



The impact of Corporate Social Responsibility on Financial Performance: The Moderating role of Investor Sentiments

Maedeh El-Sadat Shaker Ardakani¹, Dr. Zohreh Arefmanesh^{2*},
Mohammad Mahdi Bozorg³

1. MSc of accounting, Yazd university, Yazd, Iran. msardakan1999@gmail.com
2. Associate Professor, Department of Accounting and finance, Faculty of Economics, management and Accounting, Yazd University, Yazd, Iran. Arefmanesh@yazd.ac.ir
3. PhD. student in Finance-Financial Engineering, Yazd university, Yazd, Iran. mmbozorg@stu.yazd.ac.ir

ARTICLE INFO	ABSTRACT
Received: 2024-12-24 Revised: 2025-07-03 Accepted: 2025-08-05	This study examines the impact of corporate social responsibility (CSR), across human resources, community responsibilities, products and services, customer orientation, and energy efficiency, on financial performance, and the moderating role of investor sentiment. Data from 179 firms, systematically sampled from 737 companies listed on the Tehran Stock Exchange from 2016 to 2023, were analyzed using multivariate regression in EViews software. Findings show that CSR positively affects financial performance, with investor sentiment enhancing this relationship. Strong investor relationships improve financial outcomes and trust in investment decisions. Firms with robust CSR activities foster investor optimism, gaining a competitive advantage over less engaged rivals.
* Corresponding author: Dr. Zohreh Arefmanesh Associate Professor, Department of Accounting and finance, Faculty of Economics, management and Accounting, Yazd University, Yazd, Iran. Email: Arefmanesh@yazd.ac.ir	

1. Introduction

Financial performance, a key driver of corporate sustainability and long-term viability, reflects a firm's efficiency in generating revenues and profits (Barney, 1991). It is assessed via metrics like return on assets

(ROA), return on equity (ROE), and return on sales (ROS), critical for stakeholders such as managers, investors, and creditors. Corporate social responsibility (CSR) is a strategic imperative, enhancing stakeholder trust, competitive advantage, and growth. CSR reflects a firm's commitment to ethical conduct, environmental stewardship, and social engagement, positively affecting financial performance by improving reputation and attracting responsible investors (Orlitzky et al., 2003). Investor sentiment, a behavioral finance construct, shapes investment decisions and market dynamics (Baker & Wurgler, 2006). It drives asset pricing beyond fundamentals and influences perceptions of CSR initiatives, moderating their financial impact. This study investigates how CSR affects financial performance and whether investor sentiment moderates this relationship, providing evidence on CSR's effectiveness under varying market sentiments in the Iranian context.

2. Hypotheses

The research hypotheses are as follows:

H1: Corporate social responsibility positively affects financial performance.

H2: Investor sentiment moderates the relationship between corporate social responsibility and financial performance.

3. Methods

This quantitative, longitudinal study adopts a deductive–inductive design, covering 2016 to 2023. The independent variable is corporate social responsibility (CSR), measured across five dimensions (human resources, community responsibilities, products and services, customer orientation, energy efficiency), with financial performance (ROA, ROE, ROS) as the dependent variable and investor sentiment as the moderating variable. Control variables include firm size, board structure, financial leverage, and market-to-book ratio. Data were extracted from Rahavard Novin, Codal, and TSE Client systems. From 737 firms listed on the Tehran Stock Exchange, 179 were selected via systematic sampling. Multicollinearity was assessed using the Variance Inflation Factor (VIF), confirming its absence. Chow and Hausman tests determined the appropriate panel data model, estimated using EViews.

4. Results

H1: CSR positively affects financial performance, with significant effects ($p < 0.05$) across ROA, ROE, and ROS, supporting H1. H2: Investor sentiment significantly moderates the CSR–financial performance relationship for ROA and ROE, with significant interaction terms, but not for ROS, partially supporting H2.

5. Conclusion

This study demonstrates that CSR, through its human resources, community, product, customer, and energy efficiency dimensions, positively influences financial performance, particularly under favorable investor sentiment. Firms with robust CSR practices achieve superior financial outcomes, due to enhanced stakeholder engagement and investor confidence. Investor sentiment influences how CSR efforts are valued, amplifying financial benefits during optimistic periods and weakening them during pessimistic ones. Managers should align CSR strategies with investor expectations, leveraging transparent communication to maximize financial returns. Policymakers should promote CSR adoption to enhance market efficiency and investor trust. Future research could explore how governance mechanisms interact with CSR and sentiment.

Keywords: Corporate social responsibility, financial performance, investor sentiment, competitive advantage, social performance.



تأثیر مسئولیت اجتماعی شرکت بر عملکرد مالی: نقش تعدیل‌کننده

احساسات سرمایه‌گذار

مأنده السادات شاکر اردکانی^۱، دکتر زهره عارف منش^{۲*}، محمد مهدی بزرگ^۳

چکیده: تأثیر مسئولیت اجتماعی شرکت بر عملکرد مالی و نقش تعدیل‌کننده احساسات سرمایه‌گذار با استفاده از ابعاد پنج‌گانه مسئولیت اجتماعی شامل منابع انسانی، مسئولیت‌های جامعه، محصولات و خدمات، مشتریان و انرژی سنجیده شد. ۷۳۷ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۵ تا ۱۴۰۲ انتخاب و با روش حذف سیستماتیک، تعداد ۱۷۹ شرکت به‌عنوان نمونه نهایی برآورد شد. داده‌ها از طریق سند کاوی گردآوری و با نرم‌افزار ایویوز و مدل رگرسیون چند متغیره تحلیل شدند. یافته‌ها نشان داد که مسئولیت اجتماعی با عملکرد مالی شرکت‌ها رابطه مثبت و معنادار دارد و احساسات سرمایه‌گذار، اثر مسئولیت اجتماعی را تقویت می‌کند. ایجاد روابط مناسب با سرمایه‌گذاران می‌تواند عملکرد مالی شرکت‌ها را بهبود بخشد و اعتماد آنان را در سرمایه‌گذاری افزایش دهد. شرکت‌هایی که فعالیت‌های مسئولیت اجتماعی بالایی دارند، با ایجاد حس خوش‌بینی در سرمایه‌گذاران، می‌توانند نسبت به رقبای خود که کمتر به این فعالیت‌ها می‌پردازند، برتری و مزیت رقابتی کسب کنند.

واژه‌های کلیدی: مسئولیت اجتماعی، عملکرد مالی، احساسات سرمایه‌گذار، مزیت رقابتی، عملکرد اجتماعی.

۱. مقدمه

از جمله عوامل مهم برای پایداری و بقای شرکت‌ها، عملکرد مالی آن‌ها است که به‌عنوان یک شاخص کلی از سلامت مالی یک شرکت در دوره معین، همواره مورد توجه مدیران، کارکنان،

۱. کارشناسی ارشد حسابداری دانشگاه یزد، یزد، ایران

۲. دانشیار بخش حسابداری و مالی، دانشکده اقتصاد، مدیریت و حسابداری، دانشگاه یزد، یزد، ایران. (نویسنده مسئول)

Arefmanesh@yazd.ac.ir

mmbozorg@stu.yazd.ac.ir

۳. دانشجوی دکتری تخصصی مهندسی مالی، دانشگاه یزد، یزد، ایران.

پذیرش: ۱۴۰۴/۰۵/۱۴

اصلاحات نهایی: ۱۴۰۴/۰۴/۱۲

دریافت: ۱۴۰۳/۱۰/۰۴

اعتباردهندگان، سرمایه‌گذاران و غیره قرار می‌گیرد. عملکرد مالی شرکت‌ها به اثربخشی و کارایی آن‌ها در استفاده از دارایی‌ها و سرمایه برای ایجاد درآمد و سود اشاره دارد که با چندین معیار سودآوری (بازده دارایی‌ها، بازده حقوق صاحبان سهام و غیره) و نسبت‌های گردش مالی (نسبت گردش دارایی‌ها، نسبت گردش دارایی‌های ثابت و غیره) اندازه‌گیری می‌شود (ژنگ^۱ و همکاران، ۲۰۲۱). عملکرد مالی شاخصی است که موجب ارزیابی کلی از نتایج عملکرد شرکت و وضعیت مالی آن شده و اخذ تصمیمات منطقی را در پی دارد (غفاری فرد و زاهدی، ۱۳۹۸).

در دهه‌های اخیر، مفهوم مسئولیت اجتماعی شرکت (CSR)^۲ به عنوان یک رویکرد راهبردی در جهت پایداری سازمانی و جلب اعتماد ذی‌نفعان مورد توجه روزافزون قرار گرفته است. مطالعات متعددی نشان داده‌اند که اجرای فعالیت‌های مسئولیت‌پذیر اجتماعی می‌تواند به بهبود تصویر ذهنی شرکت، افزایش وفاداری مشتریان و در نهایت، ارتقای عملکرد مالی شرکت منجر شود (فرید^۳ و همکاران، ۲۰۱۵). روابط مناسب شرکت با سایر گروه‌های ذینفع باعث می‌شود که شرکت به مزیت رقابتی، رشد و سودآوری دست یابد. در چند سال گذشته، با مطرح شدن مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها نسبت به جامعه و ذینفعان خود، رابطه‌ی بین شرکت‌ها و ذینفعان مهم‌تر گردید و ثابت شد که می‌تواند به عنوان عاملی ضروری، به تداوم شرکت و سازمان در بلندمدت منجر شود (حیدری کرد زنگنه و همکاران، ۱۳۹۶). مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها توسط کمیسیون ملی اروپا به عنوان مفهومی شناخته می‌شود که علاوه بر گزارشگری فعالیت‌های تجاری، باید به گزارشگری اجتماعی، تعامل با ذینفعان و مسائل زیست محیطی هم بپردازد (پورعلی و حجامی، ۱۳۹۳). مسئولیت اجتماعی شرکتی به شرکت اجازه می‌دهد خود را دوستدار محیط زیست و ذینفعان خود نشان داده و به مزیت رقابتی دست یابد (میسکوا و هاجک^۴، ۲۰۱۹).

امروزه سرمایه‌گذاران برای تصمیم‌گیری در خصوص خرید یا فروش سهام شرکت‌ها، علاوه بر سود دهی و عملکرد مالی آن‌ها، عوامل دیگری همچون گزارشگری مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها را هم در نظر می‌گیرند؛ پس شرکت‌ها باید خود را جزئی از اجتماع بدانند و نسبت به آن‌ها احساس مسئولیت کرده و رفاه جامعه را به گونه‌ای مستقل از منافع خود افزایش دهند (حیدری کرد زنگنه و همکاران، ۱۳۹۶). از نظر زارع بهنمیری و همکاران (۱۴۰۱) توجه شرکت‌ها به ادای مسئولیت نسبت به فعالیت‌های اجتماعی در تمامی جهات، تاثیر شایانی بر عملکرد و بازده آن‌ها خواهد داشت. وادوک^۵ و همکاران (۲۰۱۵) بیان کردند که شرکت‌های مسئولیت‌ناپذیر به احتمال زیاد عملکرد مالی مناسبی نداشته و در بلندمدت درآمدزایی چندانی نخواهند داشت. به عقیده چه

اوانگ^۶ (۲۰۱۷) شرکت‌ها برای گزارشگری مسئولیت اجتماعی انگیزه‌هایی همانند: کاهش ریسک مالی و عملیاتی، بهبود اعتماد و همکاری متقابل، جریمه‌های پایین‌تر، شهرت بالاتر، عدم تقارن اطلاعاتی کمتر، کاهش خطرات اجتماعی و زیست‌محیطی، ایجاد روابط سیاسی قوی‌تر با دولت‌ها و غیره دارند. شرکت‌هایی با سطح مسئولیت اجتماعی بالا تمایل دارند از رقبای خود که هیچ استراتژی مسئولیت اجتماعی در طولانی مدت ندارند؛ پیشی بگیرند. از نظر سرمایه‌گذار، شرکتی که در مسئولیت و عملکرد اجتماعی سرمایه‌گذاری می‌کند، به دلیل احتمال کمتر رسیدگی قضائی، رسوایی‌های زیست محیطی یا رفتار نادرست با مشتریان و کارکنان، برای سرمایه‌گذاری جذاب‌تر است (پوتاپو^۷ و همکاران، ۲۰۲۱).

حرکت در مسیر مسئولیت‌های اجتماعی به‌عنوان عاملی ضروری یاد می‌شود که منجر به تداوم شرکت در بلندمدت خواهد شد. گزارشگری مسئولیت اجتماعی ابزاری جهت پاسخگویی شرکت‌ها در قبال عملکردشان است. در همین راستا لیز^۸ و همکاران (۲۰۱۵) اثر علامت‌دهی گزارشگری مسئولیت اجتماعی را بررسی کرده و دریافته‌اند که شرکت‌ها زمانی اقدام به افشای مسئولیت اجتماعی می‌کنند که پیش‌بینی‌های آن‌ها خبر از عملکرد مالی مناسبی در آینده بدهد. شرکت‌هایی با عملکرد اجتماعی بالا، مشتریان و سرمایه‌گذاران بیشتری را جذب کرده و عملکرد مالی بهتری را تجربه می‌کنند (باگنولی و واتس^۹، ۲۰۰۳). از نظر باربریس و شلیفر^{۱۰} (۲۰۰۳) سرمایه‌گذاران جهت سرمایه‌گذاری، شرکت‌هایی را بر اساس احساسات خود انتخاب می‌کنند که به فعالیت‌های مسئولیت اجتماعی توجه لازم را داشته باشند. شرکت‌ها برای جذب احساسات مثبت سرمایه‌گذاران، فعالیت‌های اجتماعی را انجام می‌دهند تا به دنبال ایجاد یک ذهنیت خوب، اعتماد بازار را جلب کرده و از کاهش قیمت سهام خود جلوگیری کنند؛ که این موارد سبب بروز دیدگاه مثبتی در سرمایه‌گذاران می‌شود که موجبات افزایش انگیزه آن‌ها در جهت سرمایه‌گذاری در آن شرکت‌ها را فراهم می‌آورد (ناقتون^{۱۱} و همکاران، ۲۰۱۹).

از طرفی در بازارهای سرمایه نوظهور مانند ایران، که با ویژگی‌هایی چون نوسانات شدید سیاسی و اقتصادی، تحریم‌های بین‌المللی، ضعف در شفافیت اطلاعاتی، نبود تحلیل‌های بنیادین قوی، و غلبه رفتارهای هیجانی سرمایه‌گذاران مواجه است و تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران بیش از آنکه مبتنی بر تحلیل‌های بنیادی باشد، تحت تأثیر هیجانات، اخبار غیررسمی و احساسات حاکم بر بازار قرار دارد، بررسی رابطه بین مسئولیت اجتماعی و عملکرد مالی شرکت‌ها نیازمند توجه به متغیرهای رفتاری از جمله احساسات سرمایه‌گذار است. احساسات سرمایه‌گذار بیانگر حالات

هیجانی، خوش‌بینی یا بدبینی سرمایه‌گذاران نسبت به آینده بازار است، (بیکر و وارگلر^{۱۲}، ۲۰۰۷). تعصبات سیستماتیک در باورهای سرمایه‌گذاران موجب می‌شود تا آنها بر اساس متغیرهای غیر بنیادی معروف به علایق و احساسات به خرید و فروش سهام بپردازند (گل ارضی و پیری، ۱۴۰۱). کینز^{۱۳} (۱۹۳۶) بیان کرد که: "بازار در معرض امواج احساسات خوش‌بینانه و بدبینانه است، که غیرمنطقی و در عین حال مشروع است، جاییکه هیچ مبنای محکمی برای محاسبه صحیح وجود ندارد." از این جمله می‌توان دریافت که اگر بازارهای سرمایه همیشه کارآمد بودند، احساسات نگران‌کننده نبود. احساسات سرمایه‌گذاران، احساس و تمایل کلی بازار یا روانشناسی جمعیتی بازار و سرمایه‌گذاران حاضر در بازار نسبت به یک اوراق بهادار یا بازار مالی خاص است که از طریق فعالیت و حرکت قیمتی اوراق بهادار یا سهام مبادله شده در بازار به دست می‌آید (تهرانی و همکاران، ۱۴۰۰). ژو و نیو^{۱۴} (۲۰۱۶) در مطالعه خود دریافتند که احساسات سرمایه‌گذاران ضمن اثرگذاری بر قیمت سهام، رشد عایدات موردانتظار را هم تغییر می‌دهد. همچنین بائوونگ^{۱۵} (۲۰۲۲) در تحقیق خود دریافت، هنگامی که سرمایه‌گذار خوش‌بین باشد، قیمت سهام بالاتر از ارزش بنیادی خود، و هنگامی که وی بدبین باشد، قیمت سهام پایین‌تر از ارزش بنیادی آن است. بنابراین احساسات سرمایه‌گذار می‌تواند نقش مهمی در چگونگی درک و واکنش بازار نسبت به فعالیت‌های اجتماعی شرکت‌ها ایفا کند. حتی اگر شرکتی فعالیت‌های مسئولانه‌ای انجام دهد، اثرات آن بر عملکرد مالی ممکن است در بازارهای احساسی‌تر به گونه‌ای متفاوت درک و تفسیر شود. بدین ترتیب، مشخص نیست که در چنین محیطی، آیا مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها منجر به خلق ارزش واقعی و بهبود عملکرد مالی می‌شود یا اینکه در بستر هیجانات و انتظارات سرمایه‌گذاران، اثر آن تضعیف یا حتی وارونه می‌گردد. زیرا ممکن است در این محیط اقتصادی میزان اعتماد سرمایه‌گذاران به افشای اطلاعات رسمی شرکت‌ها پایین باشد. بنابراین، بررسی نقش تعدیل‌گر احساسات سرمایه‌گذاران می‌تواند به درک بهتر از اثر مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها بر عملکرد مالی در بازار سرمایه ایران منجر شود. لذا، با توجه به شرایط خاص اقتصاد ایران و اهمیت فزاینده مسائل پایداری و مسئولیت اجتماعی، این پژوهش در پی پاسخ به این پرسش اساسی است که: آیا مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها در بازار سرمایه ایران بر عملکرد مالی آن‌ها تأثیرگذار است و آیا احساسات سرمایه‌گذاران می‌تواند این رابطه را تعدیل کند؟

بسیاری از شرکت‌ها به دلیل فقدان شفافیت و گزارشگری مناسب، ارتباط مؤثری با ذینفعان خود برقرار نمی‌کنند و این موضوع می‌تواند منجر به کاهش اعتماد عمومی و کاهش عملکرد مالی

آن‌ها شود. همچنین، چالش‌های فرهنگی و اجتماعی و نقص در قوانین حمایتی از مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها نیز مانع از اجرای مؤثر این استراتژی‌ها در شرکت‌ها می‌شود. این مسائل نشان‌دهنده ضرورت پژوهش در این حوزه و ارتباط آن با عملکرد مالی در شرکت‌های ایرانی است تا با شفاف‌سازی چگونگی تأثیر احساسات سرمایه‌گذاران بر عملکرد مالی شرکت‌ها، به درک عمیق‌تری از این روابط کمک کند و راهکارهای عملی برای مدیران و سرمایه‌گذاران ارائه دهد.

مطالعات مختلفی از جمله بنی مهد و همکاران (۱۳۸۸)، صنوبر و همکاران (۱۳۸۹)، امیری و وکیل زاده روح الامینی (۱۳۹۳)، کیوانلو و همکاران (۱۳۹۴)، حیدری کرد زنگنه و همکاران (۱۳۹۶)، زندی و فغانی ماکرانی (۱۳۹۷)، امیری و همکاران (۱۳۹۹)، احمدی لنگری و خوزین (۱۴۰۰)، فروغی‌نسب و همکاران (۱۴۰۰) و جعفرپور ایناللو و همکاران (۱۴۰۲) رابطه مسئولیت اجتماعی بر عملکرد مالی شرکت‌ها را مورد بررسی قرار دادند. بر اساس بررسی‌های نویسندگان، تا کنون پژوهش معتبری در ایران جهت بررسی نقش تعدیل‌کننده احساسات سرمایه‌گذاران بر رابطه بین مسئولیت اجتماعی و عملکرد مالی در ایران انجام نشده است. لذا یافته‌های این پژوهش با تبیین نقش تعدیل‌گر احساسات سرمایه‌گذاران در رابطه میان مسئولیت اجتماعی شرکت و عملکرد مالی، به توسعه ادبیات بین‌رشته‌ای در حوزه‌های حسابداری، مالی رفتاری و گزارشگری غیرمالی کمک می‌کند. از بعد نظری، پژوهش حاضر با وارد کردن متغیر احساسی به مدل‌های مالی، شکاف موجود میان مفاهیم رفتاری و سازوکارهای سنتی عملکرد مالی را کاهش می‌دهد. از بعد کاربردی، نتایج تحقیق برای مدیران شرکت‌ها در جهت طراحی استراتژی‌های مسئولیت اجتماعی با هدف بهبود عملکرد مالی، برای سرمایه‌گذاران در تحلیل رفتار بازار و تصمیم‌گیری آگاهانه، و برای نهادهای ناظر در تدوین چارچوب‌های افشای اطلاعات غیرمالی سودمند است.

در ادامه پژوهش، نخست به مبانی نظری و پیشینه پژوهش و ارائه فرضیه‌ها پرداخته می‌شود. سپس، مدل مفهومی پژوهش، روش‌شناسی و یافته‌های پژوهش ارائه می‌گردد و در نهایت بحث و نتیجه‌گیری پژوهش بیان می‌شود.

۲. مبانی نظری و بیان فرضیه‌ها

۲-۱. مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها و عملکرد مالی

به مجموعه‌ای از فعالیت‌های داوطلبانه اطلاق می‌شود (CSR) مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها که شرکت‌ها با هدف پاسخ‌گویی به انتظارات اجتماعی، زیست‌محیطی و اخلاقی فراتر از الزامات

قانونی انجام می‌دهند. به عبارتی، مسئولیت اجتماعی شرکت به معنای ادغام اصول اجتماعی و زیست‌محیطی در استراتژی‌ها و فعالیت‌های تجاری یک شرکت است (میسکوا و هاجک، ۲۰۱۹). بر اساس دیدگاه ذی‌نفعان^{۱۶}، شرکت‌ها برای بهینه‌سازی عملکرد خود باید فراتر از منافع سهامداران، رضایت گروه‌های مختلف ذی‌نفع از جمله مشتریان، کارکنان، جامعه و محیط‌زیست را نیز مدنظر قرار دهند (فریمن^{۱۷}، ۲۰۱۰). این رویکرد می‌تواند به بهبود شهرت سازمان، افزایش وفاداری مشتریان، کاهش ریسک‌های عملیاتی و در نهایت بهبود عملکرد مالی منجر شود (پورتر و کارمر^{۱۸}، نیز شرکت‌ها از طریق انجام فعالیت‌های مسئولانه در در چارچوب نظریه مشروعیت^{۱۹} (۲۰۱۱). تلاش‌اند مشروعیت اجتماعی خود را حفظ کرده و از این طریق حمایت سرمایه‌گذاران و جامعه را تأکید می‌کند که روابط جلب نمایند (ساج من^{۲۰}، ۱۹۹۵). همچنین، نظریه سرمایه اجتماعی^{۲۱} مثبت با جامعه و ذی‌نفعان، به شکل‌گیری سرمایه اجتماعی منجر شده و این سرمایه می‌تواند منبع فعالیت‌های مسئولیت اجتماعی مزیت رقابتی و سودآوری پایدار باشد (ناهاپیت و قوشال^{۲۲}، ۱۹۹۸). موجب موفقیت شرکت شده و با افزایش توان رقابتی آن، عملکرد مالی را بهبود می‌بخشد (شمس الدینی و همکاران، ۱۴۰۱). بعلاوه، بر اساس نظریه منبع‌محور، شرکت‌هایی که دارای منابع هستند، می‌توانند مزیت رقابتی پایدار CSR نامشهودی چون سرمایه اجتماعی و شهرت ناشی از ایجاد کرده و عملکرد مالی خود را ارتقاء دهند (بارنی، ۱۹۹۱).

مطالعات تجربی متعددی نیز نشان داده‌اند که مسئولیت اجتماعی اثر مثبت و معناداری بر عملکرد مالی دارد. برای مثال صنوبر و همکاران (۱۳۸۹) در مطالعه‌ای بر روی شرکت‌های دارویی و سهامی عام تهران و آذربایجان شرقی به این نتیجه رسیدند که بین مسئولیت اجتماعی و عملکرد مالی رابطه‌ای وجود ندارد. در مقابل، امیری و وکیل زاده روح‌الامینی (۱۳۹۳) بر روی ۹۲ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، رابطه معناداری بین این دو متغیر یافتند. کیوانلو و همکاران (۱۳۹۴) نشان دادند که فعالیت‌های مسئولیت اجتماعی در صورتی که به مصرف‌کنندگان، کارکنان و بستانکاران مربوط باشد، رابطه مثبت و معناداری با عملکرد مالی دارد. کردستانی و همکاران (۱۳۹۷) تأثیر افشای مسئولیت اجتماعی بر معیارهای حسابداری، اقتصادی و بازار ارزیابی عملکرد شرکت‌ها را مورد بررسی قرار دادند و نشان دادند سطح افشای مسئولیت اجتماعی تأثیر مثبت معناداری بر نرخ بازده دارایی‌ها، سود هر سهم و ارزش افزوده اقتصادی شرکت‌ها دارد. همچنین سطح افشای مسئولیت اجتماعی تأثیر منفی معناداری بر نرخ هزینه سرمایه شرکت‌ها دارد. با این حال، سطح افشای مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها بر معیارهای ارزش افزوده بازار و نرخ بازده سهام

تأثیر معناداری نداشته است. امیری و همکاران (۱۳۹۹) نیز با تأکید بر تأثیر فعالیت‌های سیاسی شرکت‌ها، نشان دادند که مسئولیت اجتماعی بر عملکرد مالی تأثیر معناداری دارد. در همین راستا، احمدی لنگری و خوزین (۱۴۰۰) نیز به تأثیر مثبت مسئولیت اجتماعی بر عملکرد مالی در بخش بانکی ایران اشاره کردند. نتایج فروغی‌نسب و همکاران (۱۴۰۰) بر روی ۱۰۷ شرکت بورسی نشان داد که بعد قانونی، اخلاقی و اجتماعی مسئولیت اجتماعی بر تغییرات نسبت کیوتوبین و نیز تغییرات سرمایه ساختاری به ترتیب بی‌تأثیر، بی‌تأثیر و اثر مثبت و معنادار دارند. فرح‌آبادی و حیدرپور (۱۴۰۱) در مطالعه‌ای با تأکید بر اهمیت مدیریت سبز، تأثیر مثبت جهت‌گیری محیط زیست بر عملکرد مالی را دریافتند و جعفرپور ایناللو و همکاران (۱۴۰۲) در همین راستا نشان دادند که مسئولیت اجتماعی به‌طور مستقیم بر عملکرد مالی تأثیرگذار است و به‌عنوان یک عامل استراتژیک برای ایجاد مزیت رقابتی عمل می‌کند.

پژوهش‌های بین‌المللی نیز به نتایج مثبتی در این زمینه اشاره دارند. دنگ و همکاران (۲۰۱۳) استدلال می‌کنند که بر اساس دیدگاه به حداکثر رساندن ثروت سهامداران، فعالیت‌های CSR تأثیر مثبتی بر ثروت سهامداران دارد، زیرا تمرکز بر منافع سایر سهامداران منجر به افزایش تمایل آن‌ها برای حمایت از عملیات شرکت می‌شود. اکلز^{۲۴} و همکاران (۲۰۱۴) در پژوهشی دریافتند که شرکت‌های با عملکرد قوی‌تر در حوزه CSR، بازده مالی بلندمدت بالاتری نسبت به سایر شرکت‌ها دارند. فلامر^{۲۵} (۲۰۱۵) نشان داد که پذیرش پیشنهادات مرتبط با مسئولیت اجتماعی منجر به بازده مثبت برای سهامداران می‌شود. اوینو^{۲۶} و همکاران (۲۰۱۱) نیز تأثیر مثبت مسئولیت اجتماعی بر عملکرد مالی را تأیید کردند، ولی چتی^{۲۷} و همکاران (۲۰۱۵) با بررسی شرکت‌ها در آفریقای جنوبی دریافتند که فعالیت مسئولیت اجتماعی منجر به تفاوت معناداری در عملکرد مالی نمی‌شود. فاطمی و همکاران (۲۰۱۸) بیان کردند که سرمایه‌گذاری در CSR، در صورتی که به‌درستی افشا شود، موجب کاهش هزینه سرمایه و بهبود ارزش بازار می‌شود. به علاوه، واردهانی^{۲۸} (۲۰۱۹) و میسکوا و هاجک (۲۰۱۹) در تحقیقات خود نشان دادند که مسئولیت اجتماعی می‌تواند به بهبود شهرت و اعتبار شرکت‌ها منجر شود و در نتیجه عملکرد مالی را بهبود بخشد. زین‌الدین و همکاران (۲۰۱۹) نشان دادند شرکت‌هایی که عملکرد اجتماعی بالاتری دارند، عملکرد مالی بهتری را تجربه می‌کنند. پوتاوا و همکاران (۲۰۲۱) نیز در پژوهشی به این نتیجه رسیدند که حضور یک شرکت در مقیاس رتبه‌بندی CSR تأثیر قابل توجهی بر شاخص‌های سودآوری و ارزش بازار دارد. فورکدل^{۲۹} و همکاران (۲۰۲۴) در تحقیقی به بررسی دقیق ذینفعان

گزارشات مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها و تأثیر آن بر عملکرد مالی پرداختند. آن‌ها دریافتند که مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها بر عملکرد مالی آن‌ها اثر مثبت دارد. بارمن و ماهاکود^{۲۰۲۴}، ارتباط معنادار و مثبت بین مسئولیت اجتماعی و عملکرد شرکت‌ها را نشان دادند، و بیان کردند که اجباری نمودن هنجارهای CSR، به طور قابل توجهی بر روابط عملکرد شرکت‌ها CSR اثرگذار است. ماورا^{۳۱} (۲۰۲۵) بررسی کرد که چگونه فعالیتهای مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها در سطح محلی و جهانی، از طریق جلب مالکیت محلی یا غیرمحلی، بر عملکرد شرکت‌ها تأثیر می‌گذارد. یافته‌ها نشان می‌دهد که فعالیتهای CSR محلی اثرات مثبتی برای مالکان محلی به همراه دارد؛ به‌طوری‌که آن‌ها مالکیت خود را در شرکت افزایش می‌دهند و در نتیجه، نقش نظارتی‌شان نیز پررنگ‌تر می‌شود. در مقابل، فعالیتهای CSR جهانی باعث بهبود تصویر عمومی شرکت می‌شود و سرمایه‌گذاران غیرمحلی را جذب می‌کند، که این امر به تنوع سرمایه‌گذاری و افزایش نقدشوندگی سهام شرکت کمک می‌کند. افزایش مالکیت محلی، به‌ویژه زمانی که فعالیتهای CSR جهانی گروه گسترده‌تری از ذی‌نفعان را هدف قرار می‌دهد، تأثیر بیشتری بر رشد ارزش شرکت دارد. با این حال، برای جلوگیری از سرمایه‌گذاری بیش‌ازحد در CSR - که ممکن است منجر به بروز مسائل نمایندگی شود - حضور و نظارت فعال مالکان محلی ضروری است. در کوتاه‌مدت، انتشار اخبار مثبت درباره فعالیتهای CSR جهانی معمولاً باعث رشد بیشتر بازده سهام می‌شود، که بخشی از آن ناشی از واکنش هیجانی بازار است. اما در بلندمدت، بخشی از این افزایش بازده می‌گردد، هرچند بازده سهام همچنان مثبت باقی می‌ماند. این موضوع نشان می‌دهد که فعالیتهای CSR علاوه بر واکنش‌های کوتاه‌مدت، می‌توانند بر بنیادهای واقعی و پایدار شرکت نیز اثرگذار باشند.

با توجه به ادبیات نظری و تجربی، می‌توان نتیجه گرفت که مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها، از طریق ارتقاء مشروعیت، تقویت روابط با ذی‌نفعان و ایجاد سرمایه اجتماعی، قادر به بهبود عملکرد مالی شرکت‌هاست. شرکت‌هایی که به مسئولیت اجتماعی توجه دارند و به افشای این فعالیتهای می‌پردازند، می‌توانند با بهبود شهرت و اعتبار خود، اعتماد سرمایه‌گذاران را جلب کنند و به رشد و توسعه پایدار دست یابند. این شرکت‌ها با ایجاد یک فرهنگ سازمانی مثبت و متعهد به جامعه، می‌توانند به عملکرد مالی خود به‌طور قابل توجهی کمک کنند و در نتیجه، به مزیت رقابتی پایدار دست یابند. بنابراین، با توجه به تأثیر مسئولیت اجتماعی بر عملکرد مالی، فرضیه اول به صورت زیر مطرح می‌گردد:

فرضیه اول: مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها اثر مثبت و معنی‌داری بر عملکرد مالی دارد.

۲-۲. نقش تعدیل کننده احساسات سرمایه‌گذار بر رابطه بین مسئولیت اجتماعی و عملکرد مالی شرکت‌ها

در تبیین رابطه بین مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت و عملکرد مالی، عوامل زمینه‌ای و رفتاری نقش مهمی در تقویت یا تضعیف این رابطه ایفا می‌کنند. یکی از این عوامل، احساسات سرمایه‌گذاران است که در سال‌های اخیر در ادبیات مالی رفتاری مورد توجه روزافزون قرار گرفته است. احساسات سرمایه‌گذار به باورها یا واکنش‌های غیرمنطقی و احساسی سرمایه‌گذاران اشاره دارد که ممکن است مستقل از اطلاعات بنیادی، تصمیمات سرمایه‌گذاری را تحت تأثیر قرار دهند. احساسات سرمایه‌گذار به عنوان نگرش کلی سرمایه‌گذاران نسبت به بازار یا سهام خاص تعریف می‌شود که ممکن است بر پایه اطلاعات ناقص، شایعات یا رویدادهای اجتماعی شکل گیرد. احساسات مثبت می‌تواند ارزیابی سرمایه‌گذاران از چشم‌انداز شرکت را بهبود داده و منجر به افزایش ارزش بازار و بازده سهام شود، در حالی که احساسات منفی، حتی بدون تغییرات بنیادین، می‌تواند ارزش شرکت را کاهش دهد. بر اساس تئوری مالی رفتاری تصمیمات سرمایه‌گذاران همیشه منطقی نیست، بلکه تحت تأثیر احساسات، تعصبات شناختی و روان‌شناسی بازار قرار دارد. CSR می‌تواند ابزاری برای شکل‌دهی احساسات مثبت در سرمایه‌گذاران باشد. بنابراین، احساسات سرمایه‌گذاران می‌توانند نقش تعدیل‌کننده در رابطه میان مسئولیت اجتماعی شرکت و عملکرد بازار ایفا کنند (بائوونگ، ۲۰۲۲). همچنین با توجه به تئوری توجه محدود، سرمایه‌گذاران ظرفیت پردازش تمام اطلاعات موجود را ندارند و بیشتر تحت تأثیر اطلاعاتی قرار می‌گیرند که بار عاطفی یا اجتماعی دارند. در این راستا، افشای CSR ممکن است از طریق جلب توجه احساسی، تصمیمات سرمایه‌گذاران را تحت تأثیر قرار دهد (هیرشلیفرو تئو^{۳۲}، ۲۰۰۳). بعلاوه، با توجه به تئوری علامت‌دهی CSR می‌تواند به عنوان یک علامت مثبت در نظر گرفته شود که شرکت نه تنها از توان مالی و منابع کافی برخوردار است، بلکه به پایداری بلندمدت نیز متعهد است و این پیام می‌تواند احساسات مثبت سرمایه‌گذاران را تقویت کرده و تأثیر CSR بر عملکرد شرکت را افزایش دهد. طبق تحقیق رضایی کلیدبری و همکاران (۱۳۹۲) عامل تغییر رفتار سرمایه‌گذاران، نگرانی‌های آن‌ها نسبت به محیط‌زیست است. از نظر ناقتون و همکاران (۲۰۱۹) انجام فعالیت‌هایی جهت مسئولیت- اجتماعی توسط شرکت، احساسات مثبت سرمایه‌گذاران را به همراه دارد که این خود موجب افزایش انگیزه سرمایه‌گذاری آن‌ها می‌شود و بدین صورت سودآوری و شهرت شرکت بیشتر شده و عملکرد مالی آن بهبود می‌یابد. باربریس و شلیفر (۲۰۰۳) بیان کردند که احساسات سرمایه‌گذار آن‌ها را

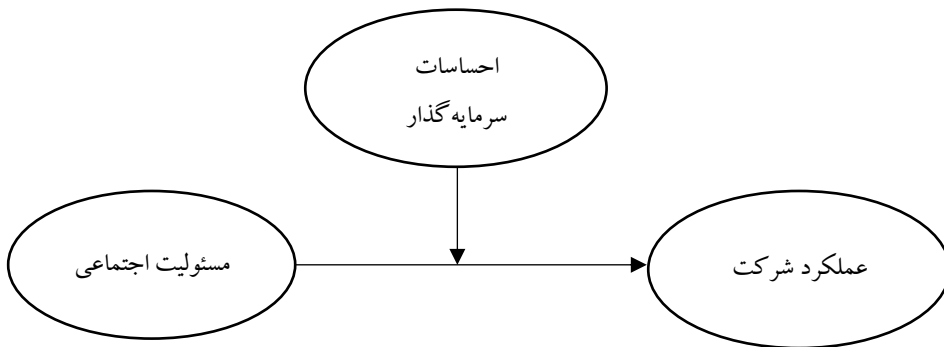
مجاب می‌کند که در شرکتی اقدام به سرمایه‌گذاری نمایند که به فعالیت‌های اجتماعی می‌پردازد. حتی مدیران گزارشات مسئولیت اجتماعی را برای پاسخگویی به احساسات سرمایه‌گذاران، ایجاد مزیت رقابتی و دسترسی به منابع افشاء می‌کنند (رشیدی و حسینی، ۱۴۰۱). چه‌اوندگ و همکاران (۲۰۱۷) بیان کردند که احساسات منفی بازار و سرمایه‌گذاران می‌تواند شرکت‌ها را به بهبود عملکرد مسئولیت اجتماعی خود ترغیب کند. همچنین احساسات سرمایه‌گذار تأثیر بیشتری بر عملکرد مسئولیت اجتماعی شرکت نسبت به احساسات (اثرات) بازار مالی دارد. همچنین، پوسپیتاسار^{۲۳} و همکاران (۲۰۱۸) نشان دادند که افشای مسئولیت اجتماعی می‌تواند ارزش شرکت را از طریق نقش میانجی احساسات سرمایه‌گذار افزایش دهد. بائوونگ (۲۰۲۲) نیز در مطالعه‌ای به بررسی رابطه بین احساسات سرمایه‌گذار، عملکرد اجتماعی شرکت و عملکرد مالی پرداخته و نشان دادند احساسات خاص هر شرکت تأثیر مثبتی بر عملکرد مالی آتی دارد. در مقابل، تأثیر احساسات کلی بازار نتایج متفاوتی دارد؛ به‌گونه‌ای که بر شاخص Q توبین تأثیر مثبت و بر بازده دارایی‌ها تأثیر منفی دارد. تأثیر عملکرد اجتماعی شرکت بر عملکرد مالی نیز مشابه تأثیر احساسات بازار است. همچنین نشان دادند رابطه بین عملکرد اجتماعی شرکت و عملکرد مالی، تحت تأثیر تعدیل‌گر احساسات سرمایه‌گذاران، تضعیف می‌شود، نتایج میسکوا و هاجک (۲۰۱۹) نیز به این موضوع اشاره دارد که شرکت‌هایی که از نظر مالی سالم ارزیابی شده‌اند، اطلاعات بیشتری در مورد فعالیت‌های مسئولیت اجتماعی در گزارشات سالانه خود ارائه می‌دهند. احساسات مثبت سرمایه‌گذاران در ارتباط با مسئولیت اجتماعی، می‌تواند باعث افزایش سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها شود. همچنین درک و مدیریت احساسات سرمایه‌گذاران می‌تواند به تقویت اثر مسئولیت اجتماعی بر عملکرد مالی شرکت‌ها کمک کند. به طور کلی، این شواهد تأکید می‌کند که احساسات سرمایه‌گذار به عنوان یک عامل تعدیل‌کننده می‌تواند بر رابطه بین مسئولیت اجتماعی و عملکرد مالی تأثیرگذار باشد.

مطابق با دیدگاه بارون و کنی (۱۹۸۶) متغیرهای تعدیل‌گر عواملی هستند که می‌توانند شدت یا جهت رابطه بین یک متغیر مستقل و یک متغیر وابسته را تغییر دهند، بدون آن‌که خود بخشی از زنجیره علی بین آن‌ها باشند. در همین راستا، احساسات سرمایه‌گذاران نه از عوامل شکل‌گیری مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت هستند و نه پیامد مستقیم آن، بلکه متغیری بیرونی و زمینه‌ای‌اند که می‌توانند نحوه تأثیرگذاری CSR بر عملکرد مالی را تحت تأثیر قرار دهند. در شرایطی که سطح احساسات سرمایه‌گذاران بالا باشد (مثلاً در بازارهای صعودی یا پرهیجان)، اقدامات مسئولیت‌پذیرانه شرکت ممکن است بیش از حد معمول توسط بازار استقبال شده و اثر

مثبت بیشتری بر قیمت سهام و عملکرد مالی کوتاه‌مدت داشته باشند. برعکس، در بازارهای رکودی یا کم‌اعتماد، حتی اقدامات مثبت در حوزه CSR ممکن است با واکنش سرد بازار مواجه شده و اثر چندانی بر عملکرد مالی نگذارند. بنابراین در این پژوهش، نقش تعدیل‌کننده احساسات سرمایه‌گذار مورد بررسی قرار می‌گیرد و فرضیه دوم به صورت زیر ارائه می‌گردد:

فرضیه دوم: احساسات سرمایه‌گذار اثر مسئولیت اجتماعی بر عملکرد مالی شرکت‌ها را تعدیل می‌کند.

در نهایت، بر اساس مبانی نظری و فرضیه‌های ارائه شده مدل پژوهش به صورت تصویر شماره ۱ ارائه می‌گردد:



تصویر ۱: مدل مفهومی پژوهش

۳. روش‌شناسی پژوهش

این پژوهش از نوع کاربردی، کمی و تحلیلی بوده و در قالب یک مطالعه طولی طی دوره زمانی هشت‌ساله (۱۳۹۵-۱۴۰۲) اجرا شده است. جامعه آماری تحقیق کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است. روش نمونه‌گیری غیرتصادفی و هدفمند (حذف سیستماتیک) می‌باشد و شرکت‌های نهایی (۱۷۹ شرکت) در نمونه با این معیارها انتخاب شدند:

۱- شرکت تا پایان سال ۱۳۹۴ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده و طی سال‌های ۱۳۹۵ تا ۱۴۰۲ از بورس اوراق بهادار تهران خارج نشده باشد.

۲- نمونه آماری شامل شرکت‌های واسطه‌گری مالی، سرمایه‌گذاری، لیزینگ، بانک‌ها و شرکت‌های بیمه نمی‌شود.

۳- برای رعایت قابلیت مقایسه پذیری، سال مالی شرکت‌ها منتهی به ۲۹ اسفند هر سال باشد.

۴- اطلاعات و صورت‌های مالی آن در دسترس باشد.

۵- شرکت طی سال‌های ۱۳۹۵-۱۴۰۲ تغییر سال مالی نداشته باشد.

داده‌های پژوهش از منابع معتبر نظیر نرم‌افزار رهاورد نوین، سامانه کدال، گزارش‌های هیأت‌مدیره شرکت‌ها استخراج شده‌اند.

برای آزمون فرضیه اول پژوهش یعنی بررسی اثر مستقیم CSR بر عملکرد مالی شرکت‌ها به تبعیت از پژوهش بائوونگ (۲۰۲۲) از مدل ۱ استفاده می‌شود. این مدل به عنوان مدل پایه تنها به سنجش رابطه اصلی بین مسئولیت‌پذیری اجتماعی و عملکرد مالی بدون تأثیرگذاری متغیرهای تعدیل‌کننده می‌پردازد. چنین مدلی امکان شناخت اولیه و خالص از رابطه مورد نظر را فراهم می‌آورد.

$$FP_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CSR_{i,t-1} + \beta_2 Size_{i,t-1} + \beta_3 Lev_{i,t-1} + \beta_4 MTB_{i,t-1} + \beta_5 ind_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t-1} \quad ۱$$

FP: عملکرد مالی شرکت i در زمان t: برای سنجش عملکرد مالی از شاخص‌هایی همچون بازده دارایی‌های شرکت (ROA): تقسیم سود خالص بر ارزش دفتری دارایی‌های شرکت، بازده حقوق صاحبان سهام شرکت (ROE): تقسیم سود خالص بر مجموع حقوق صاحبان سهام شرکت و بازده فروش (ROS): تقسیم سود خالص به فروش شرکت استفاده شد.

CSR: عملکرد اجتماعی شرکت در زمان t-1: برای سنجش سطح افشای مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها، از یک چک‌لیست استاندارد مشتمل بر ۳۹ شاخص استفاده شد که ابعاد مختلفی از مسئولیت اجتماعی (نظیر منابع انسانی، جامعه‌پذیری، محصول، مشتریان و محیط زیست) را پوشش می‌دهد (رضائی پیتونه‌نویی و همکاران، ۱۴۰۰). برای هر شرکت، به ازای وجود افشای هر مورد، امتیاز ۱ و در غیر این صورت امتیاز ۰ منظور گردید. مجموع امتیازات کسب‌شده نسبت به کل موارد (نمره بین ۰ تا ۳۹) شاخص نهایی CSR شرکت را نشان می‌دهد. این چک لیست در نگاره شماره ۱ ارائه شده است.

نگاره ۱: چک لیست مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت

عنوان کلی	مولفه‌ها
مسائل محیطی	کنترل آلودگی، جلوگیری از خسارت زیست محیطی، بازیافت یا جلوگیری از ضایعات، حفظ منابع طبیعی، تحقیق و توسعه، سیاست زیست محیطی، سرمایه‌گذاری در پروژه‌های زیست‌محیطی، سایر مسائل محیطی.
محصولات و خدمات	توسعه محصول / سهم از بازار، کیفیت محصول/ISO، ایمنی و سلامت محصول، توقف تولید، سایر محصولات و خدمات.
منابع انسانی	تعداد کارکنان، حقوق ماهانه/ پاداش نقدی و مزایا، سهام تحت تملک کارمندان، بازنشتی و پایان خدمت، سلامت و ایمنی در محیط کار، برنامه‌های آموزش و توسعه کارکنان، ورزشی و رفاهی، وام یا بیمه کارمندان، روحیه و ارتباطات کارمندان، سایر منابع انسانی.
مشتریان	سلامتی مشتریان، شکایت‌ها/ رضایتمندی مشتریان، سیاست پرداخت دیرتر برای مشتریان خاص، تدارک تسهیلات و خدمات پس از فروش، پاسخگویی به نیاز مشتریان، سایر مشتریان.
مسئولیت‌های جامعه	سرمایه‌گذاری اجتماعی، حمایت از فعالیت‌های جامعه، هدایا و خدمات خیریه، اقدامات قانونی/ادعای قضایی، فعالیت‌های مذهبی/ فرهنگی، سایر مسئولیت‌های جامعه.
انرژی	حفظ و صرفه‌جویی در انرژی، توسعه و اکتشاف منابع جدید، استفاده از منابع جدید، سایر انرژی‌ها.

Size: اندازه شرکت i در زمان $t-1$: لگاریتم طبیعی کل دارایی‌های شرکت

Lev: اهرم مالی شرکت i در زمان $t-1$: تقسیم مجموع بدهی‌های بلندمدت به مجموع

دارایی‌های شرکت

MTB: نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری شرکت i در زمان $t-1$

Ind: ساختار هیات مدیره شرکت i در زمان $t-1$: تقسیم نسبت اعضای غیر موظف هیات

مدیره به کل اعضا

ε جزء خطا را نشان می‌دهند.

برای آزمون فرضیه دوم پژوهش به تبعیت از پژوهش بائوونگ (۲۰۲۲) از مدل ۲ استفاده

می‌شود. این مدل با اضافه کردن احساسات سرمایه‌گذار (SENT) و اثر تعاملی CSR و SENT،

امکان بررسی نقش تعدیل کنندگی احساسات سرمایه گذار را فراهم می سازد.

$$FP_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CSR_{i,t-1} + \beta_2 SENT_{i,t-1} + \beta_3 CSR_{i,t-1} * SENT_{i,t-1} + \beta_4 Size_{i,t-1} + \beta_5 Lev_{i,t-1} + \beta_6 MTB_{i,t-1} + \beta_7 ind_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t-1} \quad ۲$$

SENT: احساسات سرمایه گذار در زمان $t-1$: برای اندازه گیری متغیر احساسات سرمایه گذار باتوجه به محیط اقتصادی ایران، مطابق پژوهش رشیدی و حسینی (۱۴۰۱) عمل کرده و از شاخص های ترکیبی زیر به پیشنهاد بیکر و ورگلر (۲۰۰۶) شامل گردش مالی سهم در بازار (TURN) و صرف سود تقسیمی سهم (DPNP) استفاده می شود.

گردش مالی سهم در بازار (TURN) بیانگر نقد شوندگی یک سهم و معیاری برای ارزیابی اقبال به آن سهم است که رابطه مستقیمی با حجم معاملات (خرید و فروش) آن سهم دارد. این نسبت از تقسیم مجموع حجم معاملات انجام شده سهام شرکت به ارزش بازار سهام همان شرکت در پایان سال به دست می آید. بدیهی است هرچه حجم معاملات سهمی در بازار بیشتر باشد، سرمایه گذاران تمایل بیشتری نسبت به خرید آن سهم از خود نشان می دهند (تمایلات مثبت) و بالعکس.

ب) صرف سود تقسیمی سهم (DPNP): این نسبت حاصل تقسیم تفاضل سود سهام پرداختی و سود سهام قابل تخصیص بر سود سهام قابل تخصیص بوده و بدین گونه است که هرچه این نسبت بزرگتر باشد، تمایلات بیشتر و اعتماد سرمایه گذاران نسبت به سهم آن شرکت بیشتر است، چرا که شرکتی که سود کمتری پرداخت نماید، نشان دهنده اعتماد و تمایلات بیشتر سرمایه گذار است.

انتخاب مدل نهایی بین مدل های اثرات ثابت، اثرات تصادفی و مدل تجمیعی با استفاده از آزمون های چاو و هاسمن صورت گرفت. برآورد مدل ها با بهره گیری از نرم افزار EViews انجام شد. پیش از تخمین مدل ها، مشکل هم خطی چندگانه با استفاده از شاخص VIF بررسی و تأیید شد که چنین مشکلی در داده ها وجود ندارد.

۴. یافته های پژوهش

اطلاعات مربوط به آمار توصیفی متغیرهای پژوهش شامل شاخص های مرکزی (مثل میانگین، میانه و مد) و شاخص های پراکندگی (مثل انحراف معیار، ضریب چولگی و کشیدگی) در نگاره

شماره ۲ مشاهده می‌شود.

نگاره ۲: آمار توصیفی برای متغیرهای پژوهش

متغیرها	بازده دارایی	بازده ح.ص.س	بازده فروش	احساسات سرمایه گذار	اندازه شرکت	اهرم مالی	ارزش بازاری به دفتری	ساختار هیئت مدیره	مسئولیت اجتماعی
	ROA	ROE	ROS	TURN	SIZE	LEV	MTB	IND	CSR
میانگین	۰/۱۸۴	۰/۳۵۳	۰/۲۴۳	۰/۰۰۰	۱۵/۴۲۷	۰/۵۰۰	۵/۸۸۲	۰/۶۶۳	۰/۳۲۰
میانه	۰/۱۶۰	۰/۳۶۳	۰/۱۸۲	۳/۱۴۰	۰/۵۹۵	۱۵/۲۲۰	۴/۰۳۸	۰/۶۰۰	۰/۳۱۰
بیشینه	۰/۷۶۷	۰/۹۱۸	۱/۸۱۷	۰/۰۰۱	۱/۰۰۴	۲۱/۹۴۶	۳۷/۸۶۴	۱/۰۰۰	۰/۸۵۰
کمینه	-۰/۲۹۷	-۰/۴۲۵	-۰/۴۱۵	-۱/۶۴۰	۰/۰۰۷	۸/۸۳۳	۰/۰۹۰	۰/۲۰۰	۰/۰۵۰
انحراف معیار	۰/۱۶۳	۰/۲۶۴	۰/۲۷۳	۰/۰۰۰	۰/۲۷۸	۱/۹۲۸	۶/۲۰۳	۰/۱۷۶	۰/۱۲۹
چولگی	۰/۵۱۵	-۰/۱۸۱	۱/۵۴۰	۳/۷۸۷	-۰/۲۳۴	۰/۵۷۳	۲/۸۸۲	-۰/۰۱۱	۰/۳۵۷
کشیدگی	۳/۱۷۷	۲/۸۹۹	۶/۸۹۶	۱۹/۸۰۶	۱/۹۸۹	۳/۶۶۹	۱۲/۶۷۹	۲/۶۵۶	۳/۲۸۱
تعداد مشاهدات	۱۴۳۲	۱۴۳۲	۱۴۳۲	۱۴۳۲	۱۴۳۲	۱۴۳۲	۱۴۳۲	۱۴۳۲	۱۴۳۲

نتایج نشان می‌دهد که میانگین بازده دارایی (ROA) برای شرکت‌های مورد بررسی برابر با ۰/۱۸۴ بوده و میانه بازده حقوق صاحبان سهام (ROE) برابر با ۰/۳۶۳ است، به این معنا که نیمی از مشاهدات ROE بالاتر از ۰/۳۶۳ و نیمی دیگر پایین‌تر از آن قرار دارند. بیشینه و کمینه هر متغیر نیز دامنه پراکندگی را نشان می‌دهند؛ برای نمونه، بازده فروش (ROS) بین ۱/۸۱۷ و -۰/۴۱۵ - تغییر کرده است. انحراف معیار به‌عنوان شاخصی از پراکندگی داده‌ها، بیانگر نزدیکی یا فاصله داده‌ها از میانگین است و هرچه کمتر باشد، داده‌ها به میانگین نزدیک‌تر هستند. برای مثال، انحراف معیار متغیر گردش مالی سهم در بازار (TURN) برابر صفر بوده است که نشان‌دهنده نبود تغییر در این متغیر است. همچنین، میزان پراکندگی در متغیرهای اهرم مالی (LEV) و ساختار هیئت مدیره (IND) به ترتیب برابر ۰/۲۰۷ و ۰/۱۷۶ بوده است. برخی متغیرها مانند ROS، MTB و TURN دارای چولگی و کشیدگی بالا هستند که نشان‌دهنده عدم تقارن و تیز بودن

توزیع آن‌هاست. به عنوان مثال، متغیر MTB دارای چولگی $2/882$ و کشیدگی $12/679$ است که بیانگر توزیعی با چوله به راست و دنباله سنگین می‌باشد. در مقابل، متغیرهایی مانند LEV، CSR، و SIZE دارای چولگی نزدیک به صفر و کشیدگی نزدیک به ۳ هستند که توزیعی نسبتاً نرمال و متقارن را نشان می‌دهند.

با توجه به حجم نسبتاً بالای داده‌ها (۱۴۳۲ مشاهده)، طبق قضیه حد مرکزی می‌توان انتظار داشت که حتی در شرایطی که توزیع برخی متغیرها کاملاً نرمال نباشد، توزیع برآوردکننده‌ها در مدل‌های رگرسیونی به نرمال میل می‌کند. بنابراین، نرمال نبودن برخی متغیرها مشکل جدی برای برازش مدل رگرسیون ایجاد نمی‌کند. به علاوه، در تخمین مدل‌ها فروض کلاسیک آزمون شدند و اقدام مناسب در صورت وجود نقض فروش صورت گرفت. به منظور بررسی مانایی متغیرهای پژوهش از آزمون «لین، لین و چیو» استفاده شده که چون مقدار احتمال همه متغیرها کمتر از $0/05$ بود، چنین مشخص شد که همه متغیرهای مستقل، وابسته و کنترلی در دوره پژوهش مانا^{۳۴} می‌باشند. بنابراین مشکل رگرسیون کاذب وجود نخواهد داشت، یعنی نتایج تخمین مدل، به اشتباه پارامترهای مدل را معنی‌دار نشان نمی‌دهد.

آزمون فرضیه‌های پژوهش

به منظور بررسی فرضیه‌های پژوهش، ابتدا به بررسی هم خطی (آزمون VIF) پرداخته شده و یافته‌ها گویای عدم وجود هم خطی بود که در این صورت می‌توان تمام این متغیرها را کنار هم در یک مدل برآورد کرد. همچنین با هدف برآورد و تحلیل مدل‌ها، ابتدا مدل مناسب را از میان مدل‌ها (مدل با اثرات مقید، مدل با اثرات ثابت و یا مدل با اثرات تصادفی) انتخاب کرده، سپس با بررسی نتایج آزمون چاو و هاسمن، مدل مناسب تشخیص داده می‌شود.

فرضیه اول: مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها اثر مثبت و معنی‌داری بر عملکرد مالی دارد.

برای آزمون این فرضیه، سه مدل رگرسیونی با متغیرهای وابسته بازده دارایی (ROA)، بازده حقوق صاحبان سهام (ROE) و بازده فروش (ROS) تدوین گردید (بائوونگ، ۲۰۲۲). نتایج نگاره شماره ۴ نشان می‌دهد که در هر سه مدل، مقدار احتمال آماره F برابر با $0/000$ است که کمتر از سطح معنی‌داری $0/05$ بوده و تأیید می‌کند که مدل‌ها در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار هستند. همچنین، ضریب تعیین تعدیل‌شده مدل‌ها نشان می‌دهد درصد قابل توجهی از تغییرات متغیرهای وابسته توسط متغیرهای مستقل مدل توضیح داده شده است. مقدار آماره دوربین-

واتسون نیز بین ۱/۴۶ تا ۱/۶۶ قرار دارد که بیانگر نبود مشکل جدی خودهمبستگی در جملات خطای مدل‌هاست. با توجه به اینکه مقدار احتمال متغیر مسئولیت اجتماعی شرکت زیر ۵ درصد می‌باشد، می‌توان بیان کرد که این متغیر تأثیر معناداری بر متغیرهای ROA، ROE و ROS دارد که به عنوان یکی از نمادهای سنجش عملکرد مالی شرکت در این پژوهش شناخته می‌شود. همچنین مقادیر ضریب تأثیر مثبت می‌باشند. بنابراین فرضیه اول پژوهش مبنی بر «مسئولیت اجتماعی شرکت اثر مثبت و معنی‌داری بر عملکرد مالی دارد.» به احتمال ۹۵ درصد رد نمی‌گردد. از میان متغیرهای کنترلی، اندازه شرکت (SIZE) در هر سه مدل دارای اثر مثبت و معنادار بوده است؛ در حالی‌که اهرم مالی (LEV) اثر منفی معناداری بر عملکرد مالی داشته است. متغیر ارزش بازار به دفتری (MTB) فقط در مدل‌های اول و دوم تأثیر معنادار داشته است.

نگاره ۳: برآورد مدل‌های فرضیه اول پژوهش (مدل‌های اول، دوم و سوم)

مدل ۱	$ROA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CSR_{i,t-1} + \beta_2 Size_{i,t-1} + \beta_3 LEV_{i,t-1} + \beta_4 MTB_{i,t-1} + \beta_5 IND_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$			
مدل ۲	$ROE_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CSR_{i,t-1} + \beta_2 Size_{i,t-1} + \beta_3 LEV_{i,t-1} + \beta_4 MTB_{i,t-1} + \beta_5 IND_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$			
مدل ۳	$ROS_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CSR_{i,t-1} + \beta_2 Size_{i,t-1} + \beta_3 LEV_{i,t-1} + \beta_4 MTB_{i,t-1} + \beta_5 IND_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$			
نمادها	مدل اول	مدل دوم	مدل سوم	VIF
	مقدار ضرایب	مقدار ضرایب	مقدار ضرایب	
C	-۰/۲۷۶۲۱۸	-۱/۱۸۵۴۲۳	۰/۰۴۸۵۸۸	
CSR	۰/۱۰۷۰۸۰***	۰/۲۴۵۲۸۴***	۰/۱۰۶۶۲۳***	۱/۲۶
SIZE	۰/۰۴۵۵۰۲***	۰/۱۰۵۴۸۴***	۰/۰۲۹۷۶۱***	۱/۲۴
LEV	-۰/۴۴۷۱۲۹***	-۰/۱۲۲۱۹۵***	-۰/۵۳۸۰۸۳***	۱/۰۸
MTB	۰/۰۰۴۳۰۲***	۰/۰۰۵۷۹۳***	۰/۰۰۰۷۲۶	۱/۰۴
IND	-۰/۰۱۳۵۵۵	۰/۰۲۵۱۴۸	۰/۰۵۱۹۱۷	۱/۰۶
مقدار F	۲۲/۲۵۳۶۸	۱۰/۱۹۳۷۷	۲۳/۷۷۶۹۸	
مقدار احتمال F	۰/۰۰۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰۰۰	
ضریب تعیین	۰/۷۶۵۴۳۲	۰/۵۹۹۱۶۰	۰/۷۸۴۴۹۷	
ضریب تعیین تعدیل‌شده	۰/۷۳۱۰۳۶	۰/۵۴۰۳۸۳	۰/۷۵۱۵۰۳	
دوربین واتسون	۱/۴۶۷۸۴۵	۱/۶۶۶۵۹۵	۱/۶۲۲۰۴۳	

فرضیه دوم: احساسات سرمایه‌گذار اثر مسئولیت اجتماعی بر عملکرد مالی شرکت‌ها را تعدیل می‌کند.

در راستای آزمون فرضیه دوم، برای سنجش عملکرد مالی شرکت‌ها از سه شاخص ROA، ROE و ROS و برای سنجش احساسات سرمایه‌گذار از دو شاخص TURN و DPNP استفاده شده است. جهت جلوگیری از بروز مشکل هم‌خطی میان متغیرها، شش مدل رگرسیون به صورت مجزا طراحی و تخمین زده شد که نتایج آن در نگاره‌های ۴ و ۵ ارائه شده است. در تمامی مدل‌ها، مقدار احتمال آزمون F برابر با صفر گزارش شده (۰/۰۰۰) که کمتر از سطح معنی‌داری ۰/۰۵ است. این امر تأیید می‌کند که مدل‌ها از نظر آماری و در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار هستند. همچنین، ضریب تعیین تعدیل‌شده در تمامی مدل‌ها سطح قابل قبولی دارد که نشان‌دهنده قدرت توضیح‌دهی مناسب متغیرهای مستقل در تبیین تغییرات متغیر وابسته است. مقدار آماره دوربین-واتسون نیز در محدوده مجاز (بین صفر تا ۴) قرار داشته که به عدد ۲ نزدیک است و نشان از نبود خودهمبستگی در خطاها دارد.

تحلیل ضرایب تعاملی (اثر تعدیل‌گری احساسات سرمایه‌گذار) در مدل‌های چهارم (ROA) و پنجم (ROE)، ضرایب تعاملی بین CSR^*TURN مثبت و معنادار هستند (سطح معنی‌داری ۵٪). این بدان معناست که گردش مالی سهام به‌عنوان نماینده‌ای از احساسات مثبت سرمایه‌گذار، اثر مثبت و معناداری بر تقویت رابطه مسئولیت اجتماعی و عملکرد مالی داشته است اما در مدل ششم (ROS)، این اثر تعاملی معنادار نبوده است. در مدل‌های هفتم (ROA) و هشتم (ROE)، ضرایب تعاملی CSR^*DPNP نیز مثبت و معنادار هستند (سطح معنی‌داری ۵٪). بنابراین، در شرایطی که احساسات سرمایه‌گذار مطلوب‌تر است، اثر مثبت CSR بر ROA و ROE تشدید می‌شود. اما در مدل نهم (ROS) اثر تعاملی معنادار نبوده و فرضیه در این مدل رد می‌شود. همچنین، علائم مثبت ضرایب این متغیرها حاکی از آن است که در شرایط افزایش احساسات مثبت سرمایه‌گذاران، اثر CSR بر عملکرد مالی تقویت می‌شود. بنابراین، فرضیه سوم پژوهش مبنی بر اینکه «احساسات سرمایه‌گذار اثر مسئولیت اجتماعی بر عملکرد مالی شرکت‌ها را تعدیل می‌کند» برای مدل‌های مبتنی بر ROA و ROE تأیید می‌شود.

نگاره ۴: برآورد مدل‌های فرضیه دوم پژوهش (مدل‌های چهارم، پنجم و ششم)

$ROA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CSR_{i,t-1} + \beta_2 TURN_{i,t-1} + \beta_3 CSR_{i,t-1} * TURN_{i,t-1} + \beta_4 Size_{i,t-1} + \beta_5 LEV_{i,t-1} + \beta_6 MTB_{i,t-1} + \beta_7 IND_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t-1}$				
مدل چهارم				
$ROE_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CSR_{i,t-1} + \beta_2 TURN_{i,t-1} + \beta_3 CSR_{i,t-1} * TURN_{i,t-1} + \beta_4 Size_{i,t-1} + \beta_5 LEV_{i,t-1} + \beta_6 MTB_{i,t-1} + \beta_7 IND_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t-1}$				
مدل پنجم				
$ROS_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CSR_{i,t-1} + \beta_2 TURN_{i,t-1} + \beta_3 CSR_{i,t-1} * TURN_{i,t-1} + \beta_4 Size_{i,t-1} + \beta_5 LEV_{i,t-1} + \beta_6 MTB_{i,t-1} + \beta_7 IND_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t-1}$				
مدل ششم				
VIF	مدل ششم	مدل پنجم	مدل چهارم	نمادها
	مقدار ضرایب	مقدار ضرایب	مقدار ضرایب	
	۰/۰۶۰۳۶۳	-۰/۱۴۷۳۴۷	-۰/۱۰۰۶۶۱	C
۴/۲۴۷	۰/۰۰۲۸۷۲	-۰/۰۴۱۹۸۴	-۰/۰۹۸۳۸۲**	CSR
۷/۶۰	۶/۴۹۸۵۵۴	۲۲۹/۲۸۵۹**	۰/۲۷۶۳۴۰	TURN
۷/۷۷	۸۳/۷۸۵۲۹	۳۴۴/۵۳۳۹**	۱۶۰/۰۰۲۱**	CSR*TURN
۱/۳۴۴	۰/۰۲۷۸۵۱**	۰/۰۳۸۱۵۶**	۰/۰۳۴۱۲۳**	SIZE
۱/۰۹۸	-۰/۶۰۷۸۵۱**	-۰/۱۵۰۳۰۰**	-۰/۴۳۷۴۶۲**	LEV
۱/۱۰۲	۰/۰۰۳۸۳۹**	۰/۰۰۳۱۲۰**	۰/۰۰۲۶۴۴**	MTB
۱/۰۷۹	۰/۰۵۶۷۹۷	۰/۰۳۶۱۹۵	-۰/۰۰۰۸۶۴	IND
	۲۳/۲۴۸۴۱	۴۸/۰۴۲۲۷	۱۰۵/۰۸۲۷	مقدار F
	۰/۰۰۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰۰۰	مقدار احتمال F
	۰/۷۷۵۳۷۲	۰/۷۱۹۹	۰/۷۶۲۸	ضریب تعیین
	۰/۷۴۲۰۲۱	۰/۷۸۸۷	۰/۷۳۹۰	ضریب تعیین تعدیل شده
	۱/۶۱۶۲۴۷	۱/۰۳۹۳۰۵	۱/۲۴۶۹۳۵	دوربین واتسون

***، ** و * به ترتیب نشان‌دهنده سطح معناداری ۰/۰۰۱، ۰/۰۵ و ۰/۰۱ است.

نگاره ۵: برآورد مدل‌های فرضیه دوم پژوهش (مدل‌های هفتم، هشتم و نهم)

$ROA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CSR_{i,t-1} + \beta_2 DPNP_{i,t-1} + \beta_3 CSR_{i,t-1} * DPNP_{i,t-1} + \beta_4 Size_{i,t-1} + \beta_5 LEV_{i,t-1} + \beta_6 MTB_{i,t-1} + \beta_7 IND_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t-1}$				مدل ۷
$ROE_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CSR_{i,t-1} + \beta_2 DPNP_{i,t-1} + \beta_3 CSR_{i,t-1} * DPNP_{i,t-1} + \beta_4 Size_{i,t-1} + \beta_5 LEV_{i,t-1} + \beta_6 MTB_{i,t-1} + \beta_7 IND_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t-1}$				مدل ۸
$ROS_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CSR_{i,t-1} + \beta_2 DPNP_{i,t-1} + \beta_3 CSR_{i,t-1} * DPNP_{i,t-1} + \beta_4 Size_{i,t-1} + \beta_5 LEV_{i,t-1} + \beta_6 MTB_{i,t-1} + \beta_7 IND_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t-1}$				مدل ۹
VIF	مدل نهم	مدل هشتم	مدل هفتم	نمادها
	مقدار ضرایب	مقدار ضرایب	مقدار ضرایب	
	۰/۰۳۱۸۲۴	-۰/۲۸۷۳۳۵	۰/۰۱۵۲۸۵	C
۴/۲۴۷	-۰/۰۲۵۲۰۳	۰/۱۵۵۳۰۹	۰/۱۵۶۰۸۵**	CSR
۷/۳۵	۰/۰۰۵۱۴۶	۰/۱۴۶۵۰۸**	۰/۰۴۴۲۶۱	DPNP
۱۰/۳۲	۰/۰۱۸۳۲۹	۰/۴۷۷۹۱۲**	۰/۳۵۹۱۸۱**	CSR*DPNP
۱/۳۴۴	۰/۰۲۹۵۰۲**	۰/۰۵۱۸۶۵**	۰/۰۲۶۱۴۲**	SIZE
۱/۰۹۸	-۰/۰۶۰۶۹۷**	-۰/۰۲۵۹۰۵۶**	-۰/۰۴۸۱۷۲۵**	LEV
۱/۱۰۲	۰/۰۰۴۱۶۲**	۰/۰۰۷۸۵۱**	۰/۰۰۴۶۴۹**	MTB
۱/۰۷۹	۰/۰۵۵۶۸۳	۰/۰۶۱۰۲۹*	۰/۰۲۶۳۶۰	IND
	۲۳/۱۹۳۰۸	۹۵/۱۵۱۱۲	۲۶۳/۴۹۷۳	مقدار F
	۰/۰۰۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰۰۰	مقدار احتمال F
	۰/۷۷۴۹۵۷	۰/۶۱۹۶۴۶	۰/۵۶۴۳۲۴	ضریب تعیین
	۰/۷۴۱۵۴۴	۰/۵۶۳۱۷۳	۰/۵۶۲۱۸۲	ضریب تعیین تعدیل شده
	۱/۶۰۸۰۸۰	۱/۵۳۱	۱/۵۶۳	دوربین واتسون

*, **, و *** به ترتیب نشان‌دهنده سطح معناداری ۱۰٪، ۵٪ و ۱٪ است.

یافته‌ها به‌خوبی نشان می‌دهند که احساسات سرمایه‌گذار نقش تعدیل‌گر مثبتی میان مسئولیت اجتماعی و عملکرد مالی ایفا می‌کند، اما این اثر فقط برای شاخص‌های ROA و ROE معنادار بوده و برای شاخص ROS (بازده فروش) معنادار نبوده است. این نتیجه‌گیری می‌تواند ناشی از آن باشد که احساسات سرمایه‌گذار بیشتر با بازدهی مبتنی بر سود و دارایی مرتبط است و تأثیر مستقیمی بر فروش شرکت ندارد، یا اینکه بازده فروش به متغیرهای عملیاتی تری وابسته است که مستقل از جو روانی بازار عمل می‌کنند. در نتیجه با توجه به توضیحات بیان شده، نتایج دو

فرضیه پژوهش مطابق نگاره شماره ۶ خلاصه شده است.

نگاره ۶: خلاصه آزمون فرضیه‌های پژوهش

شماره فرضیه	متن فرضیه	نتیجه
فرضیه اول	مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها اثر مثبت و معنی‌داری بر عملکرد مالی دارد.	عدم رد
فرضیه دوم	احساسات سرمایه‌گذار اثر مسئولیت اجتماعی بر عملکرد مالی شرکت‌ها (ROA, ROE) را تعدیل می‌کند.	عدم رد

۵. بحث و نتیجه‌گیری

هدف پژوهش حاضر، بررسی تأثیر مسئولیت اجتماعی شرکت بر عملکرد مالی با در نظر گرفتن نقش تعدیل‌گر احساسات سرمایه‌گذار بود. یافته‌های حاصل از آزمون فرضیه اول، ارائه شده در نگاره شماره ۳، نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاری شرکت‌ها در فعالیت‌های مسئولیت‌پذیری اجتماعی، نظیر حفاظت از محیط زیست، رعایت حقوق کارکنان، شفافیت اطلاعاتی و تعامل سازنده با جامعه، منجر به بهبود عملکرد مالی آن‌ها می‌شود. این نتیجه با مبانی نظری دیدگاه مبتنی بر ذی‌نفعان و نظریه مشروعیت همخوانی دارد، که بر این نکته تأکید دارند که پاسخگویی به انتظارات اجتماعی و رعایت اصول اخلاقی می‌تواند موجب افزایش اعتماد عمومی، جذب سرمایه‌گذاران، بهبود تصویر برند و در نهایت ارتقای بازده مالی شود. این نتایج نشان می‌دهد که رویکرد مسئولانه در قبال جامعه و محیط‌زیست، صرفاً یک اقدام اخلاقی نیست، بلکه استراتژی‌ای مؤثر برای دستیابی به مزیت رقابتی و رشد پایدار مالی است. در بستر اقتصادی و نهادی ایران، که طی دهه‌های اخیر با چالش‌هایی مانند کاهش اعتماد عمومی به بخش خصوصی و ضعف شفافیت شرکتی روبه‌رو بوده است، انجام فعالیت‌های اجتماعی می‌تواند به‌مثابه ابزاری راهبردی برای کاهش ریسک‌های غیرمالی و بهبود رابطه شرکت با جامعه و بازار سرمایه تلقی شود. همچنین با توجه به رشد بازار سرمایه و افزایش توجه سرمایه‌گذاران حقیقی به ویژگی‌های غیرمالی شرکت‌ها، مسئولیت‌پذیری اجتماعی می‌تواند به‌عنوان مزیت رقابتی مؤثر ایفای نقش کند.

در مقایسه این نتیجه با سایر پژوهش‌های انجام شده در این زمینه می‌توان بیان کرد نتایج این پژوهش همسو با سایرین می‌باشد. در خارج از کشور، اویونو و همکاران (۲۰۱۱)، دریافتند که گزارش فعالیت‌های اجتماعی باعث بهبود عملکرد مالی شرکت خواهد شد. فلامر (۲۰۱۵) دریافت که پذیرش گزارشگری مسئولیت اجتماعی منجر به بازده مثبت برای سهامداران، افزایش ارزش شرکت‌ها، عملکرد

بهرتر و دستیابی به مزیت رقابتی برای شرکت‌ها شده و همچنین ارزش شرکت و بهره‌وری نیروی کار را افزایش می‌دهد. واردهانی (۲۰۱۹) نشان داد مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها با افزایش شهرت و نام تجاری، سودآوری و مزایای بلندمدتی را به همراه دارد. همچنین میسکوا و هاجک (۲۰۱۹) نشان دادند که شرکت‌هایی که از نظر مالی سالم ارزیابی شده‌اند، اطلاعات بیشتری در مورد فعالیت‌های مسئولیت اجتماعی در گزارشات سالانه خود ارائه می‌دهند. علاوه بر این، پوتاپوا و همکاران (۲۰۲۱) نشان دادند که حضور یک شرکت در مقیاس رتبه‌بندی CSR تأثیر قابل توجهی بر شاخص‌های سودآوری و ارزش بازار نسبت به خود امتیاز واقعی دارد. فورکدل و همکاران (۲۰۲۴) دریافتند بین مسئولیت اجتماعی و عملکرد مالی شرکت‌ها رابطه مثبت وجود دارد. در داخل کشور، امیری و وکیل زاده روح الامینی (۱۳۹۳) نشان دادند که رابطه معناداری بین مسئولیت اجتماعی و عملکرد شرکت‌ها وجود دارد. حیدری‌کرد زنگنه و همکاران (۱۳۹۶) نشان دادند که شرکت‌هایی که مسئولیت اجتماعی خود را به انجام می‌رسانند، به سوددهی بالاتری دست می‌یابند. امیری و همکاران (۱۳۹۹) در تحقیقی به وجود رابطه مثبت میان مسئولیت اجتماعی و عملکرد مالی پی بردند. احمدی لنگری و خوزین (۱۴۰۰) بیان کردند که مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها بر عملکرد مالی تأثیر مثبت و معناداری دارد. فرح آبادی و حیدرپور (۱۴۰۱) ذکر کردند که جهت‌گیری محیط زیست بر عملکرد مالی تأثیر مثبت دارد. با این وجود نتایج پژوهش حتی و همکاران (۲۰۱۵) نشان داد که فعالیت مسئولیت اجتماعی منجر به تفاوت معناداری در عملکرد مالی نمی‌شود. همچنین، بنی‌مهد و همکاران (۱۳۸۸)، صنوبر و همکاران (۱۳۸۹) و کیوانلو و همکاران (۱۳۹۴) بیان کردند که انجام فعالیت‌هایی در راستای مسئولیت اجتماعی برای سهامداران، رابطه مثبتی با عملکرد مالی ندارد. فروغی‌نسب و همکاران (۱۴۰۰) نشان دادند که مسئولیت اجتماعی بر تغییرات نسبت کیوتوبین (یکی از شاخص‌های سنجش عملکرد مالی) بی‌تأثیر می‌باشد.

علاوه بر این، یافته‌های مربوط به فرضیه دوم، ارائه شده در نگاره‌های ۵ و ۶، نشان داد که احساسات سرمایه‌گذار اثر مسئولیت اجتماعی شرکت بر عملکرد مالی را تعدیل می‌کند. این تعدیل‌گری برای شاخص‌های ROA و ROE معنادار بود اما برای ROS معنادار نشد. به عبارت دیگر، در بورس اوراق بهادار تهران، تأثیر اقدامات مسئولیت اجتماعی بر عملکرد مالی شرکت‌ها، وابسته به نحوه درک و احساس سرمایه‌گذاران نسبت به آن اقدامات است. این یافته نشان می‌دهد که مسئولیت‌پذیری اجتماعی تنها در صورتی می‌تواند به بهبود عملکرد مالی بینجامد که همراه با جلب اعتماد و برانگیختن احساسات مثبت در سرمایه‌گذاران باشد. در واقع، سرمایه‌گذاران نسبت به شرکت‌هایی که شفاف و مسئولیت‌پذیرند،

خوش‌بین‌ترند و این نگرش مثبت در قالب افزایش سرمایه‌گذاری، کاهش هزینه سرمایه و در نتیجه بهبود عملکرد مالی منعکس می‌شود.

این نتیجه با دیدگاه‌های موجود در حوزه مالی رفتاری، به‌ویژه نظریه مالی رفتاری و نظریه توجه محدود سرمایه‌گذار، سازگار است. زیرا در بازارهای در حال توسعه مانند بورس تهران، تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران بیش از آنکه صرفاً بر تحلیل‌های بنیادی استوار باشد، تحت تأثیر هیجانات، برداشت‌های ذهنی، شایعات و فضای روانی حاکم بر بازار قرار دارد. بازار سرمایه ایران به دلیل ضعف در کارایی اطلاعاتی، و کمبود رویه‌های استاندارد در افشای عملکرد مسئولیت اجتماعی، بستری مستعد برای نوسانات احساسات سرمایه‌گذار است. بنابراین، حتی اگر شرکت‌ها در زمینه مسئولیت اجتماعی عملکرد مناسبی داشته باشند، در صورتی که این اقدامات به‌درستی اطلاع‌رسانی نشوند یا مورد اعتماد سرمایه‌گذاران قرار نگیرند، ممکن است تأثیر مثبت مورد انتظار بر عملکرد مالی محقق نشود. از سوی دیگر، در شرایطی که احساسات سرمایه‌گذاران مثبت است و اقدامات مسئولیت اجتماعی شرکت با شفافیت اطلاع‌رسانی می‌شود، احتمال واکنش مطلوب بازار و بهبود عملکرد مالی شرکت افزایش می‌یابد. این نتیجه با نتیجه بانوونگ (۲۰۲۲) که نشان دادند رابطه بین عملکرد اجتماعی شرکت و عملکرد مالی، تحت تأثیر تعدیل‌گر احساسات سرمایه‌گذاران، تضعیف می‌شود، همخوانی ندارد.

۶. پیشنهادات و محدودیت‌های پژوهش

با توجه به نتایج مثبت و معنادار مسئولیت‌پذیری اجتماعی بر عملکرد مالی، به سازمان بورس و اوراق بهادار ایران پیشنهاد می‌شود نسبت به تدوین و اجرای چارچوبی مشخص برای افشای عملکرد مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها اقدام نماید و آن را به‌عنوان بخشی از الزامات گزارش‌دهی شرکت‌های بورسی لحاظ کند. طراحی و معرفی شاخص‌های محیط‌زیستی، اجتماعی و حاکمیتی متناسب با شرایط اقتصادی، فرهنگی و اجتماعی ایران می‌تواند ابزار مناسبی برای هدایت سرمایه‌گذاران به سمت شرکت‌های مسئولیت‌پذیر باشد. این شاخص‌ها می‌توانند به سرمایه‌گذاران کمک کنند تا تصمیم‌گیری مبتنی بر ارزش‌های اجتماعی داشته باشند. نهادهای مالی بزرگ مانند صندوق‌های سرمایه‌گذاری و شرکت‌های تأمین سرمایه می‌توانند نقش مهمی در هدایت منابع مالی به سمت شرکت‌های CSR محور ایفا کنند. سیاست‌گذاران بازار سرمایه باید با مشوق‌های مالیاتی یا اعتباری، این نهادها را به ارزیابی CSR در فرآیند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری تشویق کنند.

به مدیران شرکت‌ها پیشنهاد می‌شود مسئولیت اجتماعی را نه تنها به‌عنوان تعهدی اخلاقی، بلکه

به‌مثابه سرمایه‌گذاری راهبردی تلقی کنند که می‌تواند با بهبود تصویر برند، افزایش وفاداری مشتریان و تسهیل در تأمین مالی، سودآوری بلندمدت را افزایش دهد. سرمایه‌گذاران نهادی نظیر صندوق‌های بازنشستگی و بانک‌ها، در ارزیابی شرکت‌ها برای سرمایه‌گذاری، شاخص‌های مسئولیت اجتماعی را در کنار معیارهای مالی مدنظر قرار دهند و نهادهای آموزشی و حرفه‌ای حسابداری و حسابرسی مانند جامعه حسابداران رسمی ایران، می‌توانند با برگزاری دوره‌های آموزشی و انتشار راهنماهای اجرایی، شرکت‌ها را در طراحی و افشای اطلاعات مربوط به عملکرد اجتماعی یاری دهند.

با توجه به اینکه احساسات سرمایه‌گذاران رابطه بین مسئولیت اجتماعی و عملکرد مالی را تقویت می‌کند، به شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس تهران پیشنهاد می‌شود گزارش‌دهی دقیق‌تری از اقدامات مسئولیت اجتماعی خود ارائه دهند، زیرا شفاف‌سازی این فعالیت‌ها می‌تواند ادراک و احساسات مثبت سرمایه‌گذاران را نسبت به شرکت افزایش داده و در نهایت موجب بهبود عملکرد مالی شود. شرکت‌ها علاوه بر اجرای اقدامات مسئولیت اجتماعی، توجه ویژه‌ای به نحوه ادراک و تفسیر این اقدامات توسط سرمایه‌گذاران داشته باشند. در این راستا، استفاده از راهبردهای مؤثر اطلاع‌رسانی، گزارش‌گری شفاف و به‌موقع و بهره‌گیری از رسانه‌ها و شبکه‌های اجتماعی برای بهبود تصویر ذهنی شرکت، اهمیت دارد. شرکت‌ها می‌توانند با طراحی گزارش‌های خوانا، تصویری و خلاصه از فعالیت‌های مسئولیت اجتماعی (مانند حمایت از محیط زیست، کارآفرینی اجتماعی، کمک‌های خیریه) و انتشار آن در وبسایت رسمی و سامانه کدال، احساسات مثبت سرمایه‌گذاران را تحت تأثیر قرار دهند. ارائه شواهد ملموس از تأثیر این اقدامات بر جامعه، اعتماد سرمایه‌گذاران را افزایش می‌دهد. شرکت‌ها با پیاده‌سازی گزارش‌گری یکپارچه، که عملکرد مالی و اجتماعی را در قالبی منسجم ارائه می‌دهد، می‌توانند بینشی کامل‌تر از ارزش‌آفرینی بلندمدت خود برای ذی‌نفعان ترسیم کنند. این مدل گزارش‌گری به تصمیم‌گیری منطقی‌تر سرمایه‌گذاران کمک نموده و از رفتارهای هیجانی جلوگیری می‌کند.

با توجه به سهم بالای سرمایه‌گذاران حقیقی در بورس ایران و واکنش‌های هیجانی آن‌ها به اخبار و وقایع بازار، سازمان بورس و اوراق بهادار می‌تواند با برگزاری دوره‌های آموزشی با هدف ارتقاء سواد مالی و آشنایی با مفاهیم سرمایه‌گذاری مسئولانه در تقویت احساسات مثبت و منطقی‌تر سرمایه‌گذاران نسبت به شرکت‌های مسئولیت‌پذیر مؤثر باشد.

با توجه به نقش تعدیل‌گر احساسات سرمایه‌گذاران، سازمان بورس می‌تواند از گزارش‌های تحلیلی مبتنی بر رفتار بازار استفاده کند تا احساسات سرمایه‌گذاران نسبت به اقدامات CSR شرکت‌ها بهتر مدیریت شود.

با وجود نتایج معنادار و قابل توجه این پژوهش در خصوص تأثیر مثبت مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها بر عملکرد مالی و نقش تقویتی احساسات سرمایه‌گذار، باید به برخی محدودیت‌ها اشاره کرد. نخست آنکه این پژوهش با تمرکز بر داده‌های شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار انجام شده است و ممکن است نتایج آن به سایر حوزه‌ها یا بازارهای مالی با ساختار نهادی متفاوت قابل تعمیم نباشد. دوم، اندازه‌گیری احساسات سرمایه‌گذار بر اساس شاخص‌های ثانویه صورت گرفته است که ممکن است دقت کافی در بازنمایی واقعی احساسات را نداشته باشد.

با توجه به محدودیت‌های فوق، پیشنهاد می‌شود در پژوهش‌های آتی، احساسات سرمایه‌گذار از طریق روش‌های مستقیم‌تری مانند تحلیل محتوای شبکه‌های اجتماعی، نظرسنجی‌های سرمایه‌گذاران یا داده‌های مبتنی بر یادگیری ماشین استخراج شود تا دقت بیشتری حاصل گردد. تأثیر نقش میانجی یا تعدیل‌گر سایر متغیرهای روان‌شناختی یا رفتاری مانند اعتماد سرمایه‌گذار، ریسک‌گریزی یا سوگیری‌های شناختی در این رابطه بررسی شود. تحلیل کیفی از طریق مصاحبه با مدیران مالی و فعالان بازار سرمایه انجام شود تا درک عمیق‌تری از سازوکارهای ذهنی و رفتاری اثرگذاری مسئولیت اجتماعی بر عملکرد مالی حاصل شود. همچنین محققین می‌توانند به بررسی تأثیر ویژگی‌های هیئت مدیره و مالکیت مدیریتی بر رابطه احساسات سرمایه‌گذار و عملکرد مالی شرکت پرداخته، نقش تعدیل‌کننده احساسات سرمایه‌گذار بر رابطه مسئولیت اجتماعی شرکت و عملکرد مالی در میان صنایع مختلف بورسی بررسی و نتایج آن‌ها مقایسه شود. همچنین تأثیر مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها بر احساسات سرمایه‌گذار طی چرخه عمر شرکت به صورت مقایسه‌ای مورد بررسی قرار گیرد.

یادداشت‌ها

- | | |
|---------------------------|------------------------------------|
| 1. Zheng | 2. corporate social responsibility |
| 3. Friede | 4. Myskova & Hajek |
| 5. Wadoock | 6. Cheong |
| 7. Potapova | 8. Lys |
| 9. Bagnoli & Watts | 10. Barberis & Shleifer |
| 11. Naughton | 12. Baker & Wurgler |
| 13. Keynes | 14. Zhu & Niu |
| 15. Baovoung | 16. Stakeholder Theory |
| 17. Freeman | 18. Porter & Kramer |
| 19. Legitimacy Theory | 20. Suchman |
| 21. Social Capital Theory | 22. Nahapiet & Ghoshal |
| 23. Deng | 24. Eccles |

- | | |
|----------------|------------------------|
| 25. Flammer | 26. Oeyono |
| 27. Chetty | 28. Wardhani |
| 29. Forcadell | 30. Barman & Mahakud |
| 31. Mavruk | 32. Hirshleifer & Teoh |
| 33. Puspitasar | 34. Stationarity |

منابع

الف. فارسی

احمدی لنگری، سیدحسین و خوزین، علی (۱۴۰۰). تأثیر مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها بر عملکرد مالی، ثبات مالی و شمول مالی در بخش بانکی ایران، *فصلنامه تحلیل بازار سرمایه*، ۱(۳)، ۱۵۲-۱۸۸.

امیری، سید خسرو و وکیل‌زاده روح‌الامینی، مجتبی (۱۳۹۳). تأثیر مسئولیت اجتماعی بر عملکرد مالی شرکت‌ها، کنفرانس بین‌المللی حسابداری، *اقتصاد و مدیریت مالی*، تهران.

<https://civilica.com/doc/325495>

امیری، علی، شهابی، صالح، روستا، عباس و اسماعیلی، مختار (۱۳۹۹). تأثیر مسئولیت‌پذیری اجتماعی بر عملکرد مالی با نقش واسطه‌ای فعالیت‌های سیاسی شرکت در مجتمع گاز پارس جنوبی، *فصلنامه رویکردهای پژوهشی نوین در مدیریت و حسابداری*، ۴(۴۴)، ۳۹-۱۵.

پورعلی، محمدرضا و حجامی، محدثه (۱۳۹۳). بررسی رابطه بین افشای مسئولیت اجتماعی و مالکیت نهادی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، *دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت*، ۳(۱۰)، ۱۵۰-۱۳۵.

تهرانی، رضا، عباسیان، عزت‌اله، میرلوحی، سید مجتبی و بیاتی، حسین (۱۴۰۰). اثر احساس سرمایه‌گذار و رفتار معاملاتی سرمایه‌گذاران حقیقی و حقوقی بر بازده مازاد سهام در بورس اوراق بهادار تهران در قالب مدل ۸ عاملی، *تحقیقات حسابداری و حسابرسی*، ۵۲، ۲۶-۵.

جعفرپور ایناللو، هومن، نخعی، حبیب‌اله و طالب‌نیا، قدرت‌الله (۱۴۰۲). بررسی تأثیر معیارهای مدیریت محیطی مسئولیت اجتماعی بر عملکرد مالی شرکت‌های تولیدی با تأکید بر معیارهای مالی نوین در حسابداری، *فصلنامه علمی پژوهشی دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت*، ۱۲(۳)، ۳۴۲-۳۲۳.

حساس یگانه، یحیی، سهرابی، حسینعلی و غواصی کناری، محمد (۱۳۹۹). ارتباط گزارشگری مسئولیت اجتماعی با ارزش شرکت، *پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی*، ۱۲(۴۵)، ۲۰-۲۰.

۱.

حسینی، سیدعلی و مرشدی، فاطمه (۱۳۹۸). تاثیر احساسات سرمایه‌گذاران بر پویایی معاملات بورس اوراق بهادار تهران، *پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی*، ۱۱ (۴۴)، ۱-۲۲.

حیدری کرد زنگنه، غلامرضا، نو روش، ایرج و جعفری، محمدحسن (۱۳۹۶). مسئولیت اجتماعی و عملکرد مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، *مجله اقتصادی*، ش ۳ و ۴، ۷۸-۵۳.

رجبی، مریم و قجربیگی، مهسا (۱۴۰۰). واچینی رابطه پیچیده میان عملکرد زیست محیطی و عملکرد مالی، *فصلنامه رویکردهای پژوهشی نوین در مدیریت و حسابداری*، سال ۵، ش ۶۹، جلد ۸، ۱۱۴-۹۵.

رشیدی، محسن و حسینی، حنیف (۱۴۰۱). تاثیر احساسات سرمایه‌گذاران بر فعالیتهای مسئولیت اجتماعی شرکت، *دانشگاه الزهرا (س)*، دانشکده علوم اجتماعی و اقتصادی، *حسابداری و منافع اجتماعی*، ۱۲ (۳)، ۱۹۲-۱۷۱.

رضایی کلیدبری، حمید رضا، داوری، علی، پور ناصرانی، امیر و محمدی آلمانی، امین (۱۳۹۲). تاثیر مسئولیت اجتماعی شرکت و آگاهی محیطی بر ارتقای سرمایه فکری سبز (مورد مطالعه: واحدهای صنعتی فعال در شهر صنعتی رشت)، *چشم‌انداز مدیریت دولتی*، ۴ (۱۵).
 رضائی پشته نوئی، یاسر، غلامرضا پور، محمد، امیر نیا، نرجس و کاظمی، سید پوریا (۱۴۰۰). راهبرد تجاری و افشای مسئولیت پذیری اجتماعی شرکت، *دانش حسابداری*، ۱۲ (۲)، پیاپی ۴۵، ۸۶-۶۷.

زارع بهنمیری، محمدجواد، نظری شمس‌آباد، احمد و بیکی، نیلوفر (۱۴۰۱). مسئولیت‌پذیری اجتماعی و احساسات سرمایه‌گذاران با رویکرد معادلات همزمان، *دانشگاه الزهرا (س)*، دانشکده علوم اجتماعی و اقتصادی، *حسابداری و منافع اجتماعی*، ۱۲ (۱)، ۱۱۴-۹۱.

سبزه‌علی پور، فرشاد، آقایی، محمدعلی، آذر، عادل و سپاسی، سحر (۱۳۹۹). ارائه مدل اقتضایی تاثیر ساختار هیات مدیره بر کیفیت سود: رویکرد معادلات ساختاری، *پژوهش‌های تجربی حسابداری*، ۱۰ (۳۷)، ۱۲۵-۹۹.

ستایش، محمدحسین و شمس‌الدینی، کاظم (۱۳۹۵). بررسی رابطه‌ی بین گرایش احساسی سرمایه‌گذاران و قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، *مجله پیشرفت‌های حسابداری دانشگاه شیراز*، ۸ (۱)، (پیاپی ۷۰/۳)، ۱۲۵-۱۰۳.

شمس‌الدینی، کاظم، نعمتی، میثم و عسکری شاهم آباد، مهدی (۱۴۰۱). ارائه مدلی به‌منظور توسعه مسئولیت‌اجتماعی شرکت‌ها، دانشگاه الزهرا (س)، دانشکده علوم اجتماعی و اقتصادی، *حسابداری و منافع اجتماعی*، ۱۱۲(۱)، ۱۵۶-۱۱۶.

صنوبر، ناصر، خلیلی، مجید و ثقفیان، حامد (۱۳۸۹). بررسی رابطه بین مسئولیت پذیری اجتماعی با عملکرد مالی شرکت‌ها، *فصلنامه علمی پژوهشی کاوش‌های مدیریت بازرگانی*، ۲(۴)، ۵۲-۲۸.

عرب، روح اله، حسینی، سیده زهرا و غلامرضا پور، محمد (۱۴۰۰). بررسی رابطه بین قدرت مدیرعامل و اهرم مالی شرکت، *فصلنامه راهبرد مدیریت مالی*، ۹(۳)، پیاپی ۳۴، ۱۴۰-۱۲۳.

غفاری فرد، محمد و زاهدی، جمشید (۱۳۹۸). انتخاب شاخص‌های راهبردی و ارزیابی عملکرد مالی شرکت‌ها با استفاده از روش تحلیلی سلسله مراتبی فازی و تاپسیس (مطالعه موردی: صنایع شیمیایی در بورس اوراق بهادار تهران)، *تحقیقات حسابداری و حسابرسی*، ۴۴، ۱۴۴-۱۲۵.

فخری قورمیک، جواد، انواری رستمی، علی اصغر، منطقی، خسرو و باغبان، مهدی (۱۳۹۳). بررسی رابطه نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهام و چولگی بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران، *کنفرانس بین‌المللی علوم رفتاری و مطالعات اجتماعی*، ۱.

فرح‌آبادی، مسعود و حیدرپور، فرزانه (۱۴۰۱). تأثیر جهت‌گیری محیط زیست بر عملکرد مالی با تأکید بر اثرات مدیریت سبز تأمین‌کننده و سرمایه ارتباطی، *قضاوت و تصمیم‌گیری در حسابداری و حسابرسی*، ۱۱(۱)، ۸۹-۶۷.

کردستانی، غلامرضا، قادر زاده، سید کریم و حقیقت، حمید (۱۳۹۷). تأثیر افشای مسئولیت اجتماعی بر معیارهای حسابداری، اقتصادی و بازار ارزیابی عملکرد شرکت‌ها، *پیشرفت‌های حسابداری (علوم اجتماعی و انسانی شیراز)*، ۱۰(۱)، پیاپی ۷۴/۳، ۲۱۷-۱۸۷.

کیوانلو، احسان، بابائی، علیرضا و بابائی، محمد (۱۳۹۴). رابطه بین مسئولیت اجتماعی و عملکرد مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، *ماهنامه بورس*.

گل ارضی، غلامحسین و پیری، سلیمه (۱۴۰۱). بررسی تأثیر تصمیمات احساسی سرمایه‌گذاران بر وقوع بحران در بورس اوراق بهادار تهران، *راهبرد مدیریت مالی*، ۹(۳۷)، ۱۱۶-۹۹.

معصومی، مصطفی و ثابت فر، پویا (۱۳۹۵). بررسی رابطه بین نسبت‌های بدهی و سودآوری شرکت‌ها، *کنفرانس بین‌المللی مدیریت و اقتصاد در قرن ۲۱، دوره دوم برگزاری*.

ب. انگلیسی

- Ahmadilangeri, S. H., & Khazin, A. (2021). The impact of corporate social responsibility on financial performance, financial stability, and financial inclusion in the banking sector of Iran. *Capital Market Analysis Quarterly*, 1(3), 152-188 (In Persian).
- Amiri, A., Shahabi, S., Rousta, A., & Esmaili, M. (2020). The impact of social responsibility on financial performance with the mediating role of corporate political activities in South Pars gas complex. *New Research Approaches in Management and Accounting Quarterly*, 4(44), 15-39 (In Persian).
- Amiri, S. K., & Vaghilzadeh Rouh Al-Amini, M. (2014). The impact of corporate social responsibility on the financial performance of companies. In *International Conference on Accounting, Economics, and Financial Management*, <https://civilica.com/doc/325495> (In Persian).
- Arab, R. H., Hosseini, Z. S., & Gholamreza Pour, M. (2021). Investigating the relationship between CEO power and the financial leverage of companies. *Financial Management Strategy*, 9(3), 123-140 (In Persian).
- Bagnoli, M., & Watts, S. G. (2003). Selling to Socially Responsible Consumers: Competition and the Private Provision of Public Goods. *Journal of Economics & Management Strategy*, 12(3), 419-445.
- Baker, M., & Wurgler, J. (2007). Investor sentiment in the stock market. *Journal of Economic Perspectives*, 21(2), 129-152. <https://doi.org/10.1257/jep.21.2.129>
- Baker, M., and J. Wurgler. 2006. Investor sentiment and the crosssection of stock returns. *Journal of Finance*. 61(4), 1645-1680.
- Baovoung, N. (2022). Investor Sentiment, Corporate Social Responsibility, and Financial Performance: Evidence from Japanese Companies. *Borsa Istanbul Review*, 22(5), 911-925.
- Barberis N, Shleifer A (2003) Style investing. *Journal of Financial Economics*. 68(2), 161-199.
- Barman, S., & Mahakud, J. (2024). Corporate social responsibility and financial performance: Do group affiliation and mandatory corporate social responsibility norms matter? *IIMB Management Review*. 36(3), 256-268. <https://doi.org/10.1016/j.iimb.2024.06.003>
- Baron, R. M., & Kenny, D. A. (1986). The moderator–mediator variable distinction in social psychological research: Conceptual, strategic, and statistical considerations. *Journal of Personality and Social Psychology*, 51(6), 1173–1182. <https://doi.org/10.1037/0022-3514.51.6.1173>

- Cheong, C., Sinnakkanna, J., Ramasamy, S., Krishnan Gura, B. (2017). Reactive or Proactive: Investor Sentiment as a Driver of Corporate Social Responsibility, *Research in International Business and Finance*, 42, 572-582.
- Chetty, S., Naidoo, R., Seetharam, Y. (2015). The Impact of Corporate Social Responsibility on Firms' Financial Performance in South Africa. *Contemporary Economics*. ISSN 2084-0845, Vizja Press & IT, Warsaw, 9(2), 193-213, <https://doi.org/10.5709/ce.1897-9254.167>
- De Long, J.B., A. Shleifer, L.H. Summers, and R.J. Waldmann. 1990. Noise trader risk in financial markets. *The Journal of Political Economy*. 98(4): 703–738.
- Deng, X., Jk. Kang, and B.S. Low. 2013. Corporate social responsibility and stakeholder value maximization: Evidence from mergers. *Journal of Financial Economics*. 110(1), 87–109.
- Eccles, R. G., Ioannou, I., & Serafeim, G. (2014). The impact of corporate sustainability on organizational processes and performance. *Management Science*, 60(11), 2835–2857. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2014.1984>
- Fakhri Ghoramik, J., Anvari Rostami, A. A., Manteghi, K., & Baghban, M. (2014). Investigating the relationship between the book value to market value ratio and stock return skewness in the Tehran Stock Exchange. *International Conference on Behavioral Sciences and Social Studies*, 1 (In Persian).
- Farahabadi, M., & Heydarpour, F. (2022). The impact of environmental orientation on financial performance with an emphasis on the effects of green management supply chain and relational capital. *Judgment and Decision Making in Accounting and Auditing*, 1(1), 67-89 (In Persian).
- Fatemi, A., Glaum, M., & Kaiser, S. (2018). ESG performance and firm value: The moderating role of disclosure. *Global Finance Journal*, 38, 45–64. <https://doi.org/10.1016/j.gfj.2017.03.001>
- Flammer, C. (2015). The Impact of Corporate Social Responsibility lead to Superior Financial Performance A Regression Discontinuity Approach, 61(11), 2549-2568.
- Forcadell, F, J., Aracil, E., Lorena, A. (2024). The firm under the spotlight: How stakeholder scrutiny drives CSR and reinforces financial performance, *Corporate Social Responsibility and Environmental Management* 30(3), 1258-1272.
- Freeman, R., et al. (2010). Stakeholder theory: The state of the art. Cambridge University Press.

- Friede, G., Busch, T., & Bassen, A. (2015). ESG and financial performance: Aggregated evidence from more than 2000 empirical studies. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 5(4), 210-233. <https://doi.org/10.1080/20430795.2015.1118917>
- Ghafari Fard, M., & Zahedi, J. (2019). Selecting strategic indicators and evaluating the financial performance of companies using fuzzy analytic hierarchy process and TOPSIS (Case study: Chemical industries in the Tehran Stock Exchange). *Accounting and Auditing Research*, 44, 125-144 (In Persian).
- Golarzi, G. H., & Piri, S. (2022). Investigating the impact of emotional decisions of investors on the occurrence of crises in the Tehran Stock Exchange. *Financial Management Strategy*, 9(37), 99-116 (In Persian).
- Heydari Kurd Zanganeh, G. R., No Rosh, I., & Jafari, M. H. (2017). Corporate social responsibility and financial performance in companies listed on the Tehran Stock Exchange. *Economic Journal*, 3-4, 53-78 (In Persian).
- Hirshleifer, D., & Teoh, S. H. (2003). Limited attention, information disclosure, and financial reporting. *Journal of Accounting and Economics*, 36(1-3), 337-386.
- Hossaini Yeganeh, Y., Sohrabi, H., & Ghavasi Kenari, M. (2020). The relationship between social responsibility reporting and firm value. *Financial Accounting and Auditing Research*, 12(45), 1-20 (In Persian).
- Hosseini, S. A., & Marashti, F. (2019). The impact of investor sentiments on the dynamics of transactions in the Tehran Stock Exchange. *Financial Accounting and Auditing Research*, 11(44), 1-22 (In Persian).
- Jafarpour Inaloo, H., Nakhaei, H., & Talebnia, G. (2023). Investigating the impact of environmental management criteria of corporate social responsibility on the financial performance of manufacturing companies with an emphasis on modern financial criteria in accounting. *Scientific-Research Journal of Management Accounting and Auditing*, 12(3), 323-342 (In Persian).
- Keynes JM (1936) The general theory of employment, interest, and money. Harcourt Braceand Co., New York.
- Keyvanloo, E., Babaei, A., & Babaei, M. (2015). The relationship between corporate social responsibility and financial performance in companies listed on the Tehran Stock Exchange. *Monthly Stock Exchange* (In Persian).
- Kordestani, G., Ghaderzadeh, S. K., & Haghighat, H. (2018). The impact of social responsibility disclosure on accounting, economic, and market

- performance evaluation criteria of companies. . *Journal of Accounting Advances*, 10(1), 187-217 (In Persian).
- Lys, T, Z., Naughton, J, P., Wang, C. (2015). Signaling through corporate accountability reporting. *Journal of Accounting and Economics*, 60(1), 56-72.
- Masomi, M., & Sabetfar, P. (2016). Investigating the relationship between debt ratios and profitability of companies. *International Conference on Management and Economics in the 21st Century*, Second Session (In Persian).
- Mavruk, T. (2025). Local CSR, local ownership and firm value, *International Review of Financial Analysis*, 102, <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2025.104091>.
- Myskova, R., Hajek, P. (2019). The Relationship Between Corporate Social Responsibility in Corporate Annual Reports and Financial Performance of U.S Companies. *Journal of International Studies*, 12(1):269-282
- Nahapiet, J., & Ghoshal, S. (1998). Social capital, intellectual capital, and the organizational advantage. *Academy of Management Review*, 23(2), 242–266.
- Naughton, J.P., C. Wang, and I. Yeung. 2019. Investor sentiment for corporate social performance. *Accounting Review*, 94(4), 401-420.
- Oeyono, J., Martin, S., & Bampton, R. (2011). An examination of corporate social responsibility and financial performance. *Journal of Global Responsibility*, 2(1), 100-112.
- Porter, M. E., & Kramer, M. R. (2011). Creating shared value. *Harvard Business Review*, 89(1/2), 62–77.
- Potapova, A., Wang, Zh., Steblyanskaya, A. (2021). The Impact of Corporate Social Responsibility on the Companys Financial Performance. *Journal of Corporate Finance Research*, 15(4).
- Pourali, M. R., & Hajami, M. (2014). Investigating the relationship between social responsibility disclosure and institutional ownership in companies listed on the Tehran Stock Exchange. *Management Accounting and Auditing Studies*, 3(10), 135-150 (In Persian).
- Puspitasar, I., Irawati, D., Galin Prasaja, M., Baraba, R. (2018). Corporate Social Responsibility (CSR) and Firm Value: The Role of Investor Sentiment in Greem Companies Listed on the IDX. *Advances in Economics, Business and Management Research*, 86.
- Rajabi, M., & Ghajarbeigi, M. (2021). Examining the complex relationship between environmental performance and financial performance. *New*

- Research Approaches in Management and Accounting Quarterly*, 5(69), 95-114 (In Persian).
- Rashidi, M., & Hosseini, H. (2022). The impact of investor sentiments on corporate social responsibility activities, *Accounting and Social Benefits*, 12(3), 171-192 (In Persian).
- Rezaei Kalidbari, H. R., Davari, A., Pour Nasarani, A., & Mohammadi Almani, A. (2013). The impact of corporate social responsibility and environmental awareness on enhancing green intellectual capital (Case Study: Industrial units active in Rasht Industrial City). *Public Management Outlook*, 4(15) (In Persian).
- Rezai Piteh Noei, Y., Gholamreza Pour, M., Amir Nia, N., & Kazemi, S. P. (2021). Business strategy and corporate social responsibility disclosure. *Accounting Knowledge*, 12(2), 67-86 (In Persian).
- Sabzeali Pour, F., Aghaei, M. A., Azar, A., & Sepasi, S. (2020). Providing a contextual model for the impact of board structure on earnings quality: A structural equation approach. *Empirical Accounting Research*, 10(37), 99-125 (In Persian).
- Sanoubar, N., Khalili, M., & Saghafian, H. (2010). Investigating the relationship between social responsibility and financial performance of companies. *Scientific-Research Quarterly of Business Management Investigations*, 2(4), 28-52 (In Persian).
- Setayesh, M. H., & Shamsaldini, K. (2016). Investigating the relationship between investor emotional tendencies and stock prices of companies listed on the Tehran Stock Exchange. *Journal of Accounting Advances*, 8(1), 103-125 (In Persian).
- Shamsaldini, K., Nemati, M., & Askari Shahm Abad, M. (2022). Providing a model for the development of corporate social responsibility., *Accounting and Social Benefits*, 12(1), 116-156 (In Persian).
- Shleifer, A., and R.W. Vishny. 1997. The limits of arbitrage. *Journal of Finance*. 52(1), 35-55.
- Suchman, M. C. (1995). Managing legitimacy: Strategic and institutional approaches. *Academy of Management Review*, 20(3), 571-610.
- Tehrani, R., Abasiyan, I., Mirloohi, S. M., & Bayati, H. (2021). The effect of investor sentiment and trading behavior of individual and institutional investors on excess stock returns in the Tehran Stock Exchange using an 8-factor model. *Accounting and Auditing Research*, 52, 5-26 (In Persian).
- Waddock, S., Greta, M. M., Steve, W., Domenico, D., (2015). The complexity of wicked problems in large scale change. *Journal of Organizational*

- Change Management*, 28(6), 993-1012.
- Wardhani, RS., Awaluddin, M., Renaiti. (2019). Financial Performance and Corporate Social Responsibility on Return of Shares. *Jurnal Akuntansi*, 23(3), 409-432.
- Zainudin, Z., Mohd Zaki, Z., Abdul Hadi, AR., Iqbal Hussain, H., Hallak Kantakji, M. (2019). Investor Sentiment and Firm Financial Performance of Malaysia IPO Firms: Pre and Post Financial Crisis. *International Journal of Financial Research*. 10(5).
- Zareh Behnamiri, M. J., Nazari Shamsabad, A., & Biki, N. (2022). Social responsibility and investor sentiments with a simultaneous equations approach. *Accounting and Social Benefits*, 12(1), 91-114 (In Persian).
- Zheng, F., Zhao, Zh., Sun, Y., Alikhan, Y. (2021). Financial Performance of Chinas Listed Firms in Presence of Coronavirus: Evidence from Corporate Culture and Corporate Social Responsibility. *Current Psychology*, 42, 8897-8918.
- Zhu, B., Niu, F. (2016). Investor sentiment, accounting information and stock price: Evidence from China. *Pacific-Basin Finance Journal*, 38, 125-134.