

## Corporate Social Responsibility and Investor Sentiment: A Simultaneous Equation System Approach<sup>1</sup>

Mohammad Javad Zare Bahnamiri<sup>2</sup>, Ahmad Nazari Shams Abad<sup>3</sup>, Niloofar Beiky<sup>4</sup>

Received: 2021/09/30

Accepted: 2022/02/12

Research Paper

### Abstract

**Purpose:** The purpose of this research is to investigate the simultaneous effect of social responsibility on the company and the emotions of investors. Nowadays, moral issues and actions for economic development are focused on improving the quality of human resources on a wider scale, the community. As a result, firms plan their strategy purposes that have positive effects on the community. Some companies perform social responsibility activities to maintaining a good impression and attracting market trust.

**Methodology:** The period of research during 2014 and 2020 and the research sample consisted of 130 Tehran Stock Exchange. To test the research hypotheses, simultaneous equations and econometric software have been used.

**Results:** The results indicate a positive, significant, and simultaneous effect on investor sentences.

**Conclusion:** Managers recognize the expectations of investors and respond to them. This leads to a positive reaction of the capital market to the stock value of such companies. Whenever the company realizes that investors are more emotional, they move more toward social responsibility.

**Contribution:** Studies about the emotions of investors and responsibilities show that the present study does not have a similar sample in Iran in terms of the subject, goal, and method of measuring the emotions of investors.

**Keywords:** Environmental Issues, Investor Sentiment, Simultaneous Equations, Social Responsibility.

**JEL classification:** C31, M14, L20.

1. DOI: 10.22051/JAASCI.2022.38935.1660

2. Assistant Professor, Department of Accounting, Qom University, Qom, Iran. Corresponding Author (Mj.zare@qom.ac.ir)

3. M.Sc. Department of Accounting, Qom University, Qom, Iran. (Ahmad.nazari.m@gmail.com)

4. M.Sc. Department of Accounting, Qom University, Qom, Iran. (ni.beygi@gmail.com)



## مسئولیت‌پذیری اجتماعی و احساسات سرمایه‌گذاران با رویکرد معادلات همزمان<sup>۱</sup>

محمد جواد زارع بهنمیری<sup>۲</sup>، احمد نظری شمس‌آباد<sup>۳</sup>، نیلوفر بیکی<sup>۴</sup>

مقاله پژوهشی

تاریخ دریافت: ۱۴۰۰/۰۷/۰۸

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۰/۱۱/۲۳

### چکیده

**هدف:** هدف از انجام پژوهش حاضر بررسی تاثیر همزمان مسئولیت‌اجتماعی شرکت و احساسات سرمایه‌گذاران می‌باشد. امروزه، موضوعات اخلاقی و اقدام در جهت توسعه اقتصادی همراه با بهبود کیفیت منابع انسانی بر مقیاسی وسیع‌تر یعنی اجتماع متمرکز می‌شوند. در نتیجه بنگاه‌ها، اهداف استراتژی خود را به گونه‌ای برنامه‌ریزی می‌نمایند که اثرات مثبتی بر اجتماع به همراه داشته باشد. برخی شرکت‌ها با انجام فعالیت‌های مسئولیت‌اجتماعی در پی ایجاد و حفظ یک تصور خوب و جلب اعتماد بازار هستند.

**روش:** دوره زمانی پژوهش، طی سال‌های ۱۳۹۳ تا ۱۳۹۸ و نمونه آماری پژوهش شامل ۱۳۰ شرکت بورسی و فرابورسی ایران می‌باشد. جهت آزمون فرضیه‌های پژوهش از روش معادلات همزمان و نرم‌افزار اقتصادسنجی استفاده شده است.

**یافته‌ها:** نتایج نشان‌دهنده تاثیر مثبت، معنادار و همزمان مسئولیت‌اجتماعی بر احساسات سرمایه‌گذاران می‌باشد.

**نتیجه‌گیری:** مدیران انتظارات سرمایه‌گذاران را تشخیص داده و به آنها پاسخ می‌دهند. این امر واکنش مثبت بازار سرمایه را نسبت به ارزش سهام اینگونه شرکت‌ها در پی دارد. در واقع، هر گاه شرکت متوجه شود که سرمایه‌گذاران احساساتی‌تر برخورد می‌کنند، بیشتر به سمت مسئولیت‌اجتماعی حرکت می‌کنند.

**دانش‌افزایی:** بررسی‌های انجام شده در زمینه احساسات سرمایه‌گذاران و مسئولیت‌اجتماعی نشان می‌دهد، پژوهش حاضر از لحاظ موضوع، هدف و نحوه اندازه‌گیری متغیر احساسات سرمایه‌گذاران نمونه‌ی مشابهی در ایران ندارد.

**واژه‌های کلیدی:** احساسات سرمایه‌گذاران، مسائل زیست‌محیطی، مسئولیت اجتماعی، معادلات همزمان.

طبقه بندی موضوعی: C31, M14, L20

DOI: 10.22051/JAASCI.2022.38935.1660

۱. استادیار، گروه حسابداری، دانشکده اقتصاد و مدیریت، دانشگاه قم، قم، ایران. نویسنده مسئول. (Mj.zare@qom.ac.ir).

۲. کارشناس ارشد، گروه حسابداری، دانشکده اقتصاد و مدیریت، دانشگاه قم، قم، ایران. (Ahmad.nazari.m@gmail.com).

۳. کارشناس ارشد، گروه حسابداری، دانشکده اقتصاد و مدیریت، دانشگاه قم، قم، ایران. (ni.beygi@gmail.com).

jaasci.alzahra.ac.ir

## مقدمه

در دهه‌های اخیر با توجه به اهمیت نقش دیدگاه‌ها، ویژگی‌های ذاتی افراد و روانشناسی بازار در بررسی‌های مالی، بسیاری از مباحث مالی از تحلیل‌های آماری بر روی ارقام قیمت و سود شرکت‌ها به سمت روانشناسی انسانی و حذف چهارچوب‌های عقلی و منطقی گرایش پیدا کردند (حسینی و مرشدی، ۱۳۹۸؛ ص ۳). مواردی مانند حجم مبادلات بالا و نوسان‌های شدید در بازار سرمایه منجر به شکل‌گیری نظریه جدیدی به نام مالی رفتاری گردید (وکیلی‌فرد، سعیدی و افتخاری علی آبادی، ۱۳۹۲؛ ص ۱۱۸). بسیاری از الگوهای مالی رفتاری، مشخصاً به ویژگی‌های درونی افراد بستگی دارند و به سختی می‌توان به وسیله آموزش، آن‌ها را تغییر داد. در موارد متعددی، تصمیمات سرمایه‌گذاران در رابطه با تعیین ارزش سهام همیشه مبتنی بر روش‌های کمی نمی‌باشد و قضاوت‌های آنها بستگی به تصورات ذهنی، اطلاعات غیرعلمی، شرایط روانی و احساسی حاکم بر بورس دارد (شعری آناقیز، حساس‌یگانه، سدیدی و نره‌ئی، ۱۳۹۵؛ ص ۵). احساسات سرمایه‌گذاران نسبت به شرکت، یکی از عوامل مهم تعیین‌کننده استراتژی شرکت‌ها می‌باشد و به گونه‌ای عقیده‌ی آنان در مورد جریان‌های نقدی آتی یا ریسک‌های سرمایه‌گذاری که با واقعیات موجود تایید نشده‌اند، تعریف می‌شود (نیکومرام، سعیدی و مهرانی، ۱۳۹۵؛ ص ۴۲). سرمایه‌گذاران همیشه عقلایی و منطقی، تصمیم نمی‌گیرند و در تصمیماتشان، احساساتشان را نیز دخالت می‌دهند و این امر منجر به رخداد تصمیم‌گیری‌های نادرست می‌شود. تفاوت قیمت سهام از قیمت واقعی و قیمت‌گذاری نادرست، از جمله نتایج تصمیم‌گیری احساسی سرمایه‌گذاران است. قیمت‌گذاری نادرست سهام شرکت‌ها بر تصمیم‌های تامین مالی و در نتیجه آن بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری شرکت تاثیر می‌گذارد و موجب انحراف تصمیم‌های ارکان حاکمیت شرکتی از سرمایه‌گذاری بهینه می‌شود (حسن‌پور، رنجبر، اسدینا و احمدی، ۱۳۹۹؛ ص ۱۳۱). احساسات سرمایه‌گذاران می‌تواند منجر به تخصیص نادرست سرمایه و زیان‌های بالقوه بر کل اقتصاد باشد. در نتیجه، توجه به فعالیت‌های مسئولیت‌اجتماعی در رابطه با احساسات سرمایه‌گذاران، از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است (ناقتون و پینگ، ۲۰۱۹؛ ص ۴۰۳).

طبق نظریه نمایندگی جنسن و مک‌لینگ (۱۹۷۶)، مدیران عمدتاً در پی منافع شخصی خود می‌باشند، تا حداکثرسازی منافع سهامداران. به عنوان مثال، مدیران عملیاتی شرکت‌ها، به گونه‌ای

داوطلبانه به دنبال انجام فعالیت‌های مسئولیت‌اجتماعی هستند تا اقدامات فرصت‌طلبانه خود را مخفی نموده یا منافع خود مانند حفظ موقعیت شغلی را حداکثر نمایند. این امر بدین دلیل رخ می‌دهد که مدیران اجرایی، در تلاش هستند تا فعالیت‌های مسئولیت‌اجتماعی شرکت را به عنوان چشم‌انداز تجاری در راستای اصلاح عملکرد واحد تجاری و موازی با منافع سهامداران در نظر بگیرند (پهلوان و دارابی، ۱۳۹۸؛ ص ۸۶). امروزه بنگاه‌های اقتصادی دریافته‌اند که می‌بایست توجه بیشتری به مسائل اجتماعی از خود نشان دهند، زیرا هر کسب و کاری دارای یک بعد اجتماعی است. یکی از الزامات مهم شرکت‌ها برای بقا در عصر جهانی شدن، دستیابی به سهم بازار بالا، مزیت رقابتی و به خصوص حرکت در جهت اقتصاد رقابتی توجه به مسئولیت اجتماعی در کسب و کارشان می‌باشد. مسئولیت اجتماعی به این علت برنامه‌ریزی می‌شود که برای جامعه حامل ارزش پایدار است، در نتیجه سیاست‌های مربوط به مسئولیت اجتماعی از اهمیت بالایی برخوردار هستند. از سوی دیگر، هر شرکت برای بقا خود نیاز به جذب احساسات سرمایه‌گذار و در نهایت جذب سرمایه دارد و برای این امر سیاست‌ها و تصمیم‌های متفاوتی خواهد داشت (فخاری و همکاران، ۱۳۹۵؛ ص ۵). اقدامات مسئولیت‌اجتماعی واحد تجاری هم بر داده‌های مالی و هم اطلاعات غیرمالی آن تاثیر می‌گذارد. مطالعات نشان می‌دهند که تاثیر مسئولیت‌اجتماعی بر روی کمبودهای بازار، طریقه‌ای است که بدین وسیله، مسئولیت‌اجتماعی می‌تواند سبب وقوع ارزش برای سهامداران گردد (محموظی، اکبری و قاسمی شمس، ۱۳۹۶؛ ص ۴۳). همچنین، گرایش شرکت‌ها به ادای مسئولیت نسبت به فعالیت‌های مسئولیت‌اجتماعی در تمامی جهات، تاثیر قابل توجهی بر عملکرد و بازدهی شرکت دارد. به بیان واضح‌تر، تمایل به مسئولیت‌اجتماعی منجر به اقدام داوطلبانه واحد تجاری در جهت اصلاح مسائل زیست‌محیطی، صرف منابع انرژی کمتر، کنترل تلفات و غیره می‌گردد. در نتیجه واحد تجاری با کاهش داوطلبانه اثرات مخرب بر جامعه می‌تواند بازده‌های بلندمدت خود را حداکثر نمایند (پهلوان و دارابی، ۱۳۹۷؛ ص ۸۴). امروزه مدیران واحدهای تجاری ملاحظات اخلاقی/ اجتماعی را باید در اهداف استراتژی خود مدنظر قرار دهند. شرکت‌هایی که در پی حداکثرسازی منافع ذینفعان خود می‌باشند، به گونه‌ای گسترده، نیازمند رعایت هماهنگی بین مسائل اجتماعی، اقتصادی و محیطی تجاری‌شان هستند (اعتمادی و اسمعیلی کجانی، ۱۳۹۵؛ ص ۵). هم‌اکنون، مسئولیت‌اجتماعی

شرکت‌ها، پاسخی به دو تغییر مهم شامل افزایش نگرانی عمومی نسبت به محیط‌زیست و جریان آزاد اطلاعات که توسط اینترنت فراهم شده است، می‌باشد. اگر سازمان به گونه‌ای مطلوب، اقدام به فعالیتی‌های مسئولیت‌اجتماعی خود ننماید، نخست، مشروعیت خود را از دید ذینفعان از دست می‌دهند؛ سپس، دولت و نهادهای نظارتی از طریق قانون‌ها و مجازات‌های مختلف، واحد تجاری را ملزم به رعایت این امر می‌نمایند (حسنی، ۱۳۹۹؛ ص ۵). با توجه به این مسئله که تداوم فعالیت شرکت‌ها در بلندمدت، علاوه بر مسائل مالی، نیازمند توجه به مسائل اجتماعی و زیست‌محیطی است، شرکت‌ها سعی می‌کنند که در حدود مقررات حاکمیت شرکتی، جهت اقدام داوطلبانه شرکت در فعالیتهای مسئولیت‌اجتماعی و افشای آن پاسخگو باشند (برزگر، حسن نتاج کردی و ملکی، ۱۳۹۸؛ ص ۲۲).

از سوی دیگر، سرمایه‌گذاران در تصمیمات خود به اطلاعات مربوط به ارزیابی ریسک زیست‌محیطی و تاثیر آن بر جریان‌های نقد آتی و مسئولیت‌های واحد تجاری، توجه ویژه می‌نمایند. همچنین، خواستار اطلاعات در مورد تدابیر بکار گرفته شده توسط مدیران، جهت نمایان شدن این خطرها هستند. در دسترس قرار دادن این اطلاعات، ارزیابی ریسک سهامداران و به دنبال آن ارزشیابی سهام توسط سرمایه‌گذاران را تحت تاثیر قرار می‌دهد (حساس یگانه، سهرابی، غواصی کناری، ۱۳۹۹؛ ص ۵). پژوهش‌های بین‌المللی نیز منعکس‌کننده آن است که سرمایه‌گذاران، بیشتر نگران تغییرات محیط‌زیست شده و براساس آن رفتارشان را تغییر داده‌اند (رضایی کلیدبری، داوری، پورناصرانی و محمدی آلمانی، ۱۳۹۲؛ ص ۱۳۲). طبق این گفته، به دلیل تمایل عموم به مسائل محیط‌زیستی، مفهوم "سرمایه فکری سبز" برای اولین بار توسط "چن" (۲۰۰۸) مطرح گردید. سرمایه فکری سبز در شرکت‌هایی که بر تداوم فعالیت خود از طریق بیان دانش، توجه به ملاحظات زیست‌محیطی، به کارگیری فناوری‌های نوین، انجام بهینه عملکرد و منظور نمودن خلاقیت‌ها جهت نیل به اهداف شرکت توجه نموده‌اند، نقش اساسی داشته و واحد تجاری از این طریق می‌تواند با اقدام داوطلبانه در جهت ملاحظات زیست‌محیطی جهانی نزد ذینفعان حساس به محیط‌زیست، مشروعیت پیدا کنند. این امر سبب پیدایش ارزش برای شرکت‌ها می‌شود. شرکت‌ها با بکارگیری سرمایه فکری سبز قادرند، خود را از رقبای موجود منحصر به فرد جلوه داده و از ورود رقبای جدید

به بازار سرمایه جلوگیری نمایند. در نتیجه تقویت مزیت رقابتی شرکت‌ها بدین وسیله منجر به تثبیت جایگاه شرکت در بازار می‌شود (رضایی کلیدبری و همکاران، ۱۳۹۲؛ ص ۱۳۱). به‌طور کلی، توجه به تعهدات شرکت نسبت به جامعه، هم برای خود شرکت و هم برای جامعه، سودمند می‌باشد. بررسی‌های صورت گرفته در خصوص بررسی احساسات سرمایه‌گذار بر مسئولیت اجتماعی شرکت‌های بورسی ایران، به نظر می‌رسد که تاکنون پژوهشاتی در مورد در ایران انجام نشده است. در نتیجه، با توجه به نقش و جایگاه مسئولیت اجتماعی و مسائل زیست محیطی از دیدگاه سرمایه‌گذاران و محیط‌گرایان، همچنین تاثیر همزمان مسئولیت اجتماعی و احساسات سرمایه‌گذاران بر یکدیگر، هدف از انجام پژوهش حاضر، پاسخ به دو پرسش می‌باشد، آیا مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها بر احساسات سرمایه‌گذاران تاثیرگذار است و آیا احساسات سرمایه‌گذاران می‌تواند دلیلی برای مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت‌ها باشد یا خیر؟

### مبانی نظری و پیشینه پژوهش

دیویس و دونالدسون (۱۹۹۴) بیان کردند، عملکرد شرکت، رفتار تیم مدیریت ارشد را نشان می‌دهد. رفتار مثبت تیم مدیریت ارشد در یک شرکت می‌تواند سبب وقوع حاکمیت شرکتی مثبت شود و همچنین منجر به عملکرد با کیفیت شرکت خواهد شد. به‌طور معمول، رفتارها و اقدامات سرمایه‌گذاران به عملیات شرکت که نشان‌دهنده تعهدات مالی، عملیاتی و اجتماعی مدیران واحد تجاری می‌باشد، وابسته است. دورال و همکاران (۲۰۱۱) بیان می‌کنند، خلاقیت شرکت در مورد فعالیت‌های مسئولیت اجتماعی به خصوص زمانی که دیدگاه بازار و سرمایه‌گذاران به شرکت نامطلوب است، اقدامی استراتژیک می‌باشد. همچنین، از آنجایی که این اقدامات منجر به کاهش مجازات قانونی و جلب اعتماد قانون‌گذاران می‌شود، از این رو، در حال گسترش می‌باشد. جو و نا (۲۰۱۲) بیان می‌کنند شرکت‌های در آستانه رکود اقتصادی باید با تخصیص منابع و ارتقا عملکرد خود در زمینه مسئولیت اجتماعی، اعتماد و همکاری متقابل با ذینفعان را تقویت نموده و برای شرکت ارزش ایجاد کنند. اعتماد ایجاد شده در این حوزه برای سهام شرکت، سرمایه اجتماعی و سرفعلی ایجاد نموده و در نهایت، هنگامی که بازار رو به رشد است سبب کسب شهرت و ارزش برای شرکت می‌گردد. در این راستا، لایس، ناقتون و وانگ (۲۰۱۵) نشان دادند، فعالیت مسئولیت اجتماعی منجر

به اقدام موفق واحدهای تجاری در جهت جذب سرمایه می‌شود. در نتیجه، ممکن است شرکت‌ها مسئولیت خود را نسبت به اقدامات مسئولیت‌اجتماعی در واکنش به ایجاد احساسات مثبت در سرمایه‌گذاران تغییر دهند. استدلال بر این است که افزایش مسئولیت‌اجتماعی شرکت‌ها منجر به ایجاد احساسات مثبت در سرمایه‌گذاران می‌شود. دلایل مطرح شده از دید محققان پژوهش مذکور بر این مبناست که اول، شرکت‌ها فعالیت‌های مسئولیت‌اجتماعی را انجام می‌دهند نه به این دلیل که ارزش شرکت را افزایش دهند، بلکه بدین دلیل که برای جامعه مفید هستند؛ دوم، شرکت‌ها فعالیت‌های مسئولیت‌اجتماعی را انجام می‌دهند، زیرا آنها سرمایه‌گذاری‌هایی هستند که بازده اقتصادی مثبتی را ایجاد می‌کنند و سوم، مخارج مسئولیت‌اجتماعی توسط شرکت‌هایی انجام می‌شود که انتظار عملکرد قوی در آینده را دارند، در این شرایط، اطلاعات مخارج مسئولیت‌اجتماعی درباره چشم‌انداز آینده شرکت‌ها علامت می‌دهد (لایس و همکاران، ۲۰۱۵؛ ص ۶۰). ناقتون، وانگ و ینگ (۲۰۱۹) بیان می‌کنند، شرکت‌ها برای جذب احساسات مثبت سرمایه‌گذاران دست به مسئولیت‌اجتماعی بالاتری می‌زنند. شرکت‌ها با حرکت به سمت مسئولیت‌اجتماعی و توسعه تعاملات اجتماعی به دنبال ایجاد و حفظ یک تصور خوب، جلب اعتماد بازار و جلوگیری از کاهش قیمت سهام خواهند بود. به عبارتی، اطلاعات مربوط به مسئولیت‌اجتماعی و پایداری زیست‌محیطی واحد تجاری با بهبود ارزش سازمان، رفتار معاملاتی و احساسات سرمایه‌گذاران را تحت‌الشعاع قرار داده و نگرش مثبتی را نسبت به واحد تجاری به وجود می‌آورد. در نتیجه سبب بروز دیدگاه مثبت سرمایه‌گذاران نسبت به واحد تجاری و افزایش انگیزه افراد برون‌سازمانی جهت سرمایه‌گذاری در واحد تجاری می‌شود. نتایج پژوهش چنگ، چی هوسو و چنگ ینگ (۲۰۱۷) و دروال (۲۰۱۱) حاکی از تاثیر قابل ملاحظه فشارهای عموم جامعه بر رفتار اخلاقانه و اجتماعی شرکت‌ها می‌باشد. نتایج این مطالعات نشان می‌دهد، رفتارهای مسئولانه شرکت در برابر جامعه سبب کسب سرفقلمی مثبت، افزایش اعتبار و متعاقباً بازده سهام می‌گردد. باربریس و شلیف (۲۰۰۳) بیان می‌کنند، سرمایه‌گذاران، فعالیت سرمایه‌گذاری را تسهیل و شرکت‌ها را بر اساس جنبه خاص سیاست مالی و فعالیت‌های مسئولیت‌اجتماعی دسته‌بندی می‌نمایند. همچنین، از بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری، شرکت‌هایی را بر اساس احساسات‌شان انتخاب می‌نمایند که بر اقدامات مسئولیت‌اجتماعی متمرکز باشد (فریدمن و هینل، ۲۰۱۶؛ باقنولی و

واتس، ۲۰۰۳). فاما و فرنچ (۲۰۰۷) بیان کردند، گسترش مسئولیت اجتماعی در واحد تجاری، میزان ریسک ساختاریافته را کاهش می‌دهد. مسئولیت‌اجتماعی منجر به افزایش سرمایه اجتماعی و کاهش حساسیت نسبت به شوک‌های قیمتی می‌شود. هنگامی که سرمایه‌گذاران، سرمایه خود را در واحدهای تجاری با حداکثر فعالیت‌های مسئولیت‌اجتماعی سرمایه‌گذاری می‌کنند و این نوع سرمایه‌گذاری را به صورت سرمایه‌ی مشهود در نظر نمی‌گیرند. آنان معتقدند سرمایه‌گذاری در چنین واحدهایی برایشان حداکثر منفعت را به دنبال دارد. این رفتار نشان می‌دهد این افراد به منحنی تقاضای سهام شرکت‌های با مسئولیت‌اجتماعی حساسیتی ندارند. اینگونه سرمایه‌گذاران برای مبادلات سهام این شرکت‌ها، تنها به عامل اقدام مسئولیت‌اجتماعی شرکت‌ها توجه می‌نمایند (فروغی، امیری و جوانمرد، ۱۳۹۷؛ ص ۲۱). طبق پژوهشات آروری و پیچورلت (۲۰۱۵)، سرمایه‌گذاران بیشتر وجه نقدشان را در شرکت‌هایی که فعالیت‌های مسئولیت‌اجتماعی بالایی دارند سرمایه‌گذاری کرده و این گونه فعالیت‌ها تاثیر مثبتی بر دیدگاه‌های آنان دارد. فریکسون و زولاتای (۲۰۱۶) بیان می‌کنند دو شاخص هزینه تبلیغات و پوشش رسانه‌ای و حجم معاملات سهام در بازار سرمایه می‌تواند محرکی جهت سرمایه‌گذاری محسوب شده و سبب وقوع احساسات مثبت در سرمایه‌گذاران می‌گردد. استدلال آنها این است که هر چه شرکت در انجام اقدامات مسئولیت‌اجتماعی عملکرد بهتر داشته باشد به احتمال زیاد مورد توجه سرمایه‌گذاران قرار گرفته و بدین ترتیب سبب جذب بیشتر سرمایه می‌شوند. در نتیجه، جذب احساسات سرمایه‌گذار باعث می‌شود شرکت مسائل اخلاقی و اقدام داوطلبانه در جهت توسعه اقتصادی را همراه با بهبود کیفیت منابع انسانی، در مقیاسی وسیع‌تر یعنی جامعه مورد توجه قرار دهد.

از سوی دیگر، شرکت‌ها نمی‌توانند از جامعه به دور باشند و جامعه نیز نمی‌تواند بدون شرکت‌ها وجود داشته باشد. بنابراین، یک ارتباط دوسویه بین شرکت‌ها و جامعه وجود دارد. لوو و باتاچاری (۲۰۱۶) بیان کردند، اکثر مطالعات با استفاده از نظریه ذینفعان و نظریه مشروعیت و غیره دلایلی را عنوان می‌کنند که نشان می‌دهد احساسات سرمایه‌گذاران، نیروی محرکه‌ای جهت متعهد شدن شرکت‌ها در قبال انجام مسئولیت اجتماعی‌شان می‌باشد. طبق تئوری ذینفعان، بین ذینفعان و شرکت یک رابطه دوسویه وجود دارد. به این معنی که نه تنها ذینفعان متاثر از شرکت‌ها هستند، بلکه آنها نیز



بر واحد تجاری تاثیر می‌گذارند. ذینفعان در شرکت‌ها به جای سهام، دارای منافع می‌باشند. گروه ذینفعان، شرکت‌ها را در دستیابی به اهداف حیاتی‌شان یاری می‌رساند. فرض بر این است که منافع ذینفعان از طریق تشویق و ایجاد انگیزه، فراهم شود. همچنین، طرفداران دیدگاه عمومی معتقدند، از آنجا که جامعه دسترسی به منابع لازم را برای واحد تجاری مهیا نموده است و فرصت مناسب جهت کسب سود را برای آنان فراهم می‌نماید، خدمت‌گزاری به جامعه تعهدی بر عهده واحد تجاری می‌باشد (حاجی علیزاده، خواجه حسنی و امیری، ۱۳۹۹؛ ص ۴). طبق تئوری مشروعیت، واحد تجاری موظف است به‌عنوان بخشی از اجتماع، نیازها و انتظارات ذینفعان را در نظر بگیرد. بر طبق این تئوری، واحد تجاری زمانی مشروعیت دارد که استراتژی ارزشی آن مطابق با راهبرد ارزشی اجتماعی که در آن پایه‌گذاری شده است، باشد. جایی که فقدان تطابق وجود دارد، مشروعیت واحد تجاری تهدید می‌شود (علی‌خانی و مران جوری، ۱۳۹۲؛ ص ۷). طبق نظریه پذیرایی، مدیران به دنبال شناسایی و پاسخگویی به انتظارات سرمایه‌گذاران می‌باشند و یا به تعبیری مطابق با ترجیحات سرمایه‌گذاران از ایشان پذیرایی می‌نمایند. در چنین شرایطی و با انجام این اقدامات، بازار سرمایه و سرمایه‌گذاران نسبت به واحد تجاری واکنش مثبت نشان می‌دهند (اعتمادی و اسماعیلی کجانی، ۱۳۹۵؛ ص ۷).

به گفته چنگ و همکاران (۲۰۱۷)، شرکت‌ها انگیزه پیدا می‌کنند که عملکرد عمومی مسئولیت‌اجتماعی خود را هنگامی که احساس عمومی بازار کاهش یافته است، بهبود بخشند. با منفی شدن چشم‌انداز کلی بازار، فعالان بازار تمایل دارند از سرمایه‌گذاری در دارایی خالص امتناع ورزیده و ترجیحا سرمایه‌گذاری‌های امن‌تری مانند سپرده‌های کوتاه‌مدت را انجام دهند. در پاسخ این واکنش، شرکت‌ها عملکرد مسئولیت اجتماعی خود را برای حفظ تصور خوب، ایجاد اعتماد و اطمینان بین سرمایه‌گذاران و جلوگیری از کاهش قیمت سهم بهبود می‌بخشند. همچنین، می‌توان گفت در صورتی که شرکت در تلاش برای جلب اعتماد سرمایه‌گذاران، ضعیف عمل نماید انگیزه دارد تا عملکرد مسئولیت‌اجتماعی خود را بهبود بخشد.

بررسی‌های انجام شده نشان می‌دهد، تاکنون پژوهش‌های مشابهی در خصوص بررسی تاثیر احساسات سرمایه‌گذاران و مسئولیت‌اجتماعی در ایران صورت نگرفته است. همچنین، نحوه اندازه‌گیری متغیر احساسات سرمایه‌گذاران در پژوهش حاضر به گونه‌ای متمایز از پژوهش‌های داخلی پیشین انجام شده

است. در نتیجه، نتایج پژوهش می‌تواند اطلاعات جدیدی در اختیار سرمایه‌گذاران و فعالان بازار سرمایه قرار دهد.

### فرضیه‌های پژوهش

هدف از انجام پژوهش حاضر، بررسی تاثیر همزمان احساسات سرمایه‌گذاران و مسئولیت‌اجتماعی می‌باشد. بر اساس مبانی نظری مطرح شده، وجود رابطه همزمان بین این دو متغیر انتظار می‌رود. در نتیجه دو فرضیه مطرح گردیده است:

**فرضیه اول:** مسئولیت‌اجتماعی شرکت بر احساسات سرمایه‌گذاران تاثیر مثبت دارد.

**فرضیه دوم:** احساسات سرمایه‌گذاران بر مسئولیت‌اجتماعی شرکت تاثیر دارد.

### روش‌شناسی پژوهش

این پژوهش از جنبه هدف، کاربردی است، زیرا نتایج حاصل از آن می‌تواند در تصمیمات مدیران و سرمایه‌گذاران مورد استفاده قرار گیرد. همچنین از بعد نحوه استنباط در گروه پژوهش‌های توصیفی / همبستگی قرار می‌گیرد، زیرا جهت کشف روابط بین متغیرهای پژوهش، از فن‌های رگرسیونی استفاده شده است.

شرکت‌های منتخب در پژوهش شامل شرکت‌های بورس تهران و فرابورس ایران از ابتدای سال ۱۳۹۳ تا اسفند سال ۱۳۹۸ هستند. در پژوهش حاضر از روش غربالگری (سیستماتیک) جهت انتخاب نمونه استفاده شده است. محدودیت‌های اعمال شده بر جامعه آماری پژوهش عبارتند از:

(۱) اطلاعات مورد نیاز آن‌ها در دسترس باشد، (۲) پایان سال مالی شرکت مورد بررسی ۲۹ اسفند ماه باشد، (۳) جزء موسسه‌های مالی، سرمایه‌گذاری و بانک‌ها نباشند، (۴) بیشتر از ۳ ماه متوالی توقف معاملاتی نداشته باشند. با توجه به محدودیت‌های یاد شده، جامعه در دسترس پژوهش به ۱۳۰ شرکت (۹۱۱ سال / شرکت) طبق نگاره (۱) رسید و به‌عنوان نمونه مورد بررسی قرار گرفت.

جهت جمع‌آوری داده‌های پژوهش از روش اسنادکاوی استفاده شده است. همچنین، داده‌های مورد نیاز از صورت‌های مالی، پایگاه‌های اطلاعاتی بورس تهران و سایت ره‌آورد نوین استفاده شده است. همچنین، در این مطالعه برای تجزیه و تحلیل داده‌ها از نرم‌افزار استاتا ۱۴ استفاده شده است.

## نگاره (۱): نحوه غربالگری داده‌ها

تعداد	شرح
۴۳۵	تعداد کل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس
۱۲۵	سال مالی آن‌ها منتهی به پایان اسفندماه نباشد
۵۰	تغییر در دوره مالی نداشته باشند
۶۵	شرکت‌های گروه مالی و سرمایه‌گذاری
۸۰	شرکت‌هایی که اطلاعات آن در دسترس نباشد
۱۳۰	تعداد شرکت‌های باقی مانده

## آزمون معادلات همزمان

جهت آزمون تجربی فرضیه‌های پژوهش، به تدوین مدلسازی با استفاده از فن الگوی معادلات همزمان پرداخته شده است. زیرا، مطابق مبانی نظری مطرح شده در مورد احساسات سرمایه‌گذاران و مسئولیت اجتماعی، یک رابطه دو سویه و متقابل میان این دو متغیر وجود دارد. بدین منظور، از رابطه‌های رگرسیونی چندگانه بهره گرفته شده است. برای روشن تر شدن موضوع الگوی معادلات همزمان، روابط زیر را در نظر گرفته شده است (امیری و فخاری، ۱۴۰۰؛ ص ۳۸):

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 Z_{it} + \beta_2 X_{i1} + \mu_{it} \quad (1)$$

$$Z_{it} = \beta_0 + \beta_1 Y_{it} + \beta_2 X_{i2} + v_{it} \quad (2)$$

در رابطه (۱)،  $Y$  متغیر وابسته،  $Z$  متغیر مستقل و  $X$  متغیرهای توضیحی مدل می‌باشند. در رابطه (۲)،  $Z$  متغیر وابسته،  $Y$  متغیر مستقل و  $X$  متغیرهای توضیحی می‌باشند.

پژوهش حاضر با استفاده از مدل رگرسیونی حداقل مربعات به انجام آزمون فرضیه‌ها پژوهش پرداخته است (ناقتون و همکاران، ۲۰۱۹؛ ص ۴۰۴):

$$SENSETIVE_{it} = \beta_0 + \beta_1 CSR_{it} + \sum \beta_h CONTROL + \sum \beta_j IndustryDum_{it} + \sum \beta_k YearDum_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

$$CSR_{it} = \beta_0 + \beta_1 SENSETIVE_{it} + \sum \beta_h CONTROL + \sum \beta_j IndustryDum_{it} + \sum \beta_k YearDum_{it} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

در رابطه (۳) و (۴)،  $SENSETIVE$  احساسات سرمایه‌گذاران و  $CSR$  مسئولیت اجتماعی می‌باشد. برای محاسبه شاخص احساسات سرمایه‌گذاران مشابه پژوهش کیم و ها (۲۰۱۰) و یانگ و

زو (۲۰۱۵)، در گام نخست چهار شاخص از جمله: شاخص قدرت نسبی، شاخص خط روانشناسی، شاخص حجم معاملات و نرخ تعدیل شده گردش سهام استفاده شد.

• شاخص قدرت نسبی (RSI)

برای محاسبه این شاخص ابتدا قدرت نسبی طبق رابطه (۵) محاسبه و سپس شاخص قدرت نسبی (RSI) طبق رابطه (۶) محاسبه گردیده است.

$$RSI_{it} = \frac{\sum_{t=1}^6 MAX(P_t - P_{t-1}, 0)}{\sum_{t=1}^6 MAX(P_{t-1} - P_t, 0)} \quad (5)$$

در رابطه (۵)،  $P_t$  قیمت سهام در پایان ماه  $t$ ،  $P_{t-1}$  قیمت سهام در پایان ماه  $t-1$  می‌باشد.

$$RSI_{it} = 100 * \frac{RSI_{it}}{1 + RSI_{it}} \quad (6)$$

• شاخص خط روانشناسی (PSY)

$$PSY_{it} = 100 * \frac{TU_{it}}{TU_{it} + T_{it}} \quad (7)$$

در رابطه (۷)،  $TU$  تعداد روزهایی است که طی سال قیمت پایانی سهام شرکت نسبت به روز قبل افزایش داشته و  $T$  تعداد روزهای معاملاتی طی سال است.

• شاخص حجم معاملات (VOL)

برای محاسبه شاخص حجم معاملات از لگاریتم طبیعی تعداد سهام معامله شده شرکت طی سال استفاده شده است.

• نرخ تعدیل شده گردش سهام (ATR)

$$ATR_{it} = \frac{R}{|R|_{it}} * \frac{vol}{C_{it}} \quad (8)$$

در رابطه (۸)،  $R$  بازده سهام شرکت در سال،  $VOL$  تعداد سهام معامله شده شرکت و  $C$  تعداد سهام منتشره شرکت می‌باشد.

در نهایت، جهت ترکیب شاخص‌ها از روش تجزیه و تحلیل مولفه‌های اساسی (PCA) استفاده شده است. در نهایت از تجزیه و تحلیل مولفه‌های اساسی مقادیر زیر به دست آمد:

$$S_{it} = 0/586RSI_{it} + 0/4853PSY_{it} + 0/419VOL_{it} + 0/494ATR_{it} \quad (9)$$

افشای مسئولیت اجتماعی شرکت (CSR)، شامل چهار بعد، میزان افشای اطلاعات مربوط به روابط کارکنان (EMPD)، میزان افشای اطلاعات به مشارکت اجتماعی (COMD)، میزان افشای اطلاعات

مربوط به تولید (PROD) و میزان افشای اطلاعات مربوط به محیط زیست (ENVD) است. جهت ارزیابی متغیرهای مستقل از تجزیه و تحلیل محتوا استفاده شده است. ارزش کلی افشای مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها از جمع ارزش جزئی ایجاد مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها بدست می‌آید و از رابطه (۱۰) قابل محاسبه است (صالح، زولکیفلی و روسناح، ۲۰۱۰؛ ص ۶۰۲):

$$CSR = EMPD + COMD + PROD + ENVD \quad (10)$$

در رابطه (۱۰)، CSR نمره کل افشای مسئولیت اجتماعی شرکت، EMPD میزان افشای اطلاعات مربوط به روابط کارکنان، COMD میزان افشای اطلاعات مربوط به مشارکت اجتماعی یا جامعه، PROD میزان افشای اطلاعات مربوط به تولید یا محصول، ENVD میزان افشای اطلاعات مربوط به محیط زیست می‌باشند. برای محاسبه نمره کل افشای مسئولیت اجتماعی شرکت (CSR) از رابطه (۱۱) استفاده خواهد شد (صالح، زولکیفلی و روسناح، ۲۰۱۰؛ ص ۵۹۲):

$$CSR_j = \frac{\sum_{i=1}^{n_j} x_{ij}}{n_j} \quad (11)$$

در رابطه (۱۱)، CSR نمره افشای مسئولیت اجتماعی شرکت،  $n$  تعداد موارد تخمین زده شده برای شرکت،  $X$  اگر موارد افشا بصورت کمی و جزئیات شامل اعداد، شرح مفصلی از فعالیت و در صورت امکان تصاویر، نمودارها، جداول باشد، نمره افشا ۳، اگر اطلاعات بصورت غیر کمی و توضیحات به صورت شرح بند باشد، نمره افشا ۲ و اگر موارد افشاء به صورت کیفی و توضیحات به صورت جمله با پاراگراف باشد، نمره افشا ۱ می‌باشد. اگر موردی افشاء نشود، نمره افشا ( $X$ ) صفر می‌باشد. افشای اطلاعات مربوط به روابط کارکنان (EMPD) از شش معیار تشکیل شده است که عبارتند از: ۱. سلامت محیط کارکنان ۲. آموزش کارکنان ۳. مزایای کارکنان ۴. مشخصات کارکنان ۵. مالکیت سهام ۶. ایمنی و بهداشت کارکنان (صالح، زولکیفلی و روسناح، ۲۰۱۰؛ ص ۶۰۰).

افشای اطلاعات مربوط به مشارکت اجتماعی (COMD) از شش معیار تشکیل شده است که عبارتند از: ۱. برنامه اهدا وجه نقد ۲. برنامه خیریه ۳. برنامه بورس تحصیلی ۴. حامیان مالی برای فعالیت ورزشی ۵. حامیان غرور ملی ۶. پروژه‌های عمومی (صالح، زولکیفلی و روسناح، ۲۰۱۰؛ ص ۵۹۳).

افشای اطلاعات مربوط به تولید (PROD) از چهار معیار تشکیل شده است که عبارتند از: ۱. ایمنی محصول ۲. کیفیت محصول ۳. توسعه محصول ۴. خدمات پس از فروش (صالح، زولکیفلی و روسناح، ۲۰۱۰؛ ص ۶۰۱).

افشای اطلاعات مربوط به محیط‌زیست (ENVD) از چهار معیار تشکیل شده است که عبارتند از: ۱. کنترل آلودگی هوا ۲. برنامه‌پذیری و جبران خسارت ۳. حفاظت و استفاده از محصولات ناشی از بازیافت ۴. جایزه در زمینه محیط‌زیست (صالح، زولکیفلی و روسناح، ۲۰۱۰؛ ص ۶۰۵).

جمع نمرات افشای مربوط به محیط‌زیست بر چهار معیار موجود تقسیم گردید. متغیرهای کنترلی روابط (۳) و (۴)، طبق نگاره (۲) محاسبه شده است:

نگاره (۲): نحوه محاسبه متغیرهای کنترلی پژوهش

نام متغیر	نماد	نحوه محاسبه
بازده سرمایه‌گذاری	ROE	سود خالص به مجموع حقوق صاحبان سهام در پایان سال t
وجه نقد عملیاتی	CFO	وجه نقد عملیاتی به کل دارایی‌ها
اندازه شرکت	size	لگاریتم طبیعی مجموع دارایی‌های در پایان سال t
فرصت سرمایه‌گذاری	MB	ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام
نسبت سود به فروش	PM	سود قبل از بهره به خالص فروش
اهرم مالی	lev	کل بدهی‌ها به ارزش دفتری کل دارایی‌ها

### یافته‌های پژوهش

آمار توصیفی متغیرهای پژوهش برای ۱۳۰ شرکت (۹۱۱ سال/ شرکت) در نگاره (۳) ارائه شده است.

نگاره (۳): آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	نماد	میانگین	میانه	بیشترین	کمترین	انحراف معیار
مسئولیت اجتماعی	CSR	۷۸۴/۰	۷۷۰/۰	۶۰۰/۱	۱۳۰/۰	۴۱۲/۰
احساسات سرمایه‌گذار	S	۴۳۴/۴۹	۹۴۰/۵۰	۷۱۷/۷۹	۲۸۳/۱۳	۴۵۱/۲۰
شاخص قدرت نسبی	RSI	۵۵۰/۵۴	۱۹۷/۵۶	۲۷۴/۹۶	۴۲۵/۲	۸۰۱/۲۸
شاخص خط روانشناسی	PSY	۰۲۸/۳۴	۲۳۲/۳۳	۳۵۷/۵۵	۴۱۲/۱۶	۱۱۰/۹
شاخص حجم معاملات	VOL	۴۰۱/۴	۵۰۵/۴	۰۵۲/۸	۴۶۷/۰	۰۱۸/۲
نرخ تعدیل شده گردش سهام	ATR	۳۴۲/۰	۱۳۶/۰	۸۸۷/۱	۶۰۵/۰	۶۰۶/۰
بازده سرمایه‌گذاری	ROE	۲۵۱/۰	۲۳۲/۰	۷۱۴/۰	۲۷۷/۰	۲۵۹/۰
وجه نقد عملیاتی	CFO	۱۰۳/۰	۰۸۶/۰	۳۳۵/۰	۰۶۲/۰	۱۰۶/۰
اندازه شرکت	Size	۴۳۲/۱۴	۳۷۹/۱۴	۹۴۷/۱۶	۴۱۴/۱۲	۱۹۸/۱
فرصت سرمایه‌گذاری	MB	۴۲۳/۳	۳۶۷/۲	۶۵۳/۱۳	۴۹۰/۰	۳۶۴/۳
نسبت سود به خالص فروش	PM	۰۶۵/۰	۰۶۵/۰	۵۰۴/۰	۵۰۳/۰	۲۳۰/۰
اهرم مالی	LEV	۵۹۹/۰	۵۸۹/۰	۰۶۰/۱	۲۲۲/۰	۲۲۲/۰

نتایج نگاره (۳) نشان می‌دهد، به طور میانگین، میزان مسئول بودن شرکت‌ها در برابر جامعه ۰/۷۸ و میانه این متغیر ۰/۷۷ می‌باشد. همچنین، میانگین احساسات سرمایه‌گذار برابر با ۴۹/۴۳ می‌باشد. این مقدار، میزان حرکت‌های بازار سرمایه ناشی از ادراکات روان‌شناختی سرمایه‌گذاران در رابطه با عملیات و معاملات مختلف را نشان می‌دهد. در پژوهش‌های داخلی مرتبط با مساله این پژوهش نیز فروغی و همکاران (۱۳۹۶)، در پژوهشی به بررسی اثر همزمان نگهداشت وجه نقد و مسئولیت اجتماعی پرداختند. نتایج آمار توصیفی مدل آنها بیانگر میانگین ۰/۵۷ مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت‌ها بود. مهربان‌پور و همکاران (۱۳۹۵)، به بررسی رابطه همزمان مسئولیت اجتماعی و نظام راهبری شرکتی پرداختند. نتایج آمار توصیفی آنها نیز بیانگر میانگین ۰/۷۴ مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت‌ها بود و در نهایت زارعی و دارابی (۱۳۹۷)، به بررسی اثر همزمان گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران و افشای اختیاری پرداختند. نتایج آمار توصیفی مدل آنها بیانگر میانگین ۲۲/۱۱ برای گرایش احساسی سرمایه‌گذاران بود. ابعاد شاخص احساسات نشان می‌دهد که مقدار میانگین شاخص‌های قدرت نسبی، خط روانشناسی، حجم معاملات و نرخ تعدیل شده گردش سهام، به ترتیب ۰/۳۴، ۴/۴۰، ۳۴/۵۴، ۰/۲/۵۵ می‌باشد.

به منظور بررسی هم‌خطی بین جملات توضیحی مدل، از آزمون عامل تورم واریانس استفاده شده است. نتایج حاصل از آزمون در نگاره (۴) منعکس شده است.

#### نگاره (۴): هم‌خطی بین متغیرهای توضیحی

مدل فرضیه دوم			مدل فرضیه اول		
متغیر	نماد	عامل تورم واریانس	متغیر	نماد	عامل تورم واریانس
مسئولیت اجتماعی	CSR	۱/۳۳	مسئولیت اجتماعی	CSR	۱/۳۹
بازده سرمایه‌گذاری	ROE	۱/۵۹	بازده سرمایه‌گذاری	ROE	۱/۶
وجه نقد عملیاتی	CFO	۱/۲۳	وجه نقد عملیاتی	CFO	۱/۲۱
اندازه شرکت	Size	۱/۴۹	اندازه شرکت	Size	۱/۳۱
فرصت سرمایه‌گذاری	MB	۱/۸۳	فرصت سرمایه‌گذاری	MB	۱/۸۶
سود به خالص فروش	PM	۲/۷۹	سود به خالص فروش	PM	۲/۷۸
اهرم مالی	LEV	۲/۳۱	اهرم مالی	LEV	۲/۳۱
سال / صنعت			کنترل شد		

مطابق نگاره (۴)، عامل تورم واریانس متغیرهای توضیحی پژوهش کمتر از ۱۰ بوده و این نشان‌دهنده عدم وجود مشکل هم‌خطی می‌باشد.

### نتایج آزمون فرضیه‌ها

در پژوهش حاضر، با توجه به مطالب مطرح شده در مبانی نظری پژوهش که نشان‌دهنده رابطه همزمان بین احساسات سرمایه‌گذاران و مسئولیت‌اجتماعی می‌باشد، فرضیه‌ها پژوهش با استفاده از رویکرد معادلات همزمان مورد آزمون قرار گرفت. نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول پژوهش به شرح نگاره (۵) می‌باشد.

نگاره (۵): آزمون معادلات همزمان فرضیه اول پژوهش

$$SENSETIVE_{it} = \beta_0 + \beta_1 CSR_{it} + \sum_h \beta_h CONTROL + \sum_j \beta_j IndustryDum_{it} + \sum_k \beta_k YearDum_{it} + \varepsilon_{it}$$

متغیر	نماد	ضریب	خطای استاندارد	آماره تی	سطح معناداری
مسئولیت‌اجتماعی	CSR	۴۵۶/۱	۳۹۹/۰	۶۴۰/۳	۰۰۰/۰
بازده سرمایه‌گذاری	ROE	۰۵۳/۸	۷۸۸/۲	۸۹۰/۲	۰۰۴/۰
وجه نقد عملیاتی	CFO	۴۵۷/۴	۹۹۵/۵	۷۴۰/۰	۴۵۷/۰
اندازه شرکت	Size	۶۵۹/-۰	۵۸۵/۰	۱۳۰/-۱	۲۶۰/۰
فرصت سرمایه‌گذاری	MB	۹۲۴/۰	۲۳۱/۰	۰۰۰/۴	۰۰۰/۰
سود به خالص فروش	PM	۴۷۱/-۱	۱۶۷/۴	۳۵۰/-۰	۷۲۴/۰
اهرم مالی	LEV	۷۲۸/-۴	۹۲۹/۳	۲۰۰/-۱	۲۲۹/۰
سال - صنعت			کنترل شد		

ضریب تعیین تعدیل شده: ۰/۲۸۱ آماره خی دو: ۳۷۰ احتمال آماره اف: ۰/۰۰۰

با توجه به نتایج نگاره (۵) مشاهده می‌شود احتمال آماره اف برابر ۰/۰۰۰ است. در نتیجه، مدل معنادار می‌باشد. ضریب تعیین تعدیل شده آزمون فرضیه اول برابر با ۰/۲۸۱ است که نشان‌دهنده میزان توضیح‌دهندگی تغییرات متغیر وابسته به وسیله متغیرهای توضیحی مدل می‌باشد. نتایج منعکس شده



در نگاره (۵) نشان می‌دهد، در سطح اطمینان ۹۵ درصد، مسئولیت اجتماعی با ضریب ۱/۴۵۶ بر احساسات سرمایه‌گذاران تاثیر مثبت و معناداری دارد. همچنین، از بین متغیرهای کنترلی، بازده سرمایه‌گذاری با ضریب ۸/۰۵۳ و فرصت سرمایه‌گذاری با ضریب ۰/۹۲۴ بر احساسات سرمایه‌گذاران تاثیر مثبت و معناداری دارد. این به معنای تایید فرضیه اول پژوهش (مسئولیت اجتماعی شرکت بر احساسات سرمایه‌گذاران تاثیر مثبت دارد)، است. در ادامه، نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم پژوهش به شرح نگاره (۶) ارائه شده است.

نگاره (۶): آزمون معادلات همزمان فرضیه دوم پژوهش

$$CSR_{it} = \beta_0 + \beta_1 SENSITIVE_{it} + \sum_h \beta_h CONTROL + \sum_j \beta_j IndustryDum_{it} + \sum_k \beta_k YearDum_{it} + \varepsilon_{it}$$

متغیر	نماد	ضریب	خطای استاندارد	آماره تی	سطح معناداری
احساسات سرمایه‌گذار	S	۰۱۰/۰	۰۰۳/۰	۶۴۰/۳	۰۰۰/۰
بازده سرمایه‌گذاری	ROE	۰۰۰/۰	۲۳۲/۰	۰۰۰/۰	۹۹۹/۰
وجه نقد عملیاتی	CFO	۷۳۴/۱	۴۹۳/۰	۵۲۰/۳	۰۰۰/۰
اندازه شرکت	Size	۵۱۶/۰	۰۴۵/۰	۴۰/۱۱	۰۰۰/۰
فرصت سرمایه‌گذاری	MB	۰۳۷/۰	۰۱۹/۰	۹۳۰/۱	۰۵۴/۰
سود به خالص فروش	PM	۶۶۴/۰	۳۴۴/۰	۹۳۰/۱	۰۵۳/۰
اهرم مالی	LEV	۴۷۴/۰	۳۲۵/۰	۴۶۰/۱	۱۴۴/۰
سال - صنعت			کنترل شد		
ضریب تعیین تعدیل شده: ۰/۲۴۸		آماره خی دو: ۳۱۴		احتمال آماره اف: ۰/۰۰۰	

با توجه به نتایج نگاره (۶) مشاهده می‌شود احتمال آماره اف برابر ۰/۰۰۰ است. در نتیجه، مدل معنادار می‌باشد. ضریب تعیین تعدیل شده آزمون فرضیه دوم برابر با ۰/۲۴۸ است که نشان‌دهنده میزان توضیح‌دهندگی تغییرات متغیر وابسته به وسیله متغیرهای توضیحی مدل می‌باشد. نتایج نشان

داده شده در نگاره (۶) بیانگر این است که در سطح اطمینان ۹۵ درصد، احساسات سرمایه‌گذاران با ضریب ۰/۰۱۰ بر مسئولیت‌اجتماعی تاثیر مثبت و معناداری دارد. از بین متغیرهای کنترلی، وجه نقد عملیاتی و اندازه شرکت با ضریب به ترتیب ۱/۷۳۴ و ۰/۵۱۶ بر مسئولیت اجتماعی تاثیر مثبت و معناداری و متغیرهای فرصت سرمایه‌گذاری و سود به فروش با ضریب به ترتیب ۰/۰۳۷ و ۰/۶۶۴ در سطح اطمینان ۹۵ درصد بر مسئولیت‌اجتماعی تاثیر مثبت و معناداری دارد. این به معنای تایید فرضیه دوم پژوهش (احساسات سرمایه‌گذاران بر مسئولیت‌اجتماعی شرکت تاثیر دارد) است.

### بحث و نتیجه‌گیری

هدف از انجام پژوهش حاضر، بررسی تاثیر همزمان مسئولیت‌اجتماعی و احساسات سرمایه‌گذاران است. نتیجه آزمون فرضیه اول نشان می‌دهد، مسئولیت‌اجتماعی بر احساسات سرمایه‌گذاران تاثیر مثبت و معنادار دارد. این نتیجه با نتایج پژوهشات ناقتون و همکاران (۲۰۱۸)، چنگ و همکاران (۲۰۱۷)، دوراند و همکاران (۲۰۱۳) و درووال (۲۰۱۱) مطابقت دارد. به عبارتی، شرکت‌ها با حرکت به سمت مسئولیت‌اجتماعی و توسعه تعاملات اجتماعی به دنبال ایجاد و حفظ یک تصور خوب، جلب اعتماد بازار و جلوگیری از کاهش قیمت سهام خواهند بود. به عبارتی، اطلاعات مسئولیت‌اجتماعی و پایداری زیست‌محیطی واحد تجاری با بهبود ارزش سازمان، رفتار معاملاتی و احساسات سرمایه‌گذار را تحت الشعاع قرار داده و نگرش مثبتی را نسبت به واحد تجاری به وجود می‌آورد. از این رو، فعالیت‌های مسئولیت‌اجتماعی واحد تجاری منجر به ایجاد چهره مطلوب از وضعیت واقعی آن می‌شود. همچنین، سرمایه‌گذاران نسبت به سرمایه‌گذاری در شرکت تشویق می‌شوند.

نتیجه آزمون فرضیه دوم پژوهش نشان‌دهنده تاثیر مثبت و معنادار احساسات سرمایه‌گذاران بر مسئولیت‌اجتماعی شرکت می‌باشد. این نتیجه با نتیجه پژوهش فاما و فرنچ (۲۰۰۷) مطابقت دارد. بر اساس تئوری پذیرایی، مدیران به دنبال شناسایی و پاسخگویی به انتظارات سرمایه‌گذاران می‌باشند یا به تعبیری مطابق با ترجیحات سرمایه‌گذاران از ایشان پذیرایی می‌نمایند. در چنین شرایطی و با انجام این اقدامات، بازار سرمایه و سرمایه‌گذاران نسبت به واحد تجاری واکنش مثبت نشان می‌دهند (اعتمادی و اسماعیلی کجانی، ۱۳۹۵).

بر مبنای یافته‌های حاصل از آزمون فرضیه پژوهش، مبنی بر رابطه مثبت بین مسئولیت اجتماعی و احساسات سرمایه‌گذاران می‌توان پیشنهاد نمود که بازرسان و ناظران بورس تهران در برنامه‌ریزی‌های خود برای دستیابی به هدف اصلی که همانا حداکثرسازی ثروت سهامداران، ذینفعان و جامعه است، میزان افشا و تمرکز مسئولیت اجتماعی را مورد بررسی و توجه قرار دهند. همچنین، با توجه به اهمیت شاخص‌های مسئولیت‌پذیری اجتماعی، نهادهای تدوین‌کننده استانداردها و واحدهای تجاری باید با تدوین استانداردهای مناسب در این زمینه به تصمیم‌گیری مناسب سرمایه‌گذاران کمک نمایند.

در پایان و در راستای بیان محدودیت‌های پژوهش حاضر باید گفت، پژوهش حاضر در بازه زمانی ۱۳۹۳ تا ۱۳۹۸ می‌باشد، بنابراین توصیه می‌شود در تعمیم نتایج پژوهش به سال‌های قبل از ۱۳۹۳ و بعد از ۱۳۹۸ جانب احتیاط رعایت شود. همچنین، از آنجایی که در این پژوهش از روش غربالگری برای نمونه‌گیری استفاده شده است و صناعی مانند واسطه‌گری‌های مالی حذف شده‌اند، بنابراین در بررسی نتایج این مساله را باید مدنظر قرار داد.

- به منظور انجام پژوهش‌های آتی در ارتباط با این پژوهش، موضوعات زیر پیشنهاد می‌شود:
- تاثیر کیفیت حسابداری بر رابطه بین مسئولیت اجتماعی و احساسات سرمایه‌گذاران،
  - تاثیر حاکمیت شرکتی بر رابطه بین مسئولیت اجتماعی و احساسات سرمایه‌گذاران،
  - تاثیر چرخه تجاری بر رابطه بین مسئولیت اجتماعی و احساسات سرمایه‌گذاران،
  - تاثیر ثبات مالکیت نهادی بر رابطه بین مسئولیت اجتماعی و احساسات سرمایه‌گذاران،
  - تاثیر ویژگی‌های هیات مدیره بر رابطه بین مسئولیت اجتماعی و احساسات سرمایه‌گذاران.

## منابع

- اعتمادی، حسین؛ اسمعیلی کجانی، محمد. (۱۳۹۵). مروری جامع بر تئوری‌های سیاست تقسیم سود. *مطالعات حسابداری و حسابرسی*. ۱۷(۵)، ۳۵-۲۲.
- اعتمادی، حسین؛ سیاسی، سحر؛ بسحاق، محمدرضا. (۱۳۹۵). اصول اخلاقی کسب و کار، مسئولیت اجتماعی و عملکرد شرکت‌ها. *فصلنامه اخلاق در علوم و فناوری*. ۱۱(۳)، ۱۱۵-۱۰۷.
- امیری، اسماعیل؛ فخاری، حسین. (۱۴۰۰). خرید اظهارنظر حسابرس و کیفیت گزارشگری مالی: با رویکرد الگوی معادلات همزمان. *دانش حسابرسی*، ۲۱(۸۲)، ۵۸-۲۷.
- برزگر، قدرت اله؛ نتاج کردی، حسن؛ ملکی، دنیا. (۱۳۹۸). بررسی اثر ویژگی‌های کمیته حسابرسی بر افشای مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۲۶(۱)، ۳۸-۱۹.
- دارابی، رویا؛ پهلوان، ساره. (۱۳۹۸). ارتباط مسئولیت اجتماعی و پاداش هیأت مدیره. *حسابداری و منافع اجتماعی*، ۹(۴)، ۱۰۰-۸۳.
- حاجی‌علیزاده، سحر؛ خواجه‌حسینی، میترا؛ امیری، علی. (۱۳۹۹). بررسی رابطه بین تئوری ذینفعان، مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها و عملکرد مالی. *فصلنامه رویکردهای پژوهشی نوین در مدیریت و حسابداری*، ۴(۵۰): ۱۰۲-۹۲.
- حساس یگانه، یحیی؛ سهرابی، حسینعلی؛ غواصی کناری، محمد. (۱۳۹۹). ارتباط گزارشگری مسئولیت اجتماعی با ارزش شرکت. *پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی*، ۱۲(۴۵)، ۱-۲۰.
- حسینی، محسن. (۱۳۹۹). اثر مسئولیت اجتماعی راهبردی بر عملکرد مالی و ضریب واکنش سود شرکت‌ها. *فصلنامه حسابداری، پاسخگویی و منافع جامعه*، ۱۰(۴)، ۲۶-۱.
- حسینی، سید علی؛ مرشدی، فاطمه. (۱۳۹۸). تاثیر احساسات سرمایه گذاران بر پویایی معاملات بورس اوراق بهادار تهران. *پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی*، ۱۱(۴۴)، ۲۲-۱.
- حیدرپور، فرزانه؛ تاری وردی، یداله؛ محرابی، مریم. (۱۳۹۲). تاثیر گرایش‌های احساسی سرمایه گذاران بر بازده سهام. *دانش مالی تحلیل اوراق بهادار*، ۱(۱۷)، ۱۳-۱.
- خلیلی عراقی، مریم؛ یقین لو، مهرانگیز. (۱۳۸۳). سایه روشن‌هایی از مسئولیت پذیری اجتماعی شرکت‌ها. *تدبیر*.

- دارینی، الهام. (۱۳۹۹). نقش اخلاق کسب و کار در مسئولیت اجتماعی شرکت ها. فصلنامه چشم اندازه حسابداری و مدیریت، ۳ (۳۶)، ۶۱-۷۳.
- رضایی کلیدبری، حمیدرضا؛ داوری، علی؛ پورناصرانی، امیر؛ 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). چشم انداز مدیریت دولتی، ۴ (۳)، ۱۱۹-۱۳۸.
- زارعی، علی؛ دارابی، رویا. (۱۳۹۷). تاثیر گرایش های احساسی سرمایه گذاران بر افشای اختیاری در بازار سرمایه، پژوهش های مالی و حسابرسی، ۱۰ (۳۷)، ۱۵۸-۱۳۱.
- شعری آناقیز، صابر؛ حساس یگانه، یحیی؛ سدیدی، مهدی، نره ئی، بنیامین. (۱۳۹۵). تصمیم گیری احساسی سرمایه گذاران، حاکمیت شرکتی و کارائی سرمایه گذاری. فصلنامه حسابداری مالی، ۸ (۳۲)، ۳۷-۱.
- علی خانی، راضیه؛ مران جوری، مهدی. (۱۳۹۲). کاربرد تئوری های افشای اطلاعات زیست محیطی و اجتماعی. مطالعات حسابداری و حسابرسی، ۳ (۹)، ۵۳-۳۶.
- غفوریان شاگردی، محمد سجاد؛ غفوریان شاگردی، امیر؛ مردای، محسن. (۱۳۹۸). بررسی اثر حساسیت زیست محیطی بر رابطه بین افشای مسئولیت اجتماعی شرکت و مزیت رقابتی. مجله حسابداری سلامت، ۸ (۲)، ۷۶-۵۸.
- فروغی، داریوش؛ امیری، هادی؛ جوانمرد، مرضیه. (۱۳۹۷). مسئولیت اجتماعی شرکت بر نگهداشت وجه نقد از طریق اثر همزمان متغیرهای منتخب. پژوهش های حسابداری مالی، ۱ (۳۵)، ۳۶-۱۹.
- کفشی، نوشین؛ عبدالباقی، عبدالمجید. (۱۳۹۹). نقش توام احساسات سرمایه گذاران و ارزش ویژه برند بر عملکرد کوتاه مدت عرضه های اولیه سهام (شواهدی از بازار سرمایه ایران). نشریه علمی دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، ۱۳ (۴۵)، ۱۱۱-۱۲۹.
- محفوظی، غلامرضا؛ اکبری، محسن؛ قاسمی شمس، معصومه. (۱۳۹۶). بررسی تاثیر مسئولیت اجتماعی شرکت ها بر حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی. فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه گذاری، ۶ (۲۱)، ۵۷-۴۱.

مهربان پور، محمدرضا؛ کاظم پور، مرتضی؛ اسماعیل بیگی، فروغ. (۱۳۹۵). تبیین رابطه متقابل بین مسئولیت‌پذیری اجتماعی و نظام راهبری شرکتی با استفاده از معادلات هم‌زمان. *حسابداری سلامت*، ۵(۲)، ۱۱۲-۱۲۹.

نیکومرام، هاشم؛ سعیدی، علی و مهران، کیارش. (۱۳۹۵). آزمون راهبردهای سرمایه‌گذاری مبتنی بر مالی رفتاری، *دانش سرمایه‌گذاری*، ۵(۲۰)، ۶۶-۳۹.

وکیلی فرد، حمیدرضا؛ سعیدی، علی؛ افتخاری علی آبادی، اکبر. (۱۳۹۲). بررسی ضریب واکنش به سود در بورس اوراق بهادار تهران. *دانش مالی تحلیل اوراق بهادار (مطالعات مالی)*، ۲(۱۸)، ۱۲۳-۱۱۵.

## References

- Alikhani, R., Maran Jori, M. (2014). Application of social and environmental information disclosure Theories. *Accounting and Auditing Studies*, 3(9), 36-53. (In Persian).
- Amiri, Esmaeel; Fakhari, Hossein. (2021). Audit Opinion Shopping and Financial Reporting Quality: with Simultaneous Equations model Approach. *Audit Science*, 21(82); 27-58. (In Persian).
- Arouri, M., & Pijourlet, G. (2017). CSR performance and the value of cash holdings: International evidence. *Journal of Business Ethics*, 140(2), 263-284.
- Barberis, N., & Shleifer, A. (2003). Style investing. *Journal of financial Economics*, 68(2), 161-199.
- Barzegar, G., Hasannataj kordi, M., Malaki, D. (2019). An Investigation of the Audit Committee Characteristics Effects on Corporate Social Responsibility Disclosure. *Accounting and Auditing Review*, 26(1), 19-38. (In Persian).
- Cheong, C. W., Sinnakkannu, J., & Ramasamy, S. (2017). Reactive or proactive? Investor sentiment as a driver of corporate social responsibility. *Research in International Business and Finance*, 42, 572-582.
- Chung, S. L., Hung, C. H., & Yeh, C. Y. (2012). When does investor sentiment predict stock returns? *Journal of Empirical Finance*, 19(2), 217-240.

- Darini, E. (2021). The role of business ethics in corporate social responsibility. *Journal of Accounting and Management Vision*, 3(36), 61-73. (In Persian).
- Darabi, R., Pahlavan, S. (2019). The Relationship between Corporate Social Responsibility and CEO Compensation. *Journal of Accounting and Social Interests*, 9(4), 83-100. (In Persian).
- Etemadi, H., Esmaeili Kojani, M. (2016). A Comprehensive Review of Theories Dividend Policy. *Accounting and Auditing Studies*, 5(17), 22-35. (In Persian).
- Etemadi, Hossein; Sepasi, Sahar; Besehagh, Mohammad Reza. (2017). Ethical principles of corporate social responsibility and corporate performance. *Business Ethics, Social Responsibility and Corporate Performance. Ethics in Science and Technology*, 11(3), 107-115. (In Persian).
- Fakhari, H., Rezaei Pitenoeei, Y., & Noroozi, M. (2017). Corporate social responsibility disclosure and investment efficiency. *Financial Management Strategy*, 4(4), 85-106. (In Persian).
- Fama, E. F., & French, K. R. (2007). Disagreement, tastes, and asset prices. *Journal of financial economics*, 83(3), 667-689.
- Foroghi, D., Amiri, H., Javanmard, M. (2018). Impace of Corporate Social Responsibility to Cash Holdings through Synchronous Effect of Chosen Variables. *Journal of Financial Accounting Research*, 10(1), 19-36. (In Persian).
- Ghafourian Shagerdi, M., Ghafourian Shagerdi, A., Moradi, M.. (2019). Investigating the Effect of Environmental Sensitivity on the Relationship between Corporate Social Responsibility Disclosure and Competitive Advantage. *Journal of Health Accounting*, 8(2), 58-76. (In Persian).
- Hajializadeh, Sahar; Khajeh hasani, Mitra; Amiri, Ali. (2021). Investigating the relationship between corporate social responsibility stakeholder theory and financial performance. *New research approaches in management and accounting*, 4(50), 92-102. (In Persian).

- Hasas Yeganeh, Yahya; Sohrabi, Hossein Ali; Ghavasi Kenari, Mohammad. (2020). the relationship between social responsibility reporting and corporate value. *Financial accounting and auditing research*, 12(45), 1-20. (In Persian).
- Hassani, M. (2020). The effect of Social Responsibility on Financial Performance and Earning Response Coefficient. *Journal of Accounting and Social Interests*, 10(4), 1-26. (In Persian).
- Hosseini, Seid Ali; Morshedi, Fateme. (2019). the effect of investors' feelings on the dynamics of trading on the Tehran Stock Exchange. *Financial Accounting and Auditing*, 11(44), 1-22. (In Persian).
- Heydarpor, Farzane; Tareeverdi, Yadolah; Mehrabi, Maryam. (2013). the Impact of Investors' Emotional Tendencies on Stock Returns. *Financial Knowledge of Securities Analysis*, 1(17), 1-13. (In Persian).
- Jo, H., & Na, H. (2012). Does CSR reduce firm risk? Evidence from controversial industry sectors. *Journal of business ethics*, 110(4), 441-456.
- Kafshi, N., Abdolbaghi, A. (2020). Evaluating The Simultaneous Role of Investor's Sentiment and Brand Equity on Short-Term performance of the Initial public Offerings (Evidence from the Iran Capital Market). *Financial Knowledge of Securities Analysis*, 13(45), 111-129. (In Persian).
- Khalili araghi, Maryam; Yagheenlo, Mehrangiz. (۲۰۰۵). Bright shadows of corporate social responsibility. *Tadbir*.
- Luo, X., & Bhattacharya, C. B. (2006). Corporate social responsibility, customer satisfaction, and market value. *Journal of marketing*, 70(4), 1-18.
- Lys, T., Naughton, J. P., & Wang, C. (2015). Signaling through corporate accountability reporting. *Journal of accounting and economics*, 60(1), 56-72.
- Mahfoozi, G., Akbari, M., Ghasemi Shams, M. (2017). Examining the Impact of Corporate Social Responsibility on Investment - Cash Flow Sensitivity. *Journal of Investment Knowledge*, 6(21), 41-58. (In Persian).
- Mehrabanpour, Mohammad Reza; Kazempour, Morteza; Esmail Beigi, Forogh. (2017). Explaining the Mutual Relationship between Social Responsibility and



- Corporate Governance by Using Simultaneous Equations System. *Health Accounting*, 5(2); 112-129. (In Persian).
- Naughton, J. P., Wang, C., & Yeung, I. (2019). Investor sentiment for corporate social performance. *The Accounting Review*, 94(4), 401-420.
- Nikoomaram, H., Saeedi, A., Mehrani, K. (2017). Testing investment strategies based on behavioral finance. *Journal of Investment Knowledge*, 5(20), 39-66. (In Persian).
- Rezaee Kelidbari, Hamid Reza; Davari, Ali; Pournaserani, Amir; Mohammadi Almani, Amin. (2014). The Impact of Corporate Social Responsibility and Environmental Awareness on Promoting Green Intellectual Capital (Case Study: Industrial Units Active in Rasht Industrial City). *Public Administration Perspective*, 4(3), 119-138. (In Persian).
- Saleh, M., Zulkifli, N., & Muhamad, R. (2010). Corporate social responsibility disclosure and its relation on institutional ownership: Evidence from public listed companies in Malaysia. *Managerial Auditing Journal*.
- Sher anaghiz S, Hasas yeganeh Y, sadidi M, narrei B. (2017). Sentimental decision-making of investors, corporate governance and Investment efficiency. *Quarterly financial accounting journal*, 8(32), 1-37.
- Vakilifard, Hamid Reza; Saeedi, Ali; Aftekhari Ali Abadi, Akbar. (2013). Earning Response Coefficient (ERC) in Tehran Bourse. *Financial Knowledge of Securities Analysis*, 6(2), 115-123. (In Persian).
- Whitehouse, L. (2003). Corporate social responsibility, corporate citizenship and the global compact: a new approach to regulating corporate social power? *Global social policy*, 3(3), 299-318.
- Zareey, Ali; Darabi, Roya. (2018). the effect of investors' emotional tendencies on voluntary disclosure in the Iranian capital market. *Financial Accounting and Auditing*, 10(37), 131-158. (In Persian).