استنباط و اجرا در گروه تحقیقات همبستگی قرار می‌گیرد. جامعه آماری این پژوهش کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۹۲ تا ۱۴۰۱ می‌باشد. در این پژوهش تعداد ۱۳۱ شرکت جهت آزمون فرضیه‌ها از طریق نمونه‌گیری حذفی به‌عنوان نمونه آماری انتخاب گردید. برای این منظور، شرکت‌ها باید دارای برخی ویژگی‌ها از جمله: ۱- پذیرش در بورس اوراق بهادار تهران قبل از سال ۱۳۹۲، ۲- سال مالی شرکت‌های مورد مطالعه منتهی به پایان اسفند ماه باشد، ۳- در دسترس بودن اطلاعات مالی جهت استخراج داده‌ها ۴- عدم حضور در صنعت مالی و سرمایه‌گذاری ۵- معاملات سهام شرکت به شکل پیوسته انجام شده باشد و توقف معاملاتی بیشتر از ۶ ماه در سهام این شرکت رخ نداده باشد.

روش گردآوری اطلاعات و داده‌های پژوهش حاضر، روش اسناد کاوی می‌باشد. داده‌های مورد نیاز نیز از صورت‌های مالی و یادداشت‌های پیوست حسابرسی شده شرکت‌ها، گزارش فعالیت هیئت

مدیره شرکت‌ها و بانک‌های اطلاعاتی مناسب جمع‌آوری شده است. جهت تجزیه و تحلیل داده‌ها نیز از روش رگرسیون خطی چندمتغیره و نرم‌افزارهای اکسل ۲۰۱۳ و ایویوز ۱۰ استفاده شده است.

به‌منظور آزمون فرضیه‌های پژوهش حاضر، مطابق با مطالعه شن و همکاران (۲۰۲۲) از مدل‌های زیر استفاده شده است:

فرضیه اول:

$$\begin{aligned} \text{SENT}_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 \text{EMPLRATE}_{i,t} + \beta_2 \text{QDISCLOSURE}_{i,t} + \beta_3 \text{AVOIDANCE}_{i,t} \\ & + \beta_4 \text{INFASYMMETRY}_{i,t} + \beta_5 \text{SOCIALDISCLOSURE}_{i,t} \\ & + \beta_6 \text{TOBINQ}_{i,t} + \beta_7 \text{ROA}_{i,t} + \beta_8 \text{ROE}_{i,t} + \beta_9 \text{CONCENT}_{i,t} \\ & + \beta_{10} \text{INSTIT}_{i,t} + \beta_{11} \text{IND}_{i,t} + \beta_{12} \text{ENVIRONMENTAL}_{i,t} \\ & + \beta_{13} \text{Lev}_{i,t} + \beta_{14} \text{Age}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned}$$

که در مدل فوق، متغیر وابسته SENT و نشان دهنده احساسات سرمایه‌گذاران است و از طریق دو شاخص نرخ گردش مالی سهام در بازار (حجم معاملات) (TURN) و صرف سود تقسیمی سهام (DPNP) اندازه‌گیری می‌شود. همچنین، متغیر مستقل شامل شاخص‌های مربوط به عملکرد توسعه پایدار است که در آن که EMPLRATE نرخ تبادل کارکنان، QDISCLOSURE کیفیت افشای اطلاعات، AVOIDANCE اجتناب مالیاتی، INFASYMMETRY، عدم تقارن اطلاعاتی، SOCIALDISCLOSURE افشای سایر عملکرد اجتماعی، TOBINQ کیوتوبین، ROA بازده دارایی، ROE بازده حقوق صاحبان سهام، CONCENT تمرکز مالکیت سهامداران نهادی، INSTIT نسبت سهامداران نهادی، IND استقلال هیئت مدیره، ENVIRONMENTAL بعد زیست محیطی عملکرد توسعه پایدار. افزون بر این، در این مدل متغیرهای کنترلی شامل Lev اهرم مالی و Age سن است.

فرضیه دوم:

$$\begin{aligned} \text{OVEROPT}_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 \text{SENT}_{i,t} + \beta_2 \text{Size}_{i,t} + \beta_2 \text{Age}_{i,t} + \beta_2 \text{ROE}_{i,t} + \beta_2 \text{Lev}_{i,t} \\ & + \beta_2 \text{EXE}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned}$$

که در مدل دوم متغیر وابسته OVEROPT و نشان دهنده بیش اعتمادی مدیریت است. متغیر مستقل در این مدل SENT و نشان دهنده احساسات سرمایه‌گذاران است که از طریق دو شاخص نرخ گردش مالی سهام در بازار (حجم معاملات) (TURN) و صرف سود تقسیمی سهام

(DPNP) اندازه‌گیری می‌شود، متغیرهای کنترلی در این مدل نیز شامل Size اندازه شرکت، Age سن، ROE بازده حقوق صاحبان سهام، Lev اهرم مالی و EXE نسبت سهامداران مدیریتی می‌باشد.

#### ۱.۴.۱. متغیرهای پژوهش

##### ۱.۴.۱.۱. احساسات سرمایه‌گذاران

در مطالعات قبلی برای اندازه‌گیری این شاخص از معیارهای مختلفی استفاده شده است و هنوز هیچ شاخص قطعی و مورد توافقی وجود ندارد. بر همین اساس، در این پژوهش با توجه به مطالعه رشیدی و حسینی (۱۴۰۱) که احساسات سرمایه‌گذار را در محیط اقتصادی ایران با استفاده از شاخص ترکیبی پیشنهاد شده توسط بیکر و وورگلر (۲۰۰۶) در نظر گرفته است، از شاخص‌های نرخ گردش مالی سهام در بازار (حجم معاملات) و صرف سود تقسیمی برای اندازه‌گیری احساسات سرمایه‌گذاران استفاده می‌گردد. نحوه اندازه‌گیری هریک از معیارهای احساسات سرمایه‌گذاران به شرح زیر است:

الف) نرخ گردش مالی سهام در بازار (حجم معاملات) (TURN):

که برابر است با نسبت مجموع حجم معاملات انجام شده سهام شرکت  $i$  طی سال  $t$  به ارزش بازار سهام همان شرکت در پایان سال  $t$ . در رابطه با این شاخص، هر چه حجم معاملات سهام در بازار بیشتر (کمتر) باشد، تمایل سرمایه‌گذاران برای خرید سهام افزایش (کاهش) می‌دهد، لذا تمایلات مثبت (منفی) خواهد بود.

ب) صرف سود تقسیمی سهام (DPNP):

که برابر است با نسبت تفاضل سود سهام قابل تخصیص و سود سهام پرداختی به سود سهام قابل تخصیص. در خصوص این شاخص، هر چه این نسبت بزرگتر (کوچکتر) باشد، نشان دهنده اعتماد بیشتر (کمتر) سرمایه‌گذاران به شرکت و در نتیجه تمایلات مثبت (منفی) است.

##### ۱.۴.۲.۱. بیش اعتمادی مدیریت

از آنجا که در حال حاضر در ایران پیش‌بینی سود توسط شرکت‌ها گزارش نمی‌شود، بنابراین، جهت اندازه‌گیری بیش اعتمادی مدیریت مطابق با مطالعه آقایی و امری اسرمی (۱۴۰۰) با استفاده از معیار سرمایه‌گذاری بیش از حد در دارایی‌ها از طریق رابطه زیر انجام می‌گیرد:

$$INV_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 SG_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$$

که در آن  $INV$  رشد سرمایه‌گذاری در دارایی‌ها در سال جاری نسبت به دوره گذشته و  $SG$  نیز نشان‌دهنده رشد فروش شرکت می‌باشد.

سرمایه‌گذاری بیش از حد در دارایی‌ها از طریق باقیمانده مدل بالا محاسبه می‌شود. در مدل فوق منفی بودن خطای مدل دلالت بر کم اعتمادی و مثبت بودن آن دلیلی بر بیش اعتمادی مدیریت است.

#### ۴.۳.۱. عملکرد توسعه پایدار

همچنین، با توجه به نحوه گزارشگری شرکت‌ها در ایران و عدم دسترسی به برخی از داده‌ها، به‌منظور محاسبه عملکرد توسعه پایدار مطابق با مطالعه حسینی معصوم و همکاران (۱۳۹۹) که به نظر می‌رسد نسبت به مطالعه شن و همکاران (۲۰۲۲) برای ایران مناسب‌تر می‌باشد، از شاخص‌های زیر استفاده می‌گردد:

#### ۴.۳.۱.۱. ابعاد اجتماعی: شاخص‌های مربوط به بعد اجتماعی عملکرد توسعه پایدار

عبارتند از:

- نرخ تبادل کارکنان: نرخ تبدیل کارکنان از طریق نسبت نفرات سال جاری به سال قبل محاسبه می‌شود.
- کیفیت افشای اطلاعات: کیفیت افشا از طریق امتیاز افشای داده شده به هر شرکت اندازه‌گیری می‌شود.
- اجتناب مالیاتی: در این پژوهش اجتناب مالیاتی از طریق نرخ موثر مالیاتی و از تقسیم سود یا زیان قبل از کسر مالیات بر هزینه مالیات محاسبه می‌گردد.
- عدم تقارن اطلاعات: عدم تقارن اطلاعات نیز از طریق اندازه شرکت و لگاریتم طبیعی ارزش دفتری دارایی‌های شرکت، محاسبه می‌شود.
- افشای سایر عملکرد اجتماعی: افشای سایر عملکرد اجتماعی نیز از طریق امتیازدهی به هر یک از اقدامات صورت گرفته شده در خصوص الف) رفاه، سلامت، آموزش و یادگیری کارکنان و ب) فعالیت‌های خیرخواهانه محاسبه می‌شود به این صورت که در صورت گزارش هر یک از موارد بیان

شده، عدد یک اختصاص می‌گردد و در غیر این صورت عدد صفر منظور خواهد شد.

۴. ۱. ۳. ۴. بعد اقتصادی: شاخص‌های مربوط به بعد اقتصادی عملکرد توسعه پایدار عبارتند

از:

- کیوتوبین: که از طریق نسبت مجموع ارزش دفتری بدهی و ارزش بازار سهام شرکت به

ارزش دفتری کل دارایی‌ها اندازه‌گیری می‌شود.

- بازده دارایی: نسبت سود خالص به کل دارایی‌ها است.

- بازده حقوق صاحبان سهام: نسبت سود خالص به حقوق صاحبان سهام است.

۴. ۱. ۳. ۴. بعد حاکمیت شرکتی: شاخص‌های مربوط به بعد حاکمیت شرکتی عملکرد

توسعه پایدار عبارتند از:

- تمرکز مالکیت سهامداران نهادی: برابر است با مجموع سهام سه سهامدار عمده و با

بیشترین میزان مالکیت.

- سهامداران نهادی: درصد سهام در اختیار بانک‌ها، بیمه‌ها، شرکت‌های سرمایه‌گذاری و غیره

است.

- نسبت اعضای غیرموظف (استقلال هیئت مدیره): نسبت اعضای غیرموظف به کل اعضای

هیئت مدیره است.

۴. ۱. ۳. ۴. بعد زیست محیطی: در نهایت، بعد زیست محیطی از طریق برخی شاخص‌ها

مرتبط شامل صرفه‌جویی در مصرف انرژی، استقرار دفتر محیط زیست، کنترل پساب، کنترل

پسماند، آموزش ایمنی و بهداشت محیط زیست، کنترل آلودگی‌ها و صدا، اجرای سیستم پایش

لحظه‌ای، دریافت ایزوهای مختلف و اشاعه فرهنگ و اخلاق زیست‌محیطی محاسبه می‌شود، به این

صورت که در صورت گزارش هر یک از این فعالیت‌ها عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر در نظر

گرفته می‌شود و در نهایت مجموع اقدامات شرکت به صورت درصدی از کل محاسبه می‌شود.

#### ۴. ۴. متغیرهای کنترلی

متغیرهای کنترلی نیز بر اساس مطالعه شن و همکاران (۲۰۲۲) برای دو مدل مربوط به

فرضیه‌ها به شرح زیر می‌باشد.

سن شرکت: برابر است با تعداد سال‌هایی که شرکت در یک سال خاص تأسیس شده است.

اهرم مالی: نشان‌دهنده نسبت کل بدهی‌های شرکت به کل دارایی‌های آن است.

اندازه شرکت: برابر است با لگاریتم طبیعی کل دارایی‌های شرکت  
مالکیت مدیریتی: برابر است با سهم مدیریت از کل سهام شرکت.

## ۵. تجزیه و تحلیل داده‌ها

### ۱.۵. آمار توصیفی

در نگاره زیر داده‌ها و متغیرهای پژوهش به صورت توصیفی نمایش داده شده است. نتایج حاصل از نگاره شماره یک نتایج مربوط به میانگین، بیشترین و کمترین مقدار و انحراف استاندارد متغیرهای مربوط به هر یک از متغیرهای پژوهش را نشان می‌دهد.

#### نگاره ۱- آمار توصیفی متغیرها

متغیر	نماد	میانگین	بیشترین مقدار	کمترین مقدار	انحراف استاندارد	چولگی	کشدگی
بیش اعتمادی مدیریتی	OVEROPT	-۰,۰۰۱	۱۹,۴۲	-۱,۲۵	۰,۷۶	۱۷,۰۲	۴۱۵,۰۵
گردش مالی سهام در بازار	TURN	۳۱۶,۹ ۲	۹۱۳۵۱	۰,۰۰	۳۰۰۸,۷	۲۳,۶۲	۶۶۳,۸
صرف سود تقسیمی سهام	DPNP	۰,۵۹	۱,۱۱	۰,۰۰	۰,۳۲	-۰,۱۶	۱,۶۳
نرخ تبادل کارکنان	EMPLRATE	۱,۰۴	۱۴,۳۲	-۱,۱۰	۰,۷۸	۱۰,۶۵	۱۳۹,۴
کیفیت افشای اطلاعات	QDISCLOSURE	۶۳,۱۸	۹۹,۶۷	-۱,۱۶	۲۸,۲۰	-۰,۹۶	۳,۰۵
اجتناب مالیاتی	AVOIDANCE	۰,۲۳	۲۸,۳۱	۰,۰۰	۱,۰۹	۱۷,۴۹	۳۸۹,۱۳
عدم تقارن اطلاعاتی	INFASYMMETRY	۶,۰۴	۹,۲۶	۴,۴۸	۰,۷۵	۰,۷۸	۳,۹۷
افشای سایر عملکرد اجتماعی	SOCIALDISCLOSURE	۰,۷۰	۱,۰۰	۰,۰۰	۰,۴۶	-۰,۸۹	۱,۷۹
کیو توبین	TOBINQ	۲۲,۰۲	۶۷۰۷	۰,۰۰	۱۹۱,۱۱	۳۳,۲۹	۱۱۶۲,۷
بازده دارایی	ROA	۱۴,۳۵	۶۷,۳۲	-۵۸,۱۱	۱۵,۷۴	۰,۴۸	۳,۹۳
بازده حقوق صاحبان سهام	ROE	۲۱,۸۱	۴۶۲,۴۶	-۷۲۶۹,۶	۲۱۱,۴	-۳۱,۴۱	۱۰۷۱,۲
تمرکز مالکیت سهامداران نهادی	CONCENT	۵۰,۵۲	۹۹,۴۵	۳,۹۷	۲۰,۰۵	-۰,۰۲	۲,۶۹
نسبت سهامداران نهادی	INSTIT	۵۸,۸۵	۹۹,۹۲	۰,۰۰	۳۱,۴۸	-۰,۷۹	۲,۲۳
استقلال هیئت مدیره	IND	۰,۶۶	۱,۰۰	۰,۰۰	۰,۱۸	-۰,۲۰	۳,۱۲



متغیر	نماد	میانگین	بیشترین مقدار	کمترین مقدار	انحراف استاندارد	چولگی	کشیدگی
بعد زیست محیطی	ENVIRONM NTAL	۰.۵۱	۴.۸۹	-۰.۴۳	۰.۳۸	۲.۰۵	۱۸.۲۴
اندازه شرکت	SIZE	۱۴.۷۴	۲۱.۳۳	۱۰.۳۲	۱.۷۲	۰.۷۸	۳.۹۷
اهرم مالی	LEV	۰.۵۶	۱.۸۷	۰.۰۳	۰.۲۲	۰.۷۹	۶.۹۲
سن شرکت	AGE	۴۲.۵۴	۶۸.۰	۱۳.۰	۱۵.۰۳	-۰.۰۳	۱.۶۷
نسبت مالکیت مدیریتی	EXE	۶۴.۶۹	۹۹.۴۵	۰.۰۰	۲۴.۵۳	-۱.۰۷	۳.۴۰

مطابق با نگاره ۱ میانگین بیش اعتمادی مدیریت برابر با ۰.۰۰۱- است که نشان دهنده اعتماد کمتر از حد مدیریت در بین شرکت‌های مورد بررسی می‌باشد. منفی بودن میانگین بیش اعتمادی به معنی کم سرمایه‌گذاری مدیران می‌باشد. همچنین بیشترین و کمترین مقدار این متغیر نیز به ترتیب برابر با ۱۹.۴۲ و ۱.۲۵- و انحراف استاندارد آن نیز برابر با ۰.۷۶ می‌باشد. همچنین، میانگین متغیر احساسات سرمایه‌گذار با استفاده از شاخص گردش مالی سهام در بازار برای نمونه مورد بررسی برابر با ۳۱۶.۹۲ است که نشان می‌دهد متوسط نسبت حجم معاملات سهام به ارزش بازاری آنها بیشتر از میانه (۱۰.۱۶) است، بنابراین تمایل سرمایه‌گذاران برای خرید سهام بالاتر از مقدار میانه آن است. همچنین، کمترین و بیشترین مقدار آن نیز به ترتیب برابر با ۰.۰۰ و ۹۱۳.۵۱ می‌باشد. همچنین میانگین احساسات سرمایه‌گذار با شاخص سود تقسیمی سهام برابر با ۰.۵۹ و بیشترین و کمترین مقدار آن نیز به ترتیب برابر با ۱.۱۱ و ۰.۰۰ می‌باشد.

#### نگاره ۲: نگاره توزیع فراوانی افشای سایر عملکرد اجتماعی

متغیر	شرح متغیر	فراوانی	درصد فراوانی
افشای سایر عملکرد اجتماعی	شرکت‌هایی که در خصوص رفاه، سلامت، آموزش و یادگیری کارکنان و فعالیت‌های خیرخواهانه اقداماتی صورت داده‌اند.	۵۴۵	۷۱ درصد
	شرکت‌هایی که در خصوص رفاه، سلامت، آموزش و یادگیری کارکنان و فعالیت‌های خیرخواهانه اقداماتی صورت نداده‌اند.	۲۲۳	۲۹ درصد

## ۲.۵. آزمون فرضیه‌های پژوهش

پس از بررسی فروض رگرسیون، جهت تعیین ترکیبی یا تلفیقی بودن داده‌ها از آزمون F لیمر استفاده می‌شود. چنانچه اثرات گروه در این آزمون تایید شود، با استفاده از آزمون هاسمن نوع اثرات (تصادفی یا ثابت) را تعیین می‌نماییم. نتایج آزمون F لیمر و هاسمن نشان‌دهنده داده‌های پانل با اثرات ثابت برای هر دو فرضیه می‌باشد. نتایج مربوط به آزمون F لیمر و هاسمن در نگاره شماره ۳ نشان داده شده است.

## نگاره ۳- نتایج آزمون F لیمر و هاسمن

مدل	آماره آزمون F لیمر	احتمال	نتیجه	آماره آزمون هاسمن	احتمال	نتیجه
فرضیه اول (متغیر وابسته: نرخ گردش مالی سهام بازار)	۴,۷۵	۰,۰۰	داده‌های ترکیبی	۶۸,۸۲	۰,۰۰	اثرات ثابت
فرضیه اول (متغیر وابسته: صرف سود تقسیمی)	۷,۳۰	۰,۰۰	داده‌های ترکیبی	۸۶,۴۷	۰,۰۰	اثرات ثابت
فرضیه دوم (متغیر مستقل: نرخ گردش مالی سهام بازار)	۲,۰۳	۰,۰۰	داده‌های ترکیبی	۱۵,۶۹	۰,۰۰	اثرات ثابت
فرضیه دوم (متغیر مستقل: صرف سود تقسیمی)	۲,۱۱	۰,۰۰	داده‌های ترکیبی	۱۴۵,۳۳	۰,۰۰	اثرات ثابت

همان گونه که از نگاره شماره ۳ مشاهده می‌شود، در تمام مدل‌های مورد استفاده پژوهش، ترکیبی بودن داده‌ها پذیرفته می‌شود و مدل‌ها دارای اثرات ثابت هستند. پس از تعیین اثرات گروه‌ها به برآورد مدل‌های پژوهش با استفاده از روش رگرسیون خطی چندمتغیره جهت بررسی هر یک از فرضیه‌های پژوهش پرداخته می‌شود که نتایج آن به شرح زیر می‌باشد:

۱. ۵. ۲. فرضیه اول: عملکرد توسعه پایدار تأثیر معناداری بر احساسات سرمایه‌گذاران دارد.

نتایج به دست آمده از برآورد مدل اول تحقیق با شاخص نرخ گردش مالی سهام بازار برای متغیر احساسات سرمایه‌گذاران جهت بررسی فرضیه اول، به شرح نگاره شماره ۴ است:

نگاره ۴- نتایج آزمون فرضیه اول پژوهش (متغیر وابسته: نرخ گردش مالی سهام بازار)

متغیر وابسته	متغیر مستقل	ضریب	انحراف استاندارد	آماره t	مقدار احتمال	نتیجه آزمون	همخطی
احساسات سرمایه‌گذاران (نرخ گردش مالی سهام بازار)	نرخ تبادل کارکنان	۳,۱۸	۱,۴۸	۲,۱۶	۰,۰۳	عدم رد	۱,۱۵
	کیفیت افشای اطلاعات	-۰,۲۰	۰,۲۶	-۰,۷۹	۰,۴۳	رد	۴,۴۷
	اجتناب مالیاتی	۰,۹۹۸	۰,۹۲	۱,۰۹	۰,۲۸	رد	۱,۱۴
	عدم تقارن اطلاعاتی	۲۱۴,۸۴	۴۹,۵۵	۴,۳۴	۰,۰۰	عدم رد	۱,۳۱
	افشای سایر عملکرد اجتماعی	۲۴,۷۱	۱۳,۵۱	۱,۸۳	۰,۰۷	رد	۳,۳۵
	کیو توبین	۰,۰۰۹	۰,۰۰۸	۱,۱۱	۰,۲۷	رد	۱,۲۳
	بازده دارایی	-۴,۰۲	۰,۷۲	-۵,۶۰	۰,۰۰	عدم رد	۳,۴۳
	بازده حقوق صاحبان سهام	-۰,۰۹	۰,۰۶	-۱,۵۵	۰,۱۲	رد	۱,۳۴
	تمرکز مالکیت سهامداران نهادی	-۲,۵۸	۱,۰۱	-۲,۵۵	۰,۰۱	عدم رد	۱,۵۵
	نسبت سهامداران نهادی	-۰,۴۸	۰,۷۰	-۰,۶۸	۰,۵۰	رد	۱,۶۹
	استقلال هیئت مدیره	۵۵,۷۶	۵۸,۳۶	-۰,۹۶	۰,۳۴	رد	۲,۶۱
	بعد زیست محیطی	-۳,۵۷	۱۹,۰۳	-۰,۱۹	۰,۸۵	رد	۱,۹۳
	اهرم مالی	-۳۹۷,۰۴	۶۳,۵۲	-۶,۲۵	۰,۰۰	عدم رد	۳,۹۳
	سن شرکت	-۱۲,۹۷	۳,۷۵	-۳,۴۵	۰,۰۰۱	عدم رد	۱,۰۶
عرض از مبدا	-۳۲,۸۰	۱۸۹,۵۸	-۰,۱۷	۰,۸۶	رد		
		آماره F (سطح معناداری) = ۷,۳۷ (۰,۰۰)		ضریب تعیین (ضریب تعیین تعدیل شده) = ۰,۴۹			
		آماره دوربین واتسون = ۱,۵۹		(۰,۴۲)			
				آماره آزمون وایت (سطح معناداری) = ۰,۷۵ (۰,۱۰)			

نتایج برآورد مدل اول پژوهش نشان می‌دهد که با توجه به آماره F و سطح معناداری آن که کمتر از مقدار بحرانی ۰,۰۵ است، بنابراین کل مدل رگرسیونی در سطح معنادار و قابل قبولی است. همچنین، ضریب تعیین ۰,۴۹ در مدل نشان دهنده این است که متغیرهای وابسته و کنترلی حدود ۴۹ درصد از تغییرات متغیر وابسته (احساسات سرمایه‌گذار) را توضیح می‌دهند. همچنین با توجه

به نتایج آزمون‌های مربوطه، مشکل خودهمبستگی، ناهمسانی واریانس و هم‌خطی نیز در مدل وجود ندارد.

علاوه بر این، نتایج در سطح اطمینان ۹۵ درصد نشان می‌دهد که در بعد اجتماعی عملکرد توسعه پایدار شاخص‌های نرخ تبادل کارکنان و عدم تقارن اطلاعاتی رابطه معناداری با احساسات سرمایه‌گذاران (شاخص نرخ گردش مالی سهام بازار) وجود دارد. در بعد اقتصادی عملکرد توسعه پایدار تنها شاخص بازده دارایی‌ها رابطه معناداری با احساسات سرمایه‌گذاران (شاخص نرخ گردش مالی سهام بازار) داشته است که با توجه به ضریب آن (۰,۰۲-)، این رابطه منفی و معکوس می‌باشد. در بعد حاکمیت شرکتی عملکرد توسعه پایدار نیز شاخص تمرکز سهامداران نهادی رابطه منفی و معناداری با احساسات سرمایه‌گذاران (شاخص نرخ گردش مالی سهام بازار) داشته است. سایر شاخص‌های این سه بعد رابطه‌ای با احساسات سرمایه‌گذاران (شاخص نرخ گردش مالی سهام بازار) ندارند. و در نهایت، نتایج مربوط به شاخص بعد زیست محیطی عملکرد توسعه پایدار نیز نشان داد که این شاخص رابطه معناداری با احساسات سرمایه‌گذاران (شاخص نرخ گردش مالی سهام بازار) نداشته است.

افزون بر این، نتایج نشان می‌دهد که متغیرهای کنترلی اهرم مالی و سن شرکت نیز تأثیر معناداری بر احساسات سرمایه‌گذاران داشته‌اند به گونه‌ای که هر دو شاخص اهرم مالی و سن شرکت تأثیر منفی و معکوسی بر احساسات سرمایه‌گذاران داشته‌اند. افزون بر این، نتایج مربوط به فرضیه اول با شاخص صرف سود تقسیمی برای متغیر احساسات سرمایه‌گذاران نیز به شرح نگاره شماره ۵ می‌باشد.

#### نگاره ۵- نتایج آزمون فرضیه اول پژوهش (متغیر وابسته: صرف سود تقسیمی)

متغیر وابسته	متغیر مستقل	ضریب	انحراف استاندارد	آماره t	مقدار احتمال	نتیجه آزمون	همخطی
احساسات سرمایه‌گذاران (صرف سود تقسیمی)	نرخ تبادل کارکنان	۰,۰۰۹	۰,۰۰۴	۱,۹۸	۰,۰۵	عدم رد	۱,۱۵
	کیفیت افشای اطلاعات	۰,۰۰۱	۰,۰۰۰۲	۲,۴۵	۰,۰۱	عدم رد	۴,۴۷
	اجتناب مالیاتی	۰,۰۲	۰,۰۰۲	۷,۵	۰,۰۰	عدم رد	۱,۱۴
	عدم تقارن اطلاعاتی	-۰,۰۱	۰,۰۲	-۰,۴۹	۰,۶۳	رد	۱,۳۱
	افشای سایر عملکرد اجتماعی	-۰,۰۲	۰,۰۱	-۲,۵۳	۰,۰۱	عدم رد	۳,۳۵
	کیو توبین	۰,۰۰۳	۰,۰۰۱	۱,۶۲	۰,۱۱	رد	۱,۲۳
	بازده دارایی	-۰,۰۰۶	۰,۰۰۰۴	-۱۲,۴۸	۰,۰۰	عدم رد	۳,۴۳
	بازده حقوق صاحبان سهام	-۰,۰۰۳	۰,۰۰۸	-۰,۴۶	۰,۶۵	رد	۱,۳۴

متغیر وابسته	متغیر مستقل	ضریب	انحراف استاندارد	آماره t	مقدار احتمال	نتیجه آزمون	همخطی
	تمرکز مالکیت سهامداران نهادی	-۰,۰۰۰۴	۰,۰۰۰۶	-۱,۷۹	۰,۵۱	رد	۱,۵۵
	نسبت سهامداران نهادی	-۰,۰۰۱	۰,۰۰۰۶	-۱,۷۹	۰,۰۷	رد	۱,۶۹
	استقلال هیئت مدیره	۰,۰۰۷	۰,۰۲	۰,۳۸	۰,۷۱	رد	۲,۶۱
	بعد زیست محیطی	-۰,۰۲	۰,۰۱	-۲,۰۱	۰,۰۴	عدم رد	۱,۹۳
	اهرم مالی	-۰,۰۴	۰,۰۲	-۱,۹۵	۰,۰۵	عدم رد	۳,۹۳
	سن شرکت	۰,۰۰۴	۰,۰۰۳	۱,۱۳	۰,۲۶	رد	۱,۰۶
	عرض از مبدا	۰,۶۵	۰,۰۷	۹,۵۷	۰,۰۰	عدم رد	
		آماره F (سطح معناداری) = ۸۹,۳۲ (۰,۰۰)		ضریب تعیین (ضریب تعیین تعدیل شده) = ۰,۹۲ (۰,۹۱)		آماره آزمون وایت (سطح معناداری) = ۱,۰۶ (۰,۱۰)	

نتایج برآورد فوق نشان می‌دهد که با توجه به آماره F و سطح معناداری آن که کمتر از مقدار بحرانی ۰,۰۵ است، بنابراین کل مدل رگرسیونی در سطح معنادار و قابل قبولی است. همچنین، ضریب تعیین ۰,۹۲ در مدل نشان دهنده این است که متغیرهای وابسته و کنترلی حدود ۹۲ درصد از تغییرات متغیر وابسته (احساسات سرمایه‌گذار) را توضیح می‌دهند. همچنین با توجه به نتایج آزمون‌های مربوطه، مشکل خودهمبستگی، ناهمسانی واریانس و هم‌خطی نیز در مدل وجود ندارد. نتایج مربوط به فرضیه اول با شاخص سود تقسیمی به عنوان متغیر سنجش احساسات سرمایه‌گذاران در سطح اطمینان ۹۵ درصد نشان می‌دهد که در بعد اجتماعی عملکرد توسعه پایدار شاخص‌های نرخ تبادل کارکنان، کیفیت افشای اطلاعات، اجتناب مالیاتی و افشای سایر عملکرد اجتماعی رابطه معناداری با احساسات سرمایه‌گذاران (شاخص سود تقسیمی) وجود دارد. به‌طوری‌که هر سه شاخص نرخ تبادل کارکنان، کیفیت افشای اطلاعات و اجتناب مالیاتی تاثیر مثبت و معنادار و شاخص افشای سایر عملکرد اجتماعی تاثیر منفی و معکوسی بر احساسات سرمایه‌گذاران داشته‌اند. در بعد اقتصادی عملکرد توسعه پایدار نیز تنها شاخص بازده دارایی تاثیر منفی و معناداری بر احساسات سرمایه‌گذاران داشته است. در بعد حاکمیت شرکتی عملکرد توسعه پایدار نتایج نشان می‌دهد که تنها شاخص نسبت سهامداران نهادی تاثیر منفی و معناداری بر احساسات سرمایه‌گذاران (شاخص سود تقسیمی) داشته است. سایر شاخص‌های این سه بعد رابطه‌ای با احساسات سرمایه‌گذاران (شاخص سود تقسیمی) ندارند. همچنین، نتایج مربوط به شاخص بعد زیست محیطی عملکرد توسعه پایدار نیز نشان داد که این شاخص در سطح اطمینان ۹۵ درصد رابطه منفی و معناداری با احساسات سرمایه‌گذاران (شاخص سود تقسیمی) داشته

است. افزون بر این، نتایج نشان می‌دهد که در بین متغیرهای کنترلی، اهرم مالی تأثیر منفی و معناداری بر احساسات سرمایه‌گذاران داشته و تاثیر سن شرکت بر احساسات سرمایه‌گذاران نیز رد می‌گردد.

## ۲.۵.۲. فرضیه دوم: احساسات سرمایه‌گذاران تأثیر معناداری بر بیش اعتمادی مدیران دارد.

نتایج برآورد مدل دوم جهت بررسی فرضیه دوم پژوهش با استفاده از شاخص نرخ گردش مالی سهام بازار برای متغیر احساسات سرمایه‌گذاران نیز به شرح نگاره شماره ۶ است:

نگاره ۶- نتایج آزمون فرضیه دوم پژوهش با شاخص نرخ گردش مالی سهام بازار

متغیر وابسته	متغیر مستقل	ضریب	انحراف استاندارد	آماره t	مقدار احتمال	نتیجه آزمون	همخطی
بیش اعتمادی مدیران	احساسات سرمایه‌گذاران (نرخ گردش مالی سهام بازار)	۰,۰۰۰۱	۰,۰۰۰۰۱	۹,۰۵	۰,۰۰	عدم رد	۱,۱۳
	اندازه شرکت	۰,۴۷	۰,۰۷	۶,۷۷	۰,۰۰	عدم رد	۱,۲۲
	سن شرکت	-۰,۱۴	۰,۰۳	-۵,۳۹	۰,۰۰	عدم رد	۱,۰۵
	بازده حقوق صاحبان سهام	-۰,۰۰۰۱	۰,۰۰۰۰۲	-۰,۴۳	۰,۶۷	رد	۱,۲۳
	اهرم مالی	-۰,۳۵	۰,۱۱	-۳,۱۰	۰,۰۰۲	عدم رد	۲,۹۳
	نسبت سهامداران مدیریتی	-۰,۰۰۱	۰,۰۰۰۰۴	-۱,۵۵	۰,۱۲	رد	۴,۷۹
	عرض از مبدا	-۰,۷۲	۰,۳۶	-۱,۹۷	۰,۰۴۹	عدم رد	
آماره F (سطح معناداری) = ۴,۹۶		ضریب تعیین (ضریب تعیین تعدیل شده) = ۰,۴۳ (۰,۳۴)					
آماره دوربین واتسون = ۲,۰۵		آماره آزمون وایت (سطح معناداری) = ۱,۱۰ (۰,۱۰)					

نتایج برآورد مدل دوم پژوهش با شاخص نرخ گردش مالی سهام بازار نیز نشان می‌دهد که با توجه به آماره F و سطح معناداری آن که کمتر از مقدار بحرانی ۰,۰۵ است، بنابراین کل مدل رگرسیونی در سطح معنادار و قابل قبولی است. همچنین، ضریب تعیین ۰,۴۳ در مدل نشان دهنده

این است که متغیرهای وابسته و کنترلی حدود ۴۳ درصد از تغییرات متغیر وابسته (بیش اعتمادی مدیران) را توضیح می‌دهند. همچنین با توجه به نتایج آزمون‌های مربوطه، مشکل خودهمبستگی، ناهمسانی واریانس و هم‌خطی نیز در مدل وجود ندارد.

نتایج بررسی فرضیه دوم نیز نشان می‌دهد که در سطح اطمینان ۹۵ درصد احساسات سرمایه‌گذاران (نرخ گردش مالی سهام بازار) به طور مثبت (مستقیم) و معناداری بر بیش اعتمادی مدیران تأثیر دارد.

علاوه بر این، در بین متغیرهای کنترلی، متغیرهای اندازه شرکت، سن و اهرم مالی تأثیر معناداری بر بیش اعتمادی مدیران داشته به طوری که تأثیر اندازه شرکت مثبت و مستقیم و تأثیر سن و اهرم مالی نیز منفی و معکوس است. تأثیر متغیرهای بازده حقوق صاحبان سهام و نسبت سهامداران مدیریتی نیز رد شده است.

افزون بر این، نتایج بررسی فرضیه دوم با استفاده از شاخص صرف سود تقسیمی برای متغیر احساسات سرمایه‌گذاران نیز به شرح نگاره شماره ۷ است:

نگاره ۷- نتایج آزمون فرضیه دوم پژوهش با شاخص صرف سود تقسیمی

متغیر وابسته	متغیر مستقل	ضریب	انحراف استاندارد	آماره t	مقدار احتمال	نتیجه آزمون	همخطی
بیش اعتمادی مدیران	احساسات سرمایه‌گذاران (صرف سود تقسیمی)	۰,۱۱	۰,۰۵	۲,۲۳	۰,۰۳	عدم رد	۳,۵۲
	اندازه شرکت	۰,۴۵	۰,۰۷	۶,۲۹	۰,۰۰	عدم رد	۱,۱۹
	سن شرکت	-۰,۱۴	۰,۰۳	-۵,۰۴	۰,۰۰	عدم رد	۱,۰۱
	بازده حقوق صاحبان سهام	-۰,۰۰۰۱	۰,۰۰۰۳	-۰,۳۷	۰,۷۱	رد	۱,۳۰
	اهرم مالی	-۰,۳۹	۰,۱۰	-۳,۹۸	۰,۰۰	عدم رد	۲,۲۵
	نسبت سهامداران مدیریتی	-۰,۰۰۱	۰,۰۰۰۳	-۳,۰۶	۰,۰۰۲	عدم رد	۱,۰۹
	عرض از مبدا	-۰,۳۹	۰,۴۱	-۰,۹۶	۰,۳۴	رد	
		ضریب تعیین (ضریب تعیین تعدیل شده) = ۰,۴۳ (۰,۳۴)					
		آماره F (سطح معناداری) = ۴,۹۹ (۰,۰۰) آماره دوربین واتسون = ۲,۰۴		آماره آزمون وایت (سطح معناداری) = ۱,۲۷ (۰,۰۸)			

نتایج برآورد مدل دوم پژوهش با شاخص صرف سود تقسیمی نشان می‌دهد که با توجه به آماره  $F$  و سطح معناداری آن که کمتر از مقدار بحرانی  $0,05$  است، بنابراین کل مدل رگرسیونی در سطح معنادار و قابل قبولی است. همچنین، ضریب تعیین  $0,43$  در مدل نشان دهنده این است که متغیرهای وابسته و کنترلی حدود  $43$  درصد از تغییرات متغیر وابسته (بیش اعتمادی مدیران) را توضیح می‌دهند. همچنین با توجه به نتایج آزمون‌های مربوطه، مشکل خودهمبستگی، ناهمسانی واریانس و هم‌خطی نیز در مدل وجود ندارد.

نتایج بررسی فرضیه دوم نیز نشان می‌دهد که در سطح اطمینان  $95$  درصد احساسات سرمایه‌گذاران با شاخص صرف سود تقسیمی در سطح اطمینان  $95$  درصد تاثیر مثبت و معناداری بر بیش اعتمادی مدیران دارد، به طوری که با افزایش احساسات سرمایه‌گذاران، بیش اعتمادی مدیران نیز افزایش می‌یابد.

علاوه بر این، در بین متغیرهای کنترلی متغیرهای اندازه، سن، اهرم مالی و نسبت سهامداران مدیریتی در سطح اطمینان  $95$  درصد تاثیر معناداری بر بیش اعتمادی مدیران داشته و تاثیر بازده حقوق صاحبان سهام نیز رد می‌شود.

## ۶. بحث و نتیجه گیری

پژوهش حاضر به بررسی رابطه بین عملکرد توسعه پایدار و احساسات سرمایه‌گذاران و همچنین احساسات سرمایه‌گذاران و بیش اعتمادی مدیران پرداخته است. نتایج به دست آمده از تجزیه و تحلیل داده‌ها، فرضیه‌های پژوهش را رد نکرد. به طور خاص، در رابطه با فرضیه اول، پس از کنترل عوامل اصلی تسریع کننده احساسات سرمایه‌گذار مانند اندازه شرکت و سایر ویژگی‌های سطح شرکت، برخی از شاخص‌های عملکرد توسعه پایدار همچنان به‌عنوان یک عامل تعیین کننده مهم در احساسات سرمایه‌گذاران شناخته می‌شوند. به عبارتی دیگر، نتایج نشان می‌دهد که تمامی ابعاد عملکرد توسعه پایدار به نوعی بر احساسات سرمایه‌گذاران تاثیرگذار است، به طوری که در بعد شاخص‌های اجتماعی نرخ تبادل کارکنان بر هر دو شاخص نرخ گردش مالی سهام بازار و صرف سود تقسیمی و عدم تقارن اطلاعاتی بر شاخص نرخ گردش مالی سهام بازار و همچنین شاخص‌های کیفیت افشای اطلاعات، اجتناب مالیاتی و افشای سایر عملکرد اجتماعی بر شاخص صرف سود تقسیمی تاثیرگذار می‌باشند. در بین ابعاد اقتصادی عملکرد توسعه پایدار نیز تنها شاخص بازده دارایی‌ها بر هر دو شاخص احساسات سرمایه‌گذار (نرخ گردش مالی سهام بازار و صرف سود تقسیمی) تاثیر داشته است. همچنین، در بعد حاکمیت شرکتی نیز شاخص تمرکز سهامداران نهادی بر شاخص نرخ گردش مالی سهام بازار مربوط به احساسات سرمایه‌گذار اثرگذار بوده است و



شاخص نسبت سهامداران نهادی نیز بر شاخص سود تقسیمی تاثیر داشته است. در نهایت، نتایج نشان داد که بعد زیست محیطی عملکرد توسعه پایدار بر شاخص سود تقسیمی مربوط به احساسات سرمایه‌گذاران اثرگذار بوده به طوری که این تاثیر منفی و معکوس بوده است. این نتایج نشان می‌دهد که بهبود عملکرد توسعه پایدار شرکت، به‌ویژه در ابعاد اجتماعی، اقتصادی، حاکمیت شرکتی و زیست محیطی، فرصت‌هایی را برای افزایش شور و احساسات سرمایه‌گذاران ارائه می‌دهد که ممکن است عملکرد بازار سهام شرکت‌ها را بهبود بخشد. استراتژی‌های عملکرد توسعه پایدار به اطمینان از جو فعال بازار سرمایه برای توسعه بیشتر شرکت‌ها کمک می‌کند. یافته‌های این مطالعه ادبیات مربوط به عملکرد توسعه پایدار شرکت و احساسات بازار را گسترش می‌دهد.

نتایج این تحقیق شواهد تجربی مبنی بر اینکه اعمال عملکرد توسعه پایدار می‌تواند بر عملکرد مالی و غیرمالی شرکت تأثیر بگذارد ارائه نمود که همسو با مطالعات زارع بهنمیری و همکاران (۱۴۰۱)، هیکسیا (۲۰۱۸)، ناقتون و همکاران (۲۰۱۹)، وونگ (۲۰۲۲)، شن و همکاران (۲۰۲۲) و ژانگ و وانگ (۲۰۲۲) می‌باشد. تفاوت این مطالعه با مطالعات گذشته در این است که این پژوهش تأثیر فعالیت‌های عملکرد توسعه پایدار را در ابعاد مختلف و به‌طور همزمان بر احساسات سرمایه‌گذاران بررسی می‌کند. همان‌گونه که نتایج نشان می‌دهد، اقدامات عملکرد توسعه پایدار در زمینه اجتماعی، اقتصادی و حاکمیت شرکتی باعث افزایش تمایل سرمایه‌گذاری در شرکت می‌شود و سرمایه‌گذاران با عملکرد خوب شرکت‌ها در هر یک از این زمینه‌ها، جذب می‌شوند.

افزون بر این، در رابطه با فرضیه دوم نتایج مطالعه حاضر، انتقال شور و احساس سرمایه‌گذاران به احساس و اعتماد مدیران داخلی را نیز تایید کرد که با اعتماد بیش از حد مدیریت منعکس شده است. به عبارتی دیگر، نتایج نشان داد که شاخص‌های نرخ گردش مالی سهام بازار و صرف سود تقسیمی به عنوان شاخص‌های احساس سرمایه‌گذار، بر بیش اعتمادی مدیریت تاثیر مستقیم و مثبتی دارد.

این نتایج نشان می‌دهد که احساسات بالاتر سرمایه‌گذاران باعث افزایش بیش اعتمادی مدیران می‌شود. این نتایج با ادبیات موجود مربوط به احساسات سرمایه‌گذار و عملکرد سنتی شرکت سازگار است (براون و کلیف، ۲۰۰۵؛ وونگ، ۲۰۲۲)، به این معنا که منبع اعتماد بیش از حد مدیریتی ممکن است بهبود عملکرد سنتی شرکت باشد. یافته‌های پژوهش حاضر واکنش‌های غیرعادی مدیران به احساسات سرمایه‌گذار را نمایان می‌کند، که ممکن است محرک توسعه پایدار شرکت‌ها باشد، زیرا اعتماد بیش از حد مدیریتی ممکن است باعث نوآوری‌های بیشتر، ورودی تحقیق و توسعه بیشتر و عملکرد قابل پیش‌بینی بالاتر شود.

به‌طور کلی، یافته‌های تحقیق حاضر به ادبیات عملکرد توسعه پایدار و عملکرد مالی رفتاری کمک می‌کند و دید جامع‌تری از موضوعات گسترده در توسعه پایدار شرکت ارائه می‌دهد. از یک طرف، عملکرد بهتر در سه بعد توسعه پایدار شرکتی، یعنی ابعاد اجتماعی، اقتصادی و حاکمیت شرکتی، تأثیر مثبتی بر احساسات سرمایه‌گذاران خواهد داشت. این یافته بیان می‌کند که چگونه فعالیت‌های عملکرد توسعه پایدار خوب ممکن است انتظارات بالاتری را از سرمایه‌گذاران بازار ایجاد کند.

افزون بر این، این اثر القایی بر احساسات سرمایه‌گذاران به انتظارات بالاتر مدیران از شرکت‌ها منتقل می‌شود که با اعتماد بیش از حد مدیران منعکس می‌شود. این انتقال احساس و اشتیاق توصیف می‌کند که چگونه تصمیم درونی منطقی شرکت، که توسط فعالیت‌های عملکرد توسعه فعال منعکس می‌شود، به احساسات ظاهراً غیرمنطقی مدیران منتقل می‌شود که توسط بیش از حد اعتمادی مدیریت منعکس می‌شود. بنابراین، این مطالعه یک چارچوب مقدماتی برای محققانی ارائه می‌کند که می‌خواهند نقش سایر متغیرهای مهم مطالعات مدیریت یا پایداری شرکت را در روابط مختلف بررسی کنند.

فعالیت‌های عملکرد توسعه پایدار می‌تواند یک استراتژی عملی برای شرکت‌ها باشد تا از طریق آن اعتماد سرمایه‌گذاران را جلب کنند که به نوبه خود می‌تواند منبع شور و هیجان مدیران باشد و توسعه شرکت‌ها را تسریع کند. از سوی دیگر، جلوگیری از اعتماد بیش از حد مدیریتی در شرایط سرمایه‌گذاری بیش از حد، نیز حائز اهمیت می‌باشد که ممکن است به جلوگیری از برخی تصمیمات ریسک غیرمنطقی کمک کند. بنابراین، پیشنهاد می‌شود علاوه بر ابزارهای رایج تحلیلی مانند تحلیل بنیادی که در بازار استفاده می‌شود، احساسات سرمایه‌گذاران نیز با شاخص‌های نظیر نرخ گردش مالی سهام در بازار و صرف سود تقسیمی سهام که در این پژوهش نیز مورد استفاده قرار گرفت، بررسی، اندازه‌گیری و مورد تحلیل قرار گیرد. همچنین، به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌شود دوره‌های احساسات را در نظر گرفته و آگاهانه‌تر عمل کنند، به عبارتی دیگر، سرمایه‌گذاران باید با شناسایی دوران با احساسات بالا، سرمایه‌گذاری کمتری داشته باشند و یا در شرکت‌های سرمایه‌گذاری کنند که اعتماد به نفس مدیران آن کمتر باشد، چرا که در دوره‌های با احساسات بالای سرمایه‌گذاران اعتماد مدیریت بیش از حد خواهد بود و در نتیجه بر عملکرد شرکت تأثیر خواهد گذاشت. علاوه بر این، سیاست‌گذاران می‌توانند از طریق شناسایی دوره‌های مختلف احساسات سرمایه‌گذاران، عملکرد مدیران را از طریق چگونگی و میزان سرمایه‌گذاری در دارایی‌ها شناسایی نموده و از ریزش شدید بازار به دلیل احساسات منفی حاکم بر بازار جلوگیری کنند.

افزون بر این، به پژوهشگرانی که به مطالعه در این حوزه تحقیقاتی علاقه‌مندند پیشنهاد می‌شود احساسات سرمایه‌گذاران را با استفاده از سایر روش‌های موجود مانند معیارهای تعداد

عرضیه اولیه سهام و ... مورد بررسی قرار داده و با مقایسه نتایج با مطالعه حاضر، به نتایج دقیق تر و جامع تری دست یابند. همچنین، مطالعات آتی می توانند از طریق بومی سازی مدل احساسات سرمایه گذاران به نتایج دقیق تری برای بازار سرمایه ایران به دست یابند. افزون بر این، پژوهشگران می توانند سایر شاخص های عملکرد توسعه پایدار از جمله کیفیت افشای اطلاعات، عدم تقارن اطلاعاتی و مسائل زیست محیطی را نیز به مدل اضافه نمایند.

این مطالعه همانند هر مطالعه ای، محدودیت هایی نیز به همراه دارد که ممکن است در نتایج و تفسیر آن مشکلاتی برای استفاده کنندگان به وجود آورد. از جمله این که تنوع ذینفعان شرکتها و تنوع بین شرکتها در صنایع مختلف به طور طبیعی بر سطح واقعی ابعاد عملکرد توسعه پایدار شرکتها تأثیر می گذارد، که ممکن است به طور کامل و درست توسط برخی از شاخص های عملکرد توسعه پایدار اندازه گیری نشود. علاوه بر این، با توجه به ماهیت و نحوه اندازه گیری احساسات سرمایه گذاران و بیش اعتمادی مدیران که تخمین زده شده، بنابراین نتایج می تواند تحت تأثیر برآورد و اندازه گیری این متغیرها تحت روش های مختلف قرار گیرد.

#### یادداشتها

1. Xu et al.
2. Shen et al.
3. Lins et al.
4. Valdez-Juárez et al.
5. Shu et al.
6. Kiron et al
7. Liu & Zhang
8. Wu & Shen
9. Santos-Jaén et al.
10. Benlemlih & Bitar
11. Albuquerque et al.
12. Krüger.
13. Zhai et al.
14. Lee & Seo
15. Gallardo-Vázquez et al.
16. Hajiali et al.
17. Social Exchange Theory et al.
18. Lee & Kim
19. Brown & Cliff
20. Vuong et al.
21. Baker et al.
22. Roll
23. Galasso & Simcoe
24. Hirshleifer et al.
25. Kim et al.
26. Schrand & Zechman
27. Malmendier & Tate
28. Adam et al.
29. Baker & Wurgler
30. Haixia
31. Naughton
32. Vuong
33. Zhang & Wang
34. Gao et al.
35. Dhasmana et al.

## منابع

## الف. فارسی

- آقایی، محمد علی و امری اسرمی، محمد. (۱۴۰۰)، تأثیر بیش اعتمادی مدیریت بر رابطه بین نگهداشت وجه نقد با بازده مازاد، *نشریه مطالعات تجربی حسابداری مالی*، ۱۸(۷۲)، ۵۷-۷۷.
- اصغری، ابراهیم، عباسیان فریدونی، محمدمهدی و نسل موسوی، سید حسین. (۱۳۹۹). تأثیر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران بر درجه نقدشوندگی بازار سهام. *مجله پیشرفت‌های حسابداری*، ۱۱۲(۱). ۱-۲۷.
- بابائی، فاطمه، رحمانی، علی، همایون، سعید و امین، وحید. (۱۴۰۰). رابطه بین عملکرد پایداری شرکتی و ارزش شرکت: با تأکید بر نقش امتیاز افشا و اندازه شرکت، *مجله دانش حسابداری*، ۱۱۲(۳)، ۱-۲۷.
- تلخابی، فاطمه، طالب نیا، قدرت اله و رویایی، رضانعلی. (۱۳۹۹). بررسی عدم کاربرد الگوهای حق‌الزحمه حسابرسی مستقل در برآورد و پیش‌بینی. *پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی*، ۱۲(۴۶)، ۱۶۳-۲۰۲.
- حساس یگانه، یحیی، باباجانی، جعفر، تقوی‌فرد، محمد تقی و آرین پور، آرش. (۱۳۹۷). تحلیل عملکرد پایدار زیست محیطی و تأثیر آن بر هزینه سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، *دوفصلنامه علمی حسابداری ارزشی و رفتاری*، ۳(۵)، ۱-۳۹.
- حسن‌زاده دیوا، سید مصطفی و بولو، قاسم. (۱۴۰۰). تأثیر گرایش احساسی سرمایه‌گذاران بر ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری، *پیشرفت‌های حسابداری* (۲)، ۱۳۲-۹۷.
- حسینی معصوم، محمدرضا، گرکز، منصور، سعیدی، پرویز و معطوفی، علیرضا. (۱۳۹۹). تحلیل رابطه عملکرد توسعه پایدار و رفتارهای غیراخلاقی مدیران در دستکاری سود، *اخلاق در علوم و فناوری*، ۱۵(۲)، ۱۳۲-۱۳۹.
- دیانتی دیلمی، زهرا و غفاریان قدیم، مهسا. (۱۳۹۵). بررسی رابطه سبزبودن زنجیره تأمین با ارزش شرکت‌های تولیدی، *نشریه دانش حسابداری مالی*، ۳(۱)، ۴۷-۶۷.
- رشیدی، محسن و حسینی، حنیف. (۱۴۰۱). تأثیر احساسات سرمایه‌گذاران بر فعالیت‌های مسئولیت اجتماعی شرکت، *حسابداری و منافع اجتماعی*، ۱۲(۲)، ۱۷۱-۱۹۲.
- رهنمای رودپشتی، فریدون، هیبتی، فرشاد، طالب‌نیا، قدرت اله و نبوی چاشمی، سیدعلی. (۱۳۹۱)، ارائه الگوی سنجش تأثیر مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی بر مدیریت سود در بورس اوراق بهادار تهران، *نشریه حسابداری مدیریت*، ۵(۱)، ۷۹-۱۰۰.
- زارع بهنمیری، محمد جواد، نظری شمس‌آبادی، احمد و بیکی، نیلوفر. (۱۴۰۱)، مسئولیت‌پذیری

اجتماعی و احساسات سرمایه‌گذاران با رویکرد معادلات همزمان، نشریه حسابداری و منافع اجتماعی، ۱۲(۱)، ۶۱-۸۰.

شفاعت، احمدرضا، کاشانی پور، محمد، غلامی جمکرانی، رضا و جهانگیرنیا، حسین. (۱۴۰۰). تاثیر متغیر تیپ شخصیتی مدیران بر مدیریت سود و نقش تعدیلی آن در رابطه بین مدیریت سود با افشای مسئولیت‌های اجتماعی شرکت. دو فصلنامه علمی حسابداری ارزشی و رفتاری، ۱۲(۶)، ۳۰۸-۳۴۳.

غلامی جمکرانی، رضا، اکبری، زهرا و بختیاری، مسعود. (۱۳۹۸). بررسی رابطه بین احساسات سرمایه‌گذار، جسارت در پیش‌بینی سود سهام و عملکرد آتی شرکت، نشریه دانش سرمایه‌گذاری، ۸(۳)، ۲۷۱-۲۸۶.

محمدزاده، حمیده. (۱۴۰۰). رابطه بین گرایش احساسی سرمایه‌گذاران و پیش‌بینی‌های سود توسط مدیریت، نشریه چشم‌انداز حسابداری و مدیریت، ۴(۴۰)، ۵۱-۶۴.

منتظری نجف آبادی، رضا، مرادی شهدادی، خسرو و حاجیها، زهرا. (۱۴۰۲). بررسی احساسات سرمایه‌گذاران (خرد و نهادی) بر نوآوری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. نشریه علمی رویکردهای پژوهشی نوین مدیریت و حسابداری، ۷(۲۶)، ۱۳۶-۱۵۰.

یوسفی اصل، فرزانه، حاجیان، نجمه و صفری خالکیاسری، محبوبه. (۱۴۰۱). بررسی رابطه بین گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران و سوگیری در پیش‌بینی سود مدیران، نشریه پژوهش‌های تجربی حسابداری، ۱۲(۱)، ۱-۲۶.

#### ب. انگلیسی

Adam, T. R., Fernando, C. S. & Golubeva, E. (2015). Managerial overconfidence and corporate risk management. *Journal of Banking and Finance*, 60, 195-208.

Aghaei, M. A., Amri Asrami, M. (2021), The effect of management overconfidence on the relationship between cash holdings and excess returns, *Journal of Empirical Studies in Financial Accounting*, 18(72), 57-77 (In Persian).

Albuquerque, R., Koskinen, Y., & Zhang, C. (2019). Corporate social responsibility and firm risk: Theory and empirical evidence. *Management Science*, 65(10), 4451-4469.

Asghari, E., Abbasian Faridouni, M. M., Nasl Mousavi, S. H. (2020). The effect of emotional tendencies of investors on the degree of liquidity of the stock market. *Journal of Accounting Advances*, 12(1). 1-27 (In Persian).

Babaei, F., Rahmani, A., Homayun, S., Amin, V. (2021). The relationship between corporate sustainability performance and firm value: with emphasis on the role of disclosure score and firm size, *Journal of*

- Accounting Knowledge*, 12(3), 1-27 (In Persian).
- Baker, M., & Wurgler, J. (2006). Investor sentiment and the cross-section of stock returns. *The Journal of Finance*, 61(4), 1645-1680.
- Baker, M., Wurgler, J. & Yuan, Y. (2012). Global, local, and contagious investor sentiment. *Journal of financial economics*, 104(2), 272-287.
- Benlemlih, M., & Bitar, M. (2018). Corporate social responsibility and investment efficiency. *Journal of business ethics*, 148, 647-671.
- Brown, G. W., & Cliff, M. T. (2005). Investor sentiment and asset valuation. *The Journal of Business*, 78(2), 405-440.
- Cormier, D., Ledoux, M. J. & Magnan, M. (2011). The informational contribution of social and environmental disclosures for investors. *Management Decision*, 49(8), 1276-1304.
- Deyanti Deilami, Z., Ghafarian ghadim, M. (2016), Investigating the relationship between the greenness of the supply chain and the value of manufacturing companies, *Danesh Journal of Financial Accounting*, 3(1), 47-67 (In Persian).
- Dhasmana, S., Ghosh, S., & Kanjilal, K. (2023). Does investor sentiment influence ESG stock performance? Evidence from India. *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 37, 100789.
- Galasso, A., & Simcoe, T. S. (2011). CEO overconfidence and innovation. *Management science*, 57(8), 1469-1484.
- Gallardo-Vázquez, D., Valdez-Juárez, L. E. & Castuera-Díaz, Á. M. (2019). Corporate social responsibility as an antecedent of innovation, reputation, performance, and competitive success: A multiple mediation analysis. *Sustainability*, 11(20), 56-64.
- Gao, J., Hartmann, F. G. H., Zhang, M., & Chen, Y. (2023). The impact of CSR performance and CSR disclosure readability on investors' earnings estimates. *Accounting & Finance*, 63, 1157-1186.
- Gholami Jamkarani, R., Akbari, Z., Bakhtiari, M. (2019), Investigating the relationship between investor sentiment, boldness in dividend forecasting and future company performance, *Investment Science Journal*, 8(3), 271-286 (In Persian).
- Haixia, Y. (2018). Investor sentiment, managerial overconfidence, and corporate Investment Behavior. *International Journal of Social Science and Economic Research*, 1, 858-868.
- Hajjali, I., Kessi, A. M. F., Budiandriani, B., Prihatin, E. & Sufri, M. M. (2022). Determination of work motivation, leadership style, employee competence on job satisfaction and employee performance. *Golden Ratio of Human Resource Management*, 2(1), 57-69.
- Hirshleifer, D., Low, A. & Teoh, S. H. (2012). Are overconfident CEOs better innovators? *The Journal of Finance*, 67(4), 1457-1498.
- Hassanzadeh Diwa, S. M., Bolo, Q. (2021). The effect of investors' emotional

- tendency on the value relevance of accounting information, *accounting developments* (2) 13. 97-122 (In Persian).
- Hassas Yeganeh, Y., Babajani, J., Taghavifard, M. T., Arinpour, A. (2017). Analysis of sustainable environmental performance and its effect on the cost of capital of companies listed on the Tehran Stock Exchange, *two scientific quarterly journals of value and behavioral accounting*, 3(5), 1-39 (In Persian).
- Hosseini Masoum, M. R., Garkaz, M., Saeedi, P., Matoufi, A. (2020), Analysis of the relationship between sustainable development performance and managers' unethical behaviors in profit manipulation, *Ethics in Science and Technology*, 15(2), 132-139 (In Persian).
- Kim, H. A., Choi, S. U. & Choi, W. (2022). Managerial overconfidence and firm profitability. *Asia-Pacific Journal of Accounting and Economics*, 29(1), 129-153.
- Kiron, D., Kruschwitz, N., Haanaes, K., Reeves, M., & Goh, E. (2013). The innovation bottom line. MIT Sloan Management Review.
- Krüger, P. (2015). Corporate goodness & shareholder wealth. *Journal of Financial Economics*, 115(2), 304-329.
- Lee, J., & Kim, E. (2021). Would overconfident CEOs engage more in environment, social, and governance investments? With a focus on female representation on boards. *Sustainability*, 13(6), 3373, Available at: <https://doi.org/10.3390/su13063373>.
- Lee, S. Y. & Seo, Y. W. (2017). Corporate social responsibility motive attribution by service employees in the parcel logistics industry as a moderator between CSR perception and organizational effectiveness. *Sustainability*, 9(3), 355, Available at: <https://doi.org/10.3390/su9030355>.
- Lins, K. V., Servaes, H. & Tamayo, A. (2017). Social capital, trust, and firm performance: The value of corporate social responsibility during the financial crisis. *The Journal of Finance*, 72(4), 1785-1824.
- Liu, X., & Zhang, C. (2017). Corporate governance, social responsibility information disclosure, and enterprise value in China. *Journal of Cleaner Production*, 142, 1075-1084.
- Malmendier, U. & Tate, G. (2005). CEO overconfidence and corporate investment. *The journal of finance*, 60(6), 2661-2700.
- Mohammadzadeh, H. (2021), The Relationship Between Investors' Emotional Orientation and Management's Earnings Forecasts, *Journal of Accounting and Management Perspectives*, 4(40), 51-64 (In Persian).
- Montazeri Najafabadi, R., Moradi Shahdadi, Kh., Hajiha, Z. (2023). Investigating the sentiments of investors (retail and institutional) on the innovation of companies admitted to the Tehran Stock Exchange. *Scientific Journal of New Management and Accounting Research Approaches*, 7(26),

- 136-150 (In Persian).
- Naughton, J. P., Wang, C. & Yeung, I. (2019). Investor sentiment for corporate social performance. *The Accounting Review*, 94(4), 401-420.
- Rahnamae Rudpashti, F., Hibti, F., Talebnia, Q., Nabavi Cheshmi, S. A. (2012), providing a model for measuring the impact of corporate governance mechanisms on profit management in Tehran Stock Exchange, *Management Accounting Journal*, 5(1), 79-100 (In Persian).
- Rashidi, M., Hosseini, H. (2022). The impact of investor sentiment on corporate social responsibility activities, *Accounting and Social Interest*, 12(2), 171-192 (In Persian).
- Roll, R. (1986). The hubris hypothesis of corporate takeovers. *Journal of Business*, 1, 197-216.
- Santos-Jaén, J. M., León-Gómez, A. & Serrano-Madrid, J. (2021). The effect of corporate social responsibility on earnings management: Bibliometric review. *International Journal of Financial Studies*, 9(4), 68, Available at: <https://doi.org/10.3390/ijfs9040068>.
- Schrand, C. M., & Zechman, S. L. (2012). Executive overconfidence and the slippery slope to financial misreporting. *Journal of Accounting and economics*, 53(1-2), 311-329.
- Shafaat, A. R., Kashanipour, M., Gholami Jamkarani, R., Jahangirnia, H. (2022). The variable effect of managers' personality type on profit management and its moderating role in the relationship between profit management and corporate social responsibility disclosure. *Two scientific quarterly journals of value and behavioral accounting*, 6(12), 343-308 (In Persian).
- Shen, C., Fang, B. & Zhou, X. (2022). The relationship between corporate sustainable development performance, investor sentiment, and managerial overconfidence. *Sustainability*, 14(17), 10606, Available at: <https://doi.org/10.3390/su141710606>.
- Shu, P. G., Yeh, Y. H., Chiang, T. L. & Hung, J. Y. (2013). Managerial overconfidence and share repurchases. *International Review of Finance*, 13(1), 39-65.
- Talkhabi, F., Talibnia, Q., Royaei, R. A. (2020). Investigating the non-use of independent audit fee patterns in estimation and forecasting. *Financial Accounting and Audit Research*, 12(46), 163-202 (In Persian).
- Valdez-Juárez, L. E., Gallardo-Vázquez, D. & Ramos-Escobar, E. A. (2019). Organizational learning and corporate social responsibility drivers of performance in SMEs in Northwestern Mexico. *Sustainability*, 11(20), 5655, Available at: <https://doi.org/10.3390/su11205655>.
- Vuong, N. B. (2022). Investor sentiment, corporate social responsibility, and



- financial performance: Evidence from Japanese companies. *Borsa Istanbul Review*, 22(5), 911-924.
- Wu, M. W., & Shen, C. H. (2013). Corporate social responsibility in the banking industry: Motives and financial performance. *Journal of Banking and Finance*, 37(9), 3529-3547.
- Xu, X. L., Li, J., Wu, D. & Zhang, X. (2021). The intellectual capital efficiency and corporate sustainable growth nexus: comparison from agriculture, tourism and renewable energy sector. *Environment, Development and Sustainability*, 1, 1-19.
- Yousefi Asl, F., Hajian, N., Safari Khalkiasri, M. (2022), Investigating the relationship between investors' emotional tendencies and bias in managers' profit forecasting. *Journal of Experimental Accounting Research*, 12(1), 1-26 (In Persian).
- Zare Behmiri, M. J., Nazari Shamsabadi, A., Biki, N. (2022), Social responsibility and investor sentiments with a simultaneous equations approach, *Journal of Accounting and Social Interest*, 12(1), 61-80 (In Persian).
- Zhai, H., Xiao, M., Chan, K. C. & Liu, Q. (2022). Physical proximity, corporate social responsibility, and the impact of negative investor sentiment on stock returns: Evidence from COVID-19 in China. *International Review of Finance*, 22(2), 308-314.
- Zhang, J., & Wang, Y. (2022). How to improve the corporate sustainable development? The importance of the intellectual capital and the role of the investor confidence. *Sustainability*, 14(7), 3749, Available at: <https://doi.org/10.3390/su14073749>.