

Impact of Investor' Sentiment on Corporate Social Responsibilities¹

Mohsen Rashidi², Hanifeh Hosseini³

Received: 2021/12/22

Accepted: 2022/05/13

Research Paper

Abstract

Purpose: The purpose of this study is to investigate the effect of investors' sentiments on the social responsibility performance of companies listed on the Tehran Stock Exchange. Therefore, it tries to examine and evaluate how companies react to these sentiments and decide on the level of social responsibility resulting from companies' private information.

Methodology: For this purpose, data related to 120 companies listed on the Tehran Stock Exchange during the period 2009 to 2020 were extracted and the combined data regression model was used to test the research hypotheses.

Results: The results show that investors' sentiments based on stock turnover and stock spending have a significant effect on the company's social responsibility activities. According to the research results, it can be stated that the impact of social responsibility activities on the company's performance has been confirmed. Also, the results show that corporate valuation constraints do not have a significant effect on the relationship between investor sentiment and corporate social responsibility activities. Finally, the interactive effect of investors' horizons and investors' sentiments on the company's social responsibility activities is confirmed in terms of stock turnover, but is rejected in terms of stock spending.

Conclusion: The results of this study indicate that social responsibility activities lead to an impact on stock markets. In other words, after high emotional periods, socially responsible companies get lower returns. Therefore, as an important corporate strategy, disclosure of social responsibility is affected by the investor's sentiments.

Contribution: Changes in investors' sentiment led to the identification of risks and opportunities associated with changes in corporate behavioral factors and provide the conditions for improving social responsibility activities.

Keywords: Corporate Financial Performance, Corporate Social Responsibility, Investor Sentiment.

JEL Classification: G41.

1. DOI: 10.22051/JAASCI.2022.38705.1649

2. Assistant Professor, Department of Accounting, Faculty Economic Sciences and Finance, Lorestan University, Khoram Abad, Iran. Corresponding Author. (rashidi.m@lu.ac.ir).

3. M.Sc. Department of Accounting, Faculty Economic Sciences and Finance, Lorestan University, Khoram Abad, Iran.



تأثیر احساسات سرمایه گذاران بر فعالیت‌های مسئولیت اجتماعی شرکت^۱

محسن رشیدی^۲، حنیف حسینی^۳

مقاله پژوهشی

تاریخ دریافت: ۱۴۰۰/۱۰/۰۱

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۱/۰۲/۲۳

چکیده

هدف: در این پژوهش، هدف بررسی تأثیر احساسات سرمایه گذاران بر مسئولیت اجتماعی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. بنابراین، سعی می‌شود چگونگی واکنش شرکت‌ها نسبت به این احساسات و تصمیم‌گیری درباره میزان مسئولیت اجتماعی ناشی از اطلاعات خصوصی شرکت‌ها بررسی و ارزیابی شود.

روش: بدین منظور، داده‌های مربوط به ۱۲۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در طی دوره زمانی ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۸ استخراج گردید و از مدل رگرسیونی داده‌های ترکیبی برای آزمون فرضیه‌های تحقیق استفاده شد.

یافته‌ها: نتایج نشان می‌دهد که احساسات سرمایه گذاران بر مبنای گردش مالی سهام و صرف سهام بر فعالیت‌های مسئولیت اجتماعی شرکت تأثیر معناداری دارد. مطابق نتایج پژوهش می‌توان اظهار داشت که تأثیر فعالیت‌های مسئولیت اجتماعی بر عملکرد شرکت تأیید شده است. همچنین، نتایج نشان می‌دهد که محدودیت‌های ارزش گذاری شرکت‌ها بر ارتباط بین احساسات سرمایه گذار و فعالیت‌های مسئولیت اجتماعی شرکت تأثیر معناداری ندارد. در نهایت، اثر تعاملی افق دید سرمایه گذاران و احساسات سرمایه گذاران بر فعالیت‌های مسئولیت اجتماعی شرکت از بعد گردش مالی سهام تأیید می‌شود اما از بعد صرف سهام رد می‌شود.

نتیجه‌گیری: نتایج پژوهش حاکی از این است که فعالیت‌های مسئولیت اجتماعی منجر به تأثیر گذاری بر بازارهای سهام می‌شود. به عبارتی، بعد از دوره‌های احساسی بالا، شرکت‌های دارای فعالیت‌های مسئولیت‌پذیری اجتماعی بازده کمتری را به دست می‌آورند. بنابراین، به عنوان یک استراتژی مهم شرکتی، افشای مسئولیت اجتماعی تحت تأثیر احساسات سرمایه گذار قرار می‌گیرد.

دانش افزایی: تغییرات در تمایلات سرمایه گذاران منجر به شناسایی ریسک و فرصت‌های مرتبط با تغییرات در عوامل رفتاری شرکت شده و شرایط برای بهبود فعالیت‌های مسئولیت اجتماعی را فراهم می‌کند.

واژه های کلیدی: مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت، احساسات سرمایه گذاران، عملکرد شرکت.

طبقه بندی موضوعی: G41

DOI: 10.22051/JAASCI.2022.38705.1649

۱. استادیار، گروه حسابداری، دانشکده علوم اقتصادی و اداری، دانشگاه لرستان، خرم آباد، ایران. نویسنده مسئول، (rashidi.m@lu.ac.ir)

۲. کارشناسی ارشد، گروه حسابداری، دانشکده علوم اقتصادی و اداری، دانشگاه لرستان، خرم آباد، ایران.

مقدمه

چارچوب مسئولیت‌های اجتماعی ریشه در تئوری سهامداران دارد. مطابق با این تئوری از یک سو، شرکت‌ها در جوامع سهامدارمحور تحت فشار سازمان‌های اجتماعی بانفوذ قرار دارند. مطابق با این شرایط، توجیه نهایی برای تئوری سهامداران، مبنای هنجاری آن است. فعالیت‌های مسئولیت اجتماعی که از هنجارهای اجتماعی پیروی می‌کند منجر به کاهش این فشارها می‌شود. از این منظر، مسئولیت‌های اجتماعی را می‌توان به عنوان یک اختیار خرید در نظر گرفت. از آنجایی که اختیار خرید منجر به کاهش و محدودسازی زیان‌های اساسی می‌شود، هرچه مسئولیت‌های اجتماعی شرکت فعال‌تر باشند، ریسک‌های تجاری کاهش می‌یابد.

از سوی دیگر، روابط مناسب با گروه‌های مختلف ذینفع به شرکت کمک می‌کند تا به منابع راهبردی دسترسی پیدا کنند و مزیت‌های رقابتی ایجاد کنند. تئوری وابستگی به منابع بیان می‌کند که مدیران برای تعیین سطح منابعی که باید به فعالیت‌های مسئولیت اجتماعی اختصاص دهند تا سود سرمایه‌گذاری در مسئولیت‌های اجتماعی را به حداکثر برسانند، تجزیه و تحلیل هزینه فایده را انجام می‌دهند (مک‌ویلیامز و سیگل، ۲۰۰۱، ۶۰۴). به عبارتی، اهمیت مسئولیت‌های اجتماعی در پژوهش‌های پیشین (از جمله فلامر، ۲۰۱۵، ۵۲) و تاثیر گذاری آن بر عملکرد شرکت‌ها اثبات شده است. تغییر راهبردهای مسئولیت‌های اجتماعی در راستای پاسخگویی به احساسات سرمایه‌گذاران است. مدیران سیاست‌های افزایش مسئولیت‌های اجتماعی را برای پاسخگویی به احساسات سرمایه‌گذار و به منظور کاهش فشار سهامداران، دسترسی به منابع یا ایجاد مزیت‌های رقابتی بکار می‌گیرند (سان و همکاران، ۲۰۱۸، ۲۰).

در بازارهای کارا، حداکثرسازی ارزش بازار شرکت‌ها قابل تفکیک از هدف حداکثرسازی ارزش بنیادی نیست. با این حال، در بازار کارا تاکید بر رفتار منطقی و عقلایی سرمایه‌گذاران است و انحراف بین ارزش ذاتی و ارزش بازار شرکت صرفاً ناشی از تغییر ارزش فعالیت‌های مرتبط با احساسات و گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران است (مارگولیس، الفنین و والش، ۲۰۰۷، ۱۶۷). بنابراین، مدیری که فعالیت‌های مبتنی بر احساسات سرمایه‌گذاران را دنبال می‌کند می‌تواند قیمت سهام شرکت را در کوتاه‌مدت افزایش دهد و این در حالی است که منجر به کاهش ارزش بنیادی شرکت در بلندمدت می‌شود. عدم‌شناسایی تاثیر احساسات سرمایه‌گذاران بر تعهد شرکت‌ها نسبت به فعالیت‌های مسئولیت‌پذیری اجتماعی می‌تواند موجب تخصیص نادرست (سوءاستفاده) از منابع

مالی شود و به طور کلی هزینه های بالایی را برای اقتصاد به دنبال داشته باشد (مارگولیس و همکاران، ۲۰۰۷، ۱۶۷). تحقیقات موجود نشان داده است که سرمایه گذاران، شرکت ها را براساس ابعاد مختلف و سیاست های تجاری آنها طبقه بندی می کنند و این طبقه بندی ها دارای پیامدهای ارزش گذاری هستند. با این حال، سرمایه گذاران و یا اعتباردهندگان ممکن است از عملکرد مسئولیت اجتماعی شرکت برای انتخاب بین سایر فرصت های مشابه سرمایه گذاری استفاده کنند (فریدمن و هینل، ۲۰۱۶، ۷۴۵). به عبارتی، در طول دوره های زمانی که سرمایه گذار احساسات بالاتری برای فعالیت های مسئولیت اجتماعی دارد، در مقایسه با دوره های زمانی که احساسات سرمایه گذار برای فعالیت های مسئولیت اجتماعی شرکت ضعیف است، بازده های غیرعادی بالاتری را می توان مشاهده کرد (ناگتون، وانگ و یئونگ، ۲۰۱۹، ۲).

شرکت هایی که به طور ذاتی ارزش گذاری آنها دشوارتر است بیشتر به احساسات سرمایه گذار واکنش نشان می دهند زیرا احتمال تشخیص انحراف آنها از ارزش ذاتی با محدودیت همراه است (بیکر و وورگلر، ۲۰۰۶، ۲۰۰۷؛ هریبار و مکینیس، ۲۰۱۲، ۲۹۹؛ بیدل، هیلاری و وردی، ۲۰۰۹، ۱۱۳). بنابراین، شناخت و درک احساسات سرمایه گذاران می تواند فعالان بازار سرمایه و سایر ارکان جامعه را نسبت به مسئولیت پذیری اجتماعی شرکت آگاه سازد. عدم تمایل سهامداران به فروش دارایی های خود، منجر به تغییر رویکرد مدیران برای سرمایه گذاری شده و ارزش های ذاتی مبنای اقدامات مدیر قرار می گیرد (استین، ۱۹۸۸، ۶۷). به عبارتی، شرکت هایی با سرمایه گذاران زودگذر و گذرا و گردش مالی سهام بالاتر (سهام شناور بالاتر)، به شدت نسبت به احساسات سرمایه گذار برای مسئولیت اجتماعی واکنش نشان می دهند. در این پژوهش برخلاف پژوهش های قبلی از جمله جمالی و تاب (۱۳۹۸، ۳۵)، سیار و همکاران (۱۳۹۸، ۳۸)، ناگتون و وانگ (۲۰۱۴، ۱) و پلومل، براون، هایز و مارشال (۲۰۱۵) که به بررسی عوامل درون سازمانی موثر بر مسئولیت پذیری اجتماعی پرداخته اند، به دنبال بررسی عوامل خارج از سازمان از جمله گرایش های احساسی سرمایه گذاران بوده و تاکید بر این مطلب است که فعالیت های مسئولیت اجتماعی لزوماً سبب بهبود عملکرد مالی نمی شود و این فعالیت ها توسط بنگاه های اقتصادی موفق اجرا می شوند. در این پژوهش استفاده از مولفه مسئولیت اجتماعی شرکت بر مبنای تفاوت های ارزش گذاری در شرکت، منجر به انعکاس احساسات سرمایه گذار نسبت به محرک های اقتصادی زیربنایی می گردد.

مبانی نظری و توسعه فرضیه‌ها

احساسات سرمایه‌گذاران و مسئولیت اجتماعی شرکت

احساسات سرمایه‌گذار همان خوش بینی یا بدبینی سرمایه‌گذار است که با وضعیت اقتصاد شرکت یا فناوری خاصی توجیه نمی‌شود (بیکر و وورگر، ۲۰۰۷، ۱۳۵). برخی از مطالعات مرتبط با تأثیر احساسات سرمایه‌گذار (از جمله کلس و ستین، ۲۰۱۸، ۴۴۷) بیان می‌کنند که شرکت‌های با نوسانات بالا در احساسات سرمایه‌گذار، بازده کمتری دارند و شرکت‌ها به این تغییر در احساسات سرمایه‌گذار با نشان دادن شرکت به گونه‌ای که بیشترین جذابیت را برای سرمایه‌گذاران احساس محور داشته باشد، واکنش نشان می‌دهند. شرکت‌ها می‌توانند از طریق فعالیت‌های مسئولیت اجتماعی سیگنالی به سرمایه‌گذاران ارسال کنند مبنی بر این که وضعیت مالی مساعدی دارند. از طرفی، گزارش مسئولیت اجتماعی منجر به بهبود دیدگاه سرمایه‌گذاران نسبت به مسئولیت‌پذیری شرکت، کاهش اضطراب اشخاص خارج از سازمان، دستیابی به منابع راهبردی و ایجاد مزیت‌های رقابتی می‌شود. در بازار سرمایه، آنچه برخی از شرکت‌ها در واقع به دنبال آن هستند، رویکرد علامت‌دهی و نه سرمایه‌گذاری واقعی است. به عبارتی، افشای مسئولیت اجتماعی افشای رویکردی برای علامت‌دهی به بازار سرمایه و فعالان بازار فراهم می‌کند (سان و همکاران، ۲۰۱۸). در همین راستا، لیز، ناگوتان و وانگ (۲۰۱۵) اثر علامت‌دهی مسئولیت اجتماعی را بررسی کردند و به این نتیجه رسیدند که شرکت‌ها زمانی اقدام به افشای مسئولیت اجتماعی می‌کنند که پیش‌بینی‌های آنها نشان‌دهنده عملکرد مالی مناسبی در آینده باشد. مسئولیت اجتماعی رویکرد و راهبردی است که سرمایه‌گذاران بر مبنای آن به اطلاعات محرمانه نسبت به چشم انداز مالی آینده شرکت دست پیدا می‌کنند. در نتیجه تغییرات در احساسات سرمایه‌گذار منجر به واکنش مدیران و ارائه گزارش‌های مسئولیت اجتماعی می‌شود. این نتایج منجر به فرضیه اول پژوهش می‌شود:

فرضیه اول: رابطه معناداری بین احساسات سرمایه‌گذاران و فعالیت‌های مسئولیت اجتماعی شرکت وجود دارد.

برخی از سرمایه‌گذاران شرکت‌ها را بر اساس پایداری آنها نسبت به فعالیت‌های مسئولیت اجتماعی طبقه‌بندی می‌کنند چرا که این طبقه‌بندی منجر به تفاوت‌های ارزش‌گذاری می‌شود. این رویکرد

طبقه‌بندی از فعالیت‌های مسئولیت اجتماعی به عنوان نوعی بیمه در نظر گرفته می‌شود که سرمایه‌گذار را نسبت به عملکرد شرکت مطمئن می‌سازد (پیلوزا، ۲۰۰۶، ۵۸). با این نتیجه شرکت‌هایی که تعهد بیشتری نسبت به فعالیت‌های مسئولیت اجتماعی دارند به عنوان سرمایه‌گذاری‌های امن تر تلقی می‌شوند. تصمیم شرکت برای جذب سرمایه‌گذاران احساس محور نشان‌دهنده موازنه بین دو هدف متناقض است. هدف اول به حداکثر رساندن ارزش بنیادی شرکت در بلندمدت با انتخاب فعالیت‌هایی است که ارزش فعلی جریان‌های نقدی آزاد تعدیل شده در برابر ریسک را افزایش می‌دهد. هدف دوم به حداکثرسازی قیمت فعلی سهام با انجام فعالیت‌های مورد توجه سرمایه‌گذاران احساس محور است (بیکر و وورگر، ۲۰۱۲). تابع هدف مدیر به مقادیر نسبت داده شده به دو هدف متضاد (حداکثرسازی ارزش بنیادی و حداکثرسازی ارزش بازار شرکت) بستگی دارد. هنگامی که سهامداران ارزش بازار بالاتری را به عملکرد مسئولیت اجتماعی شرکت اختصاص می‌دهند، مدیران نسبت به فعالیت‌های مسئولیت اجتماعی در بیش از سطح تعیین شده متعهد می‌شوند. براو، هیتون و لی (۲۰۱۰) نشان دادند که مسئولیت‌پذیری اجتماعی دارای قدرت پیش‌بینی برای بازده‌های آتی است و برای شرکت‌هایی که بخش بیشتری از سهام آن‌ها توسط سرمایه‌گذاران متمرکز بر مسئولیت اجتماعی نگهداری می‌شود، تغییر بازده محسوس‌تر است.

فرضیه دوم: اثر تعاملی احساسات سرمایه‌گذاران و مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت‌ها تاثیر معناداری بر عملکرد شرکت دارد.

هریبار و مکینس (۲۰۱۲) دریافتند زمانی که انتظارات کلی سرمایه‌گذار بالا است، پیش‌بینی تحلیل‌گران از درآمدهای کوتاه مدت و رشد درآمدهای بلندمدت نسبتاً خوش بینانه تر است. پولک و اسپینزا (۲۰۰۹) نیز دریافتند که تخصیص نادرست منابع مالی زمانی رخ می‌دهد که شرکت‌ها دارایی‌هایی داشته باشند که ارزش‌گذاری آن‌ها بسیار دشوار است. آن‌ها استدلال می‌کنند که این فرآیند به این دلیل روی می‌دهد که مشخص شدن پیامدهای اقتصادی ناکارآمدی سرمایه‌گذاری (سرمایه‌گذاری بیش از حد و کمتر از حد) زمان‌بر است. اگر سهامداران هرگز قصد فروش سهام خود را نداشته باشند، شرکت‌ها تحت تاثیر احساسات سرمایه‌گذار قرار نمی‌گیرند (استین، ۱۹۸۸؛ ۱۹۹۶).

فرضیه سوم: محدودیت‌های ارزش‌گذاری شرکت‌ها تاثیر معناداری بر ارتباط بین احساسات سرمایه‌گذار و فعالیت‌های مسئولیت اجتماعی شرکت دارد.

فرضیه چهارم: افق دید سرمایه‌گذاران تاثیر معناداری بر ارتباط بین احساسات سرمایه‌گذار و فعالیت‌های مسئولیت اجتماعی شرکت دارد.

روش‌شناسی پژوهش

این تحقیق بر حسب هدف، تحقیقی کاربردی است. از سوی دیگر، براساس چگونگی گردآوری داده‌ها، تحقیق حاضر از نوع تحقیق‌های توصیفی و همبستگی است. در این پژوهش برای گردآوری بخشی از داده‌ها و اطلاعات، از روش کتابخانه‌ای استفاده شده است. برای گردآوری بخش دیگر داده‌ها، از آرشیو و آمار سازمان بورس اوراق بهادار تهران، سایت رسمی شرکت بورس اوراق بهادار تهران و سایر پایگاه‌های اینترنتی مرتبط، استفاده شده است. در نهایت، به منظور بررسی و تحلیل فرضیات مطرح شده مطابق با مبانی نظری، از رویکرد رگرسیونی با استفاده از نرم افزارهای استاتا و ایویوز نسخه ۱۰ استفاده شده است.

جامعه آماری این پژوهش، کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بین سال‌های ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۸ است. برای انتخاب نمونه، از بین کلیه شرکت‌های موجود، شرکت‌هایی که واجد هر یک از شرایط زیر نبوده‌اند، حذف شده و شرکت‌های باقیمانده برای اجرای آزمون، انتخاب شدند:

۱- به منظور همگن شدن نمونه آماری در سال‌های بررسی، شرکت‌ها پیش از سال ۱۳۸۸ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند.

۲- به لحاظ افزایش قابلیت مقایسه، دوره مالی شرکت‌ها منتهی به پایان اسفند ماه باشد.

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

۴- شرکت‌های طی قلمرو زمانی این پژوهش، تغییر فعالیت یا تغییر دوره مالی نداشته باشند.

۵- داده‌های مد نظر شرکت‌ها کامل و دسترس باشد.

در نهایت شرکت‌های مورد بررسی در این پژوهش، شامل ۱۲۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بوده است.

برای تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه پژوهش از روش آمار توصیفی استفاده شده است. در بخش آمار توصیفی، تجزیه و تحلیل داده‌ها با استفاده از شاخص‌های مرکزی همچون میانگین و میانه

و شاخص های پراکندگی انحراف معیار انجام شده است. همچنین برای آزمون فرضیه ها از الگوی رگرسیونی داده های ترکیبی استفاده شده است. قبل از برازش الگو و با توجه به اینکه شرکت های مورد استفاده شده تحقیق مربوط به صنایع مختلف بوده و همچنین در این تحقیق از روش داده های ترکیبی استفاده شده است، در نتیجه امکان وجود ناهمسانی واریانس وجود دارد که برای رفع این مشکل از روش رگرسیون کم ترین مربعات تعمیم یافته برای برازش الگو و به منظور بررسی عدم وجود خود همبستگی در باقی مانده های الگو، از آماره دوربین واتسون استفاده شده است. این پژوهش به دنبال بررسی تاثیر احساسات سرمایه گذاران بر فعالیت های مسئولیت اجتماعی شرکت است. بدین منظور از الگوهای زیر بر مبنای پژوهش ناگتون، وانگ و یئونگ (۲۰۱۹، ۴۱۱) برای بررسی فرضیه ها استفاده شده است.

الگوی (۱) جهت بررسی فرضیه اول، سوم و چهارم

$$\begin{aligned}
 CSR_{it} = & \beta_0 + \beta_1 SENT_{it} + \beta_2 R\&D_{it} + \beta_3 SENT_{it} * R\&D_{it} \\
 & + \beta_4 Horizen_{it} + \beta_5 SENT_{it} * Horizen_{it} + \beta_6 A_Quality_{it} \\
 & + \beta_7 Audit_Q_{it} + \beta_8 MTB_{it} + \beta_9 Performance_{it} \\
 & + \beta_{10} Return_{it} + \beta_{11} VIX_{it} + \beta_{12} Size_{it} + \beta_{13} Loss_{it} \\
 & + \beta_{14} Lev_{it} + \varepsilon_{it}
 \end{aligned}$$

الگوی (۲) جهت بررسی فرضیه دوم

$$\begin{aligned}
 ROA_{it} = & \beta_0 + \beta_1 CSR_{it} + \beta_2 SENT_{it} + \beta_3 CSR * SENT_{it} \\
 & + \beta_4 A_Quality_{it} + \beta_5 Audit_Q_{it} + \beta_6 ROE_{it} + \beta_7 MTB_{it} \\
 & + \beta_8 Performance_{it} + \beta_9 Return_{it} + \beta_{10} VIX_{it} \\
 & + \beta_{11} Size_{it} + \beta_{12} Loss_{it} + \beta_{13} Lev_{it} + \varepsilon_{it}
 \end{aligned}$$

در الگوهای مذکور:

CSR مسئولیت اجتماعی شرکت؛ ROA بازده دارایی ها؛ SENT احساسات سرمایه گذاران؛ R&D شاخص محدودیت ارزش گذاری؛ Horizen افق دید سرمایه گذاران؛ A_Quality کیفیت اطلاعات حسابداری؛ Audit_Q کیفیت حسابرسی؛ ROE بازده حقوق صاحبان سهام؛ MTB نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری؛ Performance عملکرد آتی؛ Return بازده سهام، VIX عدم اطمینان محیطی؛ Size اندازه شرکت؛ LOSS زیان شرکت و LEV اهرم مالی را نشان می دهد.

متغیرهای وابسته

مسئولیت اجتماعی شرکت (CSR): مسئولیت اجتماعی در این پژوهش، با استفاده از چک لیستی که توسط صالح و همکاران (۲۰۱۰، ۶۰۱) برای مسئولیت اجتماعی شرکت تهیه شده است، محاسبه می‌شود. این چک لیست بر روی چهار مورد زیر متمرکز شده است:

- شاخص افشای اطلاعات مربوط به مسائل زیست محیطی برای شرکت i در سال t، شامل خط‌مشی شرکت نسبت به محیط، سهم شرکت در برنامه‌های حمایت از محیط زیست، محافظت از منابع طبیعی، تأمین منابع مالی و تجهیزات استفاده شده برای حمایت از محیط، بازیابی محصولات ضایع شده به منظور کاهش آلایندگی، فضای سبز، امحا ضایعات به شیوه‌ای مناسب، تحقیق و توسعه مرتبط با محیط زیست، صرفه‌جویی در انرژی است.
- شاخص افشای اطلاعات مربوط به منابع انسانی برای شرکت i در سال t، شامل تسهیلات آموزشی، حفظ سلامتی، ایمنی در محیط کار، تعطیلات و روزهای مرخصی، توسعه منابع انسانی، امکانات تفریحی و کتابخانه‌های عمومی، وام کارکنان با نرخ بهره خاص، حقوق کارکنان، تأسیس مراکز آموزشی، خط‌مشی شرکت برای طرح پاداش، تعداد کارکنان شرکت، اصلاحات در مورد استخدام کردن کارکنان، طرح خرید سهام کارکنان، طرح بازنشستگی و مزایای پایان خدمت است.
- شاخص افشای اطلاعات مربوط به مسئولیت‌های جامعه برای شرکت i در سال t، شامل هدایا به موسسات خیریه، ورزشکاران، هنرمندان و غیره، حق مهد برای فرزندان کارکنان، هدایای شرکت، تالار و سالن عمومی، حامی آموزشی و دانش پژوهی برای دانشجویان، ارائه فرصت‌های کار و کمک در کاهش نرخ بیکاری، اجرا کردن پروژه‌هایی در مناطق محروم، حمایت از سمینارها و کنفرانس‌های آموزشی، پاداش نقدی، مساعدت مالی، تأسیس مراکز درمانی، تأسیس مراکز آموزشی است.
- شاخص افشای اطلاعات مربوط به محصولات برای شرکت i در سال t، شامل کیفیت محصول، پاسخگویی به نیازهای مشتریان، نقش شرکت در کنترل کردن قیمت‌ها و بهینه‌سازی سود، رعایت قانون حمایت از مشتریان، برنامه‌های خدماتی مشتریان، بازار، ضمانت‌نامه، توسعه در ارتباط با محصولات شرکت شامل بسته‌بندی آنها و آموزش مشتریان درباره کالای فروش رفته است.

برای رعایت هر کدام از موارد فوق یک امتیاز تعلق می گیرد. در نهایت نسبت امتیازهای کسب شده به مجموع امتیازها، شاخص مسئولیت اجتماعی شرکت را می رساند. اطلاعات مربوطه از متن یادداشت های همراه صورت های مالی استخراج می گردد.

بازده دارایی ها (ROA): برابر با نسبت سود خالص به مجموع دارایی های ابتدای دوره است.

متغیرهای مستقل

احساسات سرمایه گذاران (SENT): برای اندازه گیری شاخص احساسات سرمایه گذار در مطالعات پیشین از معیارهای مختلفی استفاده شده است و هنوز هیچ شاخص قطعی وجود ندارد (بیکر و استین، ۲۰۰۴، ۲۸۸؛ حیدرپور و همکاران، ۱۳۹۲، ۷)؛ لذا در این پژوهش با توجه به محیط اقتصادی ایران، از شاخص ترکیبی پیشنهاد شده توسط بیکر و وورگلر (۲۰۰۶، ۲۱) شامل نرخ گردش مالی سهام در بازار (حجم معاملات) و صرف سود تقسیمی استفاده شده است. نحوه اندازه گیری هر یک از معیارهای تمایلات سرمایه گذاران در زیر ارائه شده است:

الف) گردش مالی سهام در بازار (TURN): نسبت مجموع حجم معاملات انجام شده سهام شرکت طی سال به ارزش بازار سهام همان شرکت در پایان سال است. هر چه حجم معاملات سهام در بازار بیشتر (کمتر) باشد، تمایل سرمایه گذاران برای خرید سهام افزایش (کاهش) می دهد، لذا تمایلات مثبت (منفی) خواهد بود.

ب) صرف سود تقسیمی سهام (DPNP): از تقسیم تفاضل سود سهام پرداختی و سود سهام قابل تخصیص بر سود قابل تخصیص حاصل می گردد. هر چه این نسبت بزرگتر (کوچکتر) باشد، نشان دهنده اعتماد بیشتر (کمتر) سرمایه گذاران به شرکت و در نتیجه تمایلات مثبت (منفی) است.

محدودیت های ارزش گذاری (R&D): برای محاسبه محدودیت های ارزش گذاری با توجه به پژوهش ناگتون، وانگ و یئونگ (۲۰۱۹) از جنبه های محیط اطلاعاتی و عدم قطعیت ارزش گذاری شرکت استفاده شده است. اندازه گیری این متغیر از طریق نسبت هزینه های تحقیق و توسعه به فروش به دست می آید.

افق دید سرمایه گذاران (Horizen): محاسبه افق دید سرمایه گذار با توجه به پژوهش ناگتون، وانگ و یئونگ (۲۰۱۹) از طریق نسبت حجم معاملات یک شرکت، به عنوان میانگین نسبت روزانه سهام معامله شده به سهام در دست سهامداران آن شرکت به دست می آید.

متغیرهای کنترلی

کیفیت اطلاعات حسابداری (AIQ): در این تحقیق برای ارزیابی کیفیت اطلاعات حسابداری از مدل زیر استفاده شده است:

$$TCA_{j,t} = \alpha_0 + \alpha_1 CFO_{j,t-1} + \alpha_2 CFO_{j,t} + \alpha_3 CFO_{j,t+1} + \alpha_4 \Delta REV_{j,t} + \alpha_5 PPE_{j,t} + \varepsilon_j$$

که در آن، TCA کل اقلام تعهدی شرکت t در سال t ؛ CFO جریان وجه نقد حاصل از عملیات شرکت؛ ΔREV تغییر در درآمد فروش شرکت و EPP اموال، ماشین آلات و تجهیزات است. مدل فوق برای هر سال برآورد و معکوس انحراف استاندارد ۳ ساله جز خطا به عنوان متغیر کیفیت اطلاعات حسابداری در نظر گرفته می‌شود. کیفیت حسابرسی (Audit_Q): در این تحقیق معیار کیفیت حسابرسی، اندازه موسسه حسابرسی در نظر گرفته شده است به نحوی که اگر حسابرس شرکت سازمان حسابرسی باشد عدد یک و در غیر این صورت صفر می‌پذیرد (معطوفی و مهرپور، ۱۳۹۸، ۱۷۴).

اندازه شرکت (Size): برابر با لگاریتم طبیعی مجموع دارایی‌های شرکت می‌باشد (سان و همکاران، ۲۰۱۸). بازده سهام (Return): از طریق اختلاف قیمت سهام در ابتدای سال جاری و ابتدای سال بعد و جمع آن با سود تقسیمی سال جاری، تقسیم بر قیمت سهام در ابتدای دوره جاری محاسبه می‌شود (دراکاس، ۲۰۱۰، ۱۳۱). بازده حقوق صاحبان سهام (ROE): برابر با درآمد خالص شرکت تقسیم بر مجموع حقوق صاحبان سهام است (دراکاس، ۲۰۱۰، ۱۳۱).

عملکرد آتی (Performance): در این پژوهش برای بررسی عملکرد از میانگین نسبت جریان نقد عملیاتی سال $t+1$ و $t+2$ مستخرج از صورت جریان وجه نقد به مجموع دارایی‌های ابتدای دوره استفاده شده است. به منظور کاهش خطای ناشی از دستکاری سود از نسبت مذکور استفاده شده است.

عدم اطمینان محیطی (VIX): برای سنجش عدم اطمینان محیطی از انحراف معیار تغییرات درآمد فروش طی یک دوره ۳ ساله استفاده می‌شود. استفاده از انحراف استاندارد برای اندازه‌گیری عدم اطمینان محیطی توسط محققانی از جمله انواری رستمی و کیانی (۱۳۹۴، ۴۶) مطرح و بکار گرفته شده است.

زیان (LOSS): متغیر موهومی است که اگر شرکت در سال جاری، سال قبل و یا در دو سال قبل زیان داشته باشد عدد یک و در غیر این صورت صفر می‌باشد.

اهرم مالی (LEV): برابر با نسبت مجموع بدهی های بلندمدت به مجموع دارایی های شرکت می - باشد (رحمانیان کوشکی و ایمان روی، ۱۴۰۰، ۵۹).

نسبت ارزش بازار به دفتری (MTB): برابر با نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام شرکت است.

یافته های پژوهش

آمار توصیفی

در این بخش داده های مربوط به ۱۲۰ شرکت طی سال های ۱۳۸۸-۱۳۹۸ بررسی می شوند. جدول زیر آماره های توصیفی متغیرهای مورد استفاده را نشان می دهد.

جدول ۱. آمار توصیفی

متغیرها	میانگین	میانه	انحراف معیار	حداکثر	حداقل
مسئولیت پذیری اجتماعی	۰/۳۷۶	۰/۳۶۴	۰/۰۵۳	۰/۵۵۲	۰/۱۸۲
بازده دارایی ها	۰/۱۲۴	۰/۰۸۷	۰/۲۶۹	۲/۲۹۲	-۰/۶۷۲
گردش مالی سهام	۰/۰۱۸	۰/۰۰۱	۰/۰۴۳	۰/۸۶۲	۰/۰۰۰۱
صرف سهام	۰/۶۸۴	۰/۷۴۴	۰/۳۱۵	۱/۰۰۰	۰/۰۱۵
محدودیت ارزشگذاری	۰/۰۰۱۴	۰/۰۰۰	۰/۰۸۲	۰/۰۹۹	۰/۰۰۰
افق دید سرمایه گذار	۰/۰۰۴	۰/۰۰۱	۰/۰۳۴	۰/۹۹۷	۰/۰۰۱
کیفیت گزارشگری مالی	۰/۱۱۱	۰/۰۷۶	۰/۱۱۶	۰/۷۴۲	۰/۰۰۵
کیفیت حسابرسی	۰/۲۵۳	۰/۰۰۰	۰/۴۳۵	۱/۰۰۰	۰/۰۰۰
اندازه شرکت	۶/۱۲۳	۶/۱۲۷	۰/۶۴۴	۸/۷۴۷	۴/۳۵۶
عدم اطمینان محیطی	۰/۴۰۳	۰/۴۰۰	۰/۲۳۵	۰/۹۹۰	۰/۰۱۰
زیان	۰/۲۶۷	۰/۰۰۰	۰/۴۴۲	۱/۰۰۰	۰/۰۰۰
اهرم مالی	۰/۶۴۴	۰/۶۴۴	۰/۲۴۷	۱/۸۲۴	۰/۱۴۷
ارزش بازار به دفتری	۱/۹۸۷	۱/۲۸۷	۰/۸۱۸	۳/۴۳۲	-۰/۶۹۰
بازده سهام	۰/۴۳۷	۰/۴۴۰	۰/۵۲۲	۱/۹۹۰	-۰/۹۲۰
بازده حقوق صاحبان سهام	۰/۲۵۹	۰/۲۴۸	۰/۲۹۷	۱/۹۰۰	-۰/۹۳۲
عملکرد آتی	۰/۱۳۶	۰/۰۹۹	۰/۲۰۸	۱/۶۱۷	-۰/۹۱۲

منبع: یافته های پژوهش

با بررسی نتایج کمی آمار توصیفی متغیرهای تحقیق و با توجه به اطلاعات فوق، میانگین مسئولیت‌پذیری اجتماعی ۰/۳۷۶ بوده که همسو با پژوهش فرجی و همکاران (۱۳۹۹، ۲۵) است که میانگین ۰/۴۸ را برای مسئولیت‌پذیری اجتماعی ارایه کرده‌اند. بازده دارایی‌ها با میانگین ۰/۱۲۴ بیانگر این موضوع است که شرکت تا چه حد در تبدیل پولی که سرمایه‌گذاری نموده است به سود خالص موفق بوده است. میانگین گردش مالی ۰/۱۸ است که بیانگر نسبت بسیار پایین حجم معاملات در بین شرکت‌های مورد مطالعه است. حجم پایین معاملات بیانگر این امر است که تمایلات سرمایه‌گذاران برای خرید سهام کاهش یافته است. ارزش میانگین صرف سهام نیز عدد ۰/۶۸۴ را نشان می‌دهد. نسبت هزینه‌های تحقیق و توسعه به فروش با میانگین ۰/۰۱۴ نشان‌دهنده محدودیت‌های سرمایه‌گذاری در بخش تحقیق و توسعه شرکت‌های مورد مطالعه است. حجم معاملات با میانگین ۰/۰۰۴ نشان‌دهنده افق دید سرمایه‌گذار است که هرچه این نسبت بالاتر باشد بیانگر افق بلندمدت سرمایه‌گذار خواهد بود. میانگین کیفیت گزارشگری برابر با ۰/۱۱۱ است. این متغیر نشان می‌دهد که افزایش کیفیت اطلاعات حسابداری در شدت رفتارهای احساسی سرمایه‌گذاران اثرگذار خواهد بود. کیفیت حسابرسی برابر با ۰/۲۵۳ می‌باشد که نشان می‌دهد بخش محدودی از شرکت‌های مورد مطالعه توسط سازمان حسابرسی، حسابرسی شده‌اند. متغیر عدم اطمینان محیطی با میانگین ۰/۴۰۳ بیانگر تغییرات درآمد فروش طی یک دوره سه ساله است که عدم ثبات در روند فروش را در شرکت‌های مورد مطالعه نشان می‌دهد. میانگین اهرم مالی برابر با ۰/۶۴۴ بوده که بیانگر تامین بخش عمده‌ای از دارایی‌ها از محل بدهی‌ها است. میانگین ۱/۹۸۷ برای ارزش بازار به ارزش دفتری بیانگر وجود فرصت‌های رشد در شرکت‌های مورد مطالعه است. میانگین بازده سهام برابر با ۰/۴۳۷ است که بیانگر توانایی مدیریت در استفاده کارا از دارایی‌های شرکت است. عملکرد آتی با میانگین ۰/۱۳۶ نشان‌دهنده مقدار نقدینگی نگهداری شده توسط شرکت‌ها است.

آمار استنباطی

در پژوهش حاضر، از آزمون دوربین-واتسون جهت تشخیص خود همبستگی مدل استفاده شده است. اگر مقدار آماره‌ی دوربین-واتسون نزدیک به عدد ۲ باشد، استقلال جمله‌ی خطای مدل می‌تواند پذیرفته شود. علاوه بر این، از آزمون فیشر جهت بررسی معناداری کل مدل استفاده شده است. جدول (۲) و (۳) نتایج حاصل از برآورد الگوهای تحقیق را نشان می‌دهد. با توجه به رد نشدن آماره‌های الگو، فرضیه‌های تحقیق بررسی می‌شود.

جدول ۲. نتایج آزمون الگوهای پژوهش الگوی اول

صرف سود سهام				گردش مالی سهام				متغیر
VIF	احتمال	آماره t	ضریب	VIF	احتمال	آماره t	ضریب	
-	-	-	-	۲/۳۸	۰/۰۲۵	۲/۲۳۷	۰/۰۱۳	گردش مالی سهام (A)
۲/۰۵	۰/۰۴۵	-۲/۰۰۶	-۰/۰۰۹	-	-	-	-	صرف سهام (B) محدودیت ارزشگذاری (C)
۲/۳۱	۰/۰۴۹	-۱/۹۶۷	-۰/۰۷۶	۱/۲۲	۰/۰۰۵	-۲/۸۰۷	-۰/۰۵۱	افق دید سرمایه گذار (D)
۱/۱۳	۰/۳۹۲	۰/۸۵۴	۰/۰۰۵	۱/۱۸	۰/۱۷۹	-۱/۳۴۲	-۰/۰۰۶	A*C
-	-	-	-	۱/۲۶	۰/۱۴۱	۱/۴۷۰	۰/۶۱۵	B*C
۳/۳۶	۰/۳۲۹	۰/۹۷۴	۰/۰۴۳	-	-	-	-	A*D
-	-	-	-	۲/۴۸	۰/۰۱۱	۲/۵۳۲	۰/۲۱۶	B*D
۱/۳۹	۰/۴۶۵	-۰/۷۳۰	-۰/۰۰۶	-	-	-	-	کیفیت گزارشگری
۱/۱۴	۰/۷۴۵	۰/۳۲۴	۰/۰۱۳	۱/۱۵	۰/۳۱۲	-۱/۰۰۹	-۰/۰۴۴	کیفیت حسابرسی
۱/۱۳	۰/۴۳۳	-۰/۷۸۲	-۰/۰۰۵	۱/۱۰	۰/۳۵۹	-۰/۹۱۷	-۰/۰۰۳	ارزش بازار به دفتری
۱/۰۵	۰/۰۰۵	۲/۷۸۵	۰/۰۰۴	۱/۰۵	۰/۰۰۰	۳/۴۳۹	۰/۰۰۵	عملکرد آتی
۱/۲۱	۰/۳۴۶	-۰/۹۴۱	-۰/۰۰۹	۱/۲۰	۰/۰۱۲	-۲/۵۱۲	-۰/۰۱۴	بازده سهام
۱/۰۴	۰/۰۹۰	-۱/۶۹۲	-۰/۰۰۵	۱/۰۳	۰/۱۳۶	-۱/۴۸۹	-۰/۰۰۳	عدم اطمینان محیطی
۱/۱۳	۰/۰۲۸	۲/۱۹۱	۰/۰۱۲	۱/۱۲	۰/۰۲۰	۲/۳۲۴	۰/۰۱۰	اندازه شرکت
۱/۱۹	۰/۸۱۷	-۰/۲۳۱	-۰/۰۰۰۸	۱/۱۹	۰/۶۹۱	-۰/۳۹۷	-۰/۰۰۱	زیان شرکت
۱/۵۳	۰/۳۶۱	۰/۹۱۲	۰/۰۰۳	۱/۳۹	۰/۹۸۵	۰/۰۱۸	۰/۰۰۰۵	اهرم مالی
۱/۳۲	۰/۹۸۴	۰/۰۱۹	۰/۰۰۰۷	۱/۲۹	۰/۹۳۹	۰/۰۷۶۰	۰/۰۰۰۳	جزء ثابت
-	۰/۰۰۰	۱۶/۴۳۴	۰/۳۸۳	-	۰/۰۰۰	۲۲/۹۴۱	۰/۳۷۸	ضریب تعیین
			۰/۱۶۳				۰/۱۸۶	ضریب تعیین تعدیل شده
			۰/۰۵۹				۰/۰۸۴	آماره‌ی دوربین-واتسون
			۲/۰۰۲				۲/۰۱۳	آماره‌ی F
			۱/۵۶۸				۱/۸۳۱	احتمال آماره‌ی F
			۰/۰۰۰				۰/۰۰۰	

منبع: یافته‌های پژوهش

مقدار آماره دوربین-واتسون (۲/۰۱۳) حاکی از عدم وجود مشکل خودهمبستگی در اجزای مدل برآورد شده است. ضریب تعیین تعدیل شده مدل نیز نشان می‌دهد که متغیرهای مستقل حدود ۹ درصد از تغییرات متغیر وابسته را تبیین می‌کنند. ضریب متغیرهای گردش مالی سهام و صرف سهام به عنوان معیارهای احساسات سرمایه‌گذاران به ترتیب مقدار ۰/۰۱۳ و ۰/۰۰۹- می‌باشد. همچنین آماره t بر مبنای گردش مالی و صرف سهام به ترتیب ۲/۲۳۷ و ۲/۰۰۶- است که در سطح خطای ۵ درصد معنی‌دار می‌باشند. این یافته نشان می‌دهد که احساسات سرمایه‌گذار بر مبنای گردش مالی و صرف سهام تأیید شده است.

همچنین نتایج جدول (۲) نشان می‌دهد که سطح خطای متغیر تعاملی احساسات سرمایه‌گذار از بعد گردش مالی سهام (صرف سهام) و محدودیت‌های ارزش‌گذاری برابر با ۰/۱۴۱ (۰/۳۲۹) است که علی‌رغم افزایش ضریب همبستگی، در سطح خطای ۵ درصد معنی‌دار نمی‌باشند. این یافته‌ها نشان می‌دهد که محدودیت‌های ارزش‌گذاری شرکت‌ها بر ارتباط بین احساسات سرمایه‌گذار و فعالیت‌های مسئولیت اجتماعی شرکت تأثیر معناداری ندارد و فرضیه سوم پژوهش رد می‌شود.

طبق فرضیه چهارم سطح خطای متغیر تعاملی احساسات سرمایه‌گذار از بعد گردش مالی سهام (صرف سهام) و افق دید سرمایه‌گذار برابر با ۰/۰۱۱ (۰/۴۶۵) است که منجر به افزایش ضریب همبستگی شده و در سطح خطای ۵ درصد معنی‌دار می‌باشد (نمی‌باشد). این نتایج نشان می‌دهند که فرضیه چهارم از بعد گردش مالی سهام تأیید، اما این فرضیه از بعد صرف سهام رد می‌شود. نتایج حاصل از بررسی الگوی دوم پژوهش در جدول (۳) آمده است.

مطابق جدول (۳)، سطح خطای متغیر تعاملی احساسات سرمایه‌گذار از بعد گردش مالی سهام (صرف سهام) و مسئولیت‌پذیری اجتماعی ۰/۰۰۱ (۰/۰۰۳) است که در سطح خطای ۵ درصد تأیید می‌شود. در نهایت با توجه به یافته‌های مدل دوم پژوهش می‌توان اظهار داشت که فرضیه دوم پژوهش بر مبنای گردش مالی سهام و صرف سهام تأیید شده است.

جدول ۳. نتایج آزمون الگوهای پژوهش الگوی دوم

صرف سهام				گردش مالی سهام				متغیر
VIF	احتمال	آماره t	ضریب	VIF	احتمال	آماره t	ضریب	
۱/۰۳	۰/۳۲۳	۰/۹۸۷	۰/۱۲۴	۱/۰۲	۰/۱۹۲	۱/۳۰۳	۰/۱۴۷	مسئولیت‌پذیری اجتماعی (A)
-	-	-	-	۲/۷۸	۰/۰۰۸	۲/۶۳۱	۰/۳۲۳	گردش مالی سهام (B)
۱/۹۳	۰/۰۰۰	-۶/۰۳۴	-۰/۱۵۹	-	-	-	-	صرف سهام (C)
-	-	-	-	۲/۹۲	۰/۰۰۶	۲/۷۳۷	۰/۹۲۴	A*B
۱/۵۴	۰/۰۰۳	۲/۹۳۹	۰/۰۰۶	-	-	-	-	A*C
۱/۱۴	۰/۰۰۰	۳/۵۵۸	۰/۵۲۲	۱/۱۶	۰/۰۰۰	۴/۸۵۴	۰/۷۲۰	کیفیت گزارشگری
۱/۱۱	۰/۰۰۰	-۳/۴۷۹	-۰/۰۷۵	۱/۱۰	۰/۰۱۷	-۲/۳۸۵	-۰/۰۶۰	کیفیت حسابرسی
۱/۲۱	۰/۰۰۰	۷/۳۲۷	۰/۱۶۸	۱/۱۷	۰/۰۰۰	۷/۱۷۱	۰/۱۷۲	بازده صاحبان سهام
۱/۰۵	۰/۱۴۵	۱/۴۵۷	۰/۰۱۲	۱/۰۵	۰/۰۹۵	۱/۶۶۸	۰/۰۱۵	ارزش بازار به دفتری
۱/۱۰	۰/۰۰۰	۱۰/۱۶۶	۰/۳۴۹	۱/۰۹	۰/۰۰۰	۳/۶۶۸	۰/۳۴۴	عملکرد آتی
۱/۰۳	۰/۵۳۸	-۰/۶۱۵	-۰/۰۰۷	۱/۰۳	۰/۳۵۰	-۰/۹۳۵	-۰/۰۱۰	بازده سهام
۱/۱۳	۰/۳۷۴	-۰/۸۸۷	-۰/۰۲۵	۱/۱۲	۰/۰۰۳	-۲/۹۱۷	-۰/۰۵۷	عدم اطمینان محیطی
۱/۱۸	۰/۰۰۱	۳/۱۵۹	۰/۰۴۷	۱/۱۸	۰/۰۰۰	۳/۹۱۷	۰/۰۴۷	اندازه شرکت
۱/۴۹	۰/۰۱۰	-۲/۵۵۷	-۰/۰۴۹	۱/۳۷	۰/۰۰۰	-۵/۸۳۴	-۰/۰۹۲	زیان شرکت
۱/۲۹	۰/۰۰۰	-۶/۹۸۲	-۰/۲۲۷	۱/۲۵	۰/۰۰۰	-۴/۹۰۳	-۰/۲۲۷	اهرم مالی
-	۰/۸۰۰	-۰/۲۵۲	-۰/۰۲۶	-	۰/۱۱۷	-۱/۵۶۴	-۰/۱۵۴	جزء ثابت
		۰/۵۰۸				۰/۵۰۶		ضریب تعیین
		۰/۴۴۷				۰/۴۴۵		ضریب تعیین تعدیل شده
		۱/۵۹۵				۱/۵۷۷		آماره‌ی دوربین-واتسون
		۸/۳۵۶				۸/۳۰۵		آماره‌ی F
		۰/۰۰۰				۰/۰۰۰		احتمال آماره‌ی F

منبع: یافته‌های پژوهش

بحث و نتیجه گیری

در این تحقیق تاثیر احساسات سرمایه گذاران بر مسئولیت اجتماعی شرکت مورد مطالعه قرار گرفته است. فرضیه اول پژوهش مبنی بر اینکه احساسات سرمایه گذاران بر فعالیت های مسئولیت اجتماعی تاثیر معناداری دارد، از بعد گردش مالی سهام (صرف سهام)، تایید (رد) شده است. نتایج حاصل از این فرضیه مشابه نتایج پژوهش کلس و ستین (۲۰۱۸، ۴۴۳) و لافونت (۱۹۸۵، ۱) می باشد. در این راستا می توان چنین استدلال کرد که در بازارهای مالی، سرمایه گذاران می توانند بصورت ناخود آگاه و یا با توجه به سیگنال های موجود در بازار از جمله فعالیت های مسئولیت اجتماعی تصمیم گیری نمایند که منجر به کاهش سطح قضاوت در سرمایه گذاری می شود. به عبارتی، تمایلات احساسی سرمایه گذاران در شرکت های دارای مسئولیت اجتماعی منجر به کاهش بازده شده است.

فرضیه دوم پژوهش مبنی بر اینکه اثر تعاملی احساسات سرمایه گذاران و مسئولیت اجتماعی شرکت ها منجر به بهبود عملکرد شرکت می شود، تاثیر معکوس از بعد صرف سهام و تاثیر مستقیم از بعد گردش مالی سهام تایید شده است. نتایج مطالعه چئونگ و همکاران (۲۰۱۷، ۲۷) نیز نشان می دهد که عملکرد مسئولیت اجتماعی یک شرکت واقعا تحت تاثیر احساسات بازار و احساسات سرمایه گذار است. در نهایت، اقدامات مسئولیت اجتماعی منجر به بهبود اعتبار و ارزش شرکت می شود. همچنین میسرا و سوآر (۲۰۱۰، ۵۷۱) در پژوهشی بیان می کنند که نظریه پردازان مدیریت این گونه استدلال می کنند که با بهبود فعالیت های مسئولیت اجتماعی، عملکرد شرکت افزایش می یابد. تحقیقات دیگری همچون وادوک و گریوز (۱۹۹۷، ۳۰۳) و وو و شن (۲۰۱۳، ۵۲۹) بر این امر تاکید داشتند که رابطه مثبتی بین سرمایه گذاری در فعالیت های مسئولیت اجتماعی و ارزش شرکت وجود دارد. رودریگوئزفرناندز (۲۰۱۶، ۱۳۷) رابطه دوطرفه بین فعالیت های مسئولیت اجتماعی و عملکرد مالی شرکت ها را نشان می دهد، به این معنی که شرایط اقتصادی یکی از عوامل تعیین کننده فعالیت های مسئولیت اجتماعی بوده و عملکرد بهتر این فعالیت ها منجر به عملکرد بهتر شرکت می شود. که مطالعات فوق با نتایج این پژوهش سازگار است.

فرضیه سوم پژوهش مبنی بر اینکه محدودیت های ارزش گذاری شرکت ها تاثیر معناداری بر ارتباط بین احساسات سرمایه گذار و فعالیت های مسئولیت اجتماعی دارد، از بعد صرف سهام و گردش مالی

سهام رد شده است، که با پژوهش‌های انجام شده توسط نملیو گلو و مالیک (۲۰۲۰، ۹۱۳) و مک-ویلیامز و سیگل (۲۰۰۰، ۶۰۳) هم‌جهت است. آن‌ها استدلال می‌کنند که هزینه‌های تحقیق و توسعه تاثیر معناداری بر رابطه بین احساسات سرمایه‌گذار و عملکرد اجتماعی ندارد. برخی از محققان استدلال می‌کنند که فعالیت‌های نوآوری در طول دوران بد محدود می‌شوند، به خصوص زمانی که شرکت‌ها از وام گرفتن برای گسترش یا حفظ فعالیت‌های کسب‌وکار در چنین دوره‌هایی استفاده می‌کنند. بنابراین، به عنوان یک روش معمول زمانی که یک شرکت از نظر مالی محدود است، اولین تصمیمی که یک تیم مدیریت می‌گیرد کاهش هزینه‌های اضافی است که ممکن است هزینه‌های تحقیق و توسعه را کاهش دهد.

فرضیه چهارم پژوهش مبنی بر اینکه افق دید سرمایه‌گذاران تاثیر معناداری بر ارتباط بین احساسات سرمایه‌گذار و فعالیت‌های مسئولیت اجتماعی شرکت دارد، از بُعد گردش مالی سهام (صرف سهام) تایید (رد) شده است. که با نتایج تحقیقات دینگ، ژائو و ونگ (۲۰۲۰، ۱۹) و منگ و وانگ (۲۰۲۰، ۳۰۱) هم‌راستا می‌باشد. در تبیین این فرضیه می‌توان چنین استدلال کرد که احساسات سرمایه‌گذاران تابعی از نوسانات و تغییرات کوتاه‌مدت در وضعیت بازار و سهام است و افق دید بلندمدت سرمایه‌گذاران منجر به کاهش انگیزه فروش سهام شده و تغییرات کوتاه مدت در وضعیت بازار منجر به ایجاد شوک فروش نمی‌شود. به عبارتی، افق دید سرمایه‌گذاران منجر به پایداری وضعیت سرمایه‌گذاری شرکت‌ها شده و شرایط برای تمرکز بر فعالیت‌های مسئولیت اجتماعی را فراهم می‌آورد.

سرمایه‌گذاران در شرکت‌هایی که حجم معاملات بالایی دارند، بصورت احساسی در معاملات شتاب می‌کنند و سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت را ترجیح می‌دهند و به شرکت اجازه انجام فعالیت‌های ایجاد کننده ارزش (از جمله مسئولیت اجتماعی) را نمی‌دهند. در مقابل، سرمایه‌گذاران با افق بلندمدت از طریق کاهش ریسک جریان نقدینگی برای شرکت (عدم تمایل به فروش) منجر به کنترل شرایط احساسی شده و ارزش فعالیت‌های مسئولیت اجتماعی را افزایش می‌دهند. سرمایه‌گذاران با افق دید کوتاه مدت، مدیران را ملزم به انجام رفتارهای سرمایه‌گذاری کوتاه مدتی می‌کنند که منجر به تصمیم‌گیری‌های ناکارآمد می‌شود. زمانی که مدیران فرصت کافی در اختیار داشته باشند، می‌توانند شرایط کسب و کار را بهبود بخشند.

به منظور تکمیل نتایج این پژوهش پیشنهاد می‌شود در آینده به بررسی اثر منابع اطلاعاتی و شبکه های اطلاع رسانی غیررسمی، دلایل آن و نحوه اثرگذاری و کنترل آن بر رفتار سرمایه گذاران پرداخته شود. و به منظور شناخت دقیق تر احساسات سرمایه گذار به بررسی منشاء روانی و اجتماعی این احساسات پردازند.

پژوهش حاضر با محدودیت‌هایی مواجه است. اگرچه این مطالعه مزایای بالقوه فعالیت‌های مسئولیت اجتماعی را نشان می‌دهد اما هزینه‌های بالقوه مرتبط با مسئولیت اجتماعی را به‌ویژه در کوتاه‌مدت نادیده می‌گیرد. همچنین، نتایج به دست آمده از تجزیه و تحلیل رابطه بین احساسات سرمایه گذار و عملکرد شرکت نمی‌تواند به‌صورت کامل قابل اطمینان باشد زیرا ممکن است تحت تاثیر عوامل مداخله‌گر دیگری که در مطالعه ما نادیده گرفته شده است، قرار بگیرد. بنابراین، در تعمیم نتایج مربوط به احساسات سرمایه گذار و عملکرد اجتماعی شرکت‌ها باید احتیاط نمود. یافته های پژوهش حاکی از این است که مدیران می‌توانند با استفاده از بازده‌های همزمان یا کوتاه مدت سهام، برای شناسایی افزایش ارزش بنیادی شرکت در بلندمدت و در قالب طرح‌های مسئولیت اجتماعی، احساسات سرمایه گذاران را کنترل کنند.

منابع

- انواری رستمی، علی اصغر؛ کیانی، آیدین. (۱۳۹۴). بررسی نقش عدم اطمینان محیطی در رفتار هزینه‌ها؛ شواهدی از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، *مجله پیشرفت‌های حسابداری*، ۷(۲): ۳۳-۵۷.
- تاب، جعفر؛ جمالی، کورش. (۱۳۹۸). بررسی نقش تعدیلگر هزینه نمایندگی بر رابطه بین مسئولیت پذیری اجتماعی شرکت و حساسیت جریان‌ات نقدی دارایی‌ها در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *فصلنامه پژوهشهای جدید در مدیریت و حسابداری*، دوره جدید(۳۵): ۳۵-۵۲.
- حیدرپور، فرزانه؛ تاری وردی، یداله؛ محرابی، مریم. (۱۳۹۲). تاثیر گرایش های احساسی سرمایه گذاران بر بازده سهام. *فصلنامه علمی پژوهشی دانش مالی تحلیل اوراق بهادار*، ۶(۱۷): ۱-۱۳.
- رحمانیان کوشککی، عبدالرسول؛ ایمان‌روی، زهرا. (۱۴۰۰). تأثیر اعتماد به نفس بیش از حد مدیر عامل بر مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت‌ها با نقش تعدیلگر مالکیت نهادی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *حسابداری و منافع اجتماعی*، ۱۱(۳): ۴۹-۶۸.
- سیار، حامد؛ اسکندری، علیرضا؛ ریاحی پور، محسن. (۱۳۹۸). بررسی مسئولیت اجتماعی شرکت بر سیاست سود سهام. *فصلنامه مطالعات مدیریت و حسابداری*، ۵(۱): ۳۸-۵۶.
- فرجی، امید؛ جنتی دریاکناری، فاطمه؛ منصوری، کفسان؛ یونسی مطیع، فاطمه. (۱۳۹۹). مسئولیت پذیری اجتماعی و ارزش شرکت: نقش تعدیلگر مدیریت سود. *مجله مدیریت سرمایه اجتماعی*، ۷(۱): ۲۵-۵۸.
- معطوفی، علیرضا؛ مهرپور، متینه. (۱۳۹۸). رابطه ارتباطات سیاسی و هزینه نمایندگی شرکت با توجه به نقش تعدیلی کیفیت حسابرسی. *حسابداری و منافع اجتماعی*، ۹(۳): ۱۵۷-۱۸۴.

References

- Anvari Rostami, A. Kiyani, A. (2015). Examining the role of environmental uncertainty in cost behavior: Evidence of listed companies in Tehran stock exchange. *Journal of Accounting Progress*, 7(2): 33-57. (In Persian)
- Baker M, Stein JC. (2004). Market liquidity as a sentiment indicator. *Journal of Financial Markets*, 7:271-299.
- Baker M, Wurgler J. (2006). Investor Sentiment and the Cross-Section of Stock Returns MALCOLM. *The Journal Of Finance*, LXI(4):1-36.
- Baker, M., and J. Wurgler. (2007). Investor sentiment in the stock market. *Journal of Economic Perspectives*, 21 (2): 129-151

- Baker, M., and J. Wurgler. (2012). *Behavioral corporate finance: An updated survey*. In Handbook of the Economics of Finance. Volume 2, edited by Constantinides, G. M., M. Harris, and R. M. Stulz. Amsterdam, the Netherlands: Elsevier
- Biddle, G., G. Hilary, and R. Verdi. (2009). How does financial reporting quality relate to investment efficiency? *Journal of Accounting and Economics*, 48 (2/3): 112–131.
- Brav, A., J. Heaton, and S. Li. (2010). The limits of the limits of arbitrage. *Review of Financial Studies* 14 (1): 157–187.
- Cheong, Sinnakkannu S. (2017). Reactive or Proactive? Investor Sentiment as a Driver of Corporate Social Responsibility. *Research in International Business and Finance*, 692(3):1-30.
- Ding L, Zhao Z, Wang L. (2020). Executive Incentives Matter for Corporate Social Responsibility under Earnings Pressure and Institutional Investors Supervision. *Sustainability*, 12(2492):1–22.
- Drakos, K. (2010), “Terrorism activity, investor sentiment, and stock returns”, *Review of Financial Economics*, 19(3), 128-135.
- Faraji, O., Jannati Daryakenari, F., Mansouri, K., Younesi Moti, F. (2020). Corporate Social Responsibility and Firm Value: The Mediating Role of Earnings Management. *Social Capital Management*, 7(1), 25-58. (In Persian)
- Flammer C. (2015). Lead to Superior Financial Performance? A Regression Discontinuity Approach. *Management Science*, 61(11):2549–68.
- Friedman, H., and M. Heinle. (2016). Taste, information, and asset prices: Implications for the valuation of CSR. *Review of Accounting Studies*, 21 (3): 740–767.
- Heidarpour, F. Tari verdi, Y. Mehrabi, M. (2013). Impact of Emotional trends of Investors on stock returns, *Journal of Scientific Research, Financial Knowledge Analysis*, 6(17): 1-13.(in persian)
- Hribar, P., and J. McNinnis. (2012). Investor sentiment and analyst’s earnings forecast errors. *Management Science*, 58 (2): 293–307.
- Keleş E, Çetin A. (2018). Corporate Social Responsibility, Investor Sentiment, and Stock Returns. *Sustainability and Social Responsibility: Regulation and Reporting, Accounting, Finance, Sustainability, Governance & Fraud*, (18):443–62.
- Laffont, J-J. (1985). on the welfare analysis of rational expectations equilibria with asymmetric information. *Econometrica*, 53:1–29.
- Lys, T. Z., J. P. Naughton, and C. Wang. (2015). Signaling through corporate accountability reporting. *Journal of Accounting and Economics* 60 (1): 56–72.
- Margolis JD, Elfenbein HA, Walsh JP. (2007). Does it Pay to be Good? A Meta-Analysis and Redirection of Research on the Relationship between Corporate Social and Financial Performance. *Journal of Chemical Information and Modeling*, 53:160-220.
- Matoufi, A., Mehrparvar, M. (2019). The Relationship between Political Connections and Agency Costs Considering the Moderating Role of Audit Quality. *Journal of Accounting and Social Interests*, 9(3), 157-184. (In Persian)

- Mishra, S., & Suar, D. (2010). Does corporate social responsibility influence firm performance of Indian companies? *Journal of Business Ethics*, 95(4), 571–601
- McWilliams, A., and D. Siegel. (2000). corporate social responsibility and financial performance: Correlation or misspecification? *Strategic Management Journal*, 21 (5): 603–609.
- Meng Y, Wang X. (2020). Do institutional investors have homogeneous influence on corporate social responsibility? Evidence from investor investment horizon. *Managerial Finance*, 46(3):301–22.
- Naughton JP, Wang C, Yeung I. (2014) Are CSR expenditures affected by investor sentiment? *Northwestern University working paper*.
- Naughton JP, Wang C, Yeung I. (2019). Investor sentiment for corporate social performance. *Accounting Review*, 94(4):401–20.
- Nemlioglu I, Mallick SK. (2020). Do innovation-intensive firms mitigate their valuation uncertainty during bad times? *Journal of Economic Behavior and Organization*, 177:913–40.
- Pelozo, J. (2006). Using corporate social responsibility as insurance for financial performance. *California Management Review*, 48 (2): 52–72.
- Plumlee, M., Brown, D., Hayes, R.M. and Marshall, R.S. (2015), “Voluntary environmental disclosure quality and firm value: further evidence”, *Journal of Accounting and Public Policy*, 34 (4): 336-361.
- Polk, C., and P. Sapienza. (2009). the stock market and corporate investment: A test of catering theory. *Review of Financial Studies*, 22 (1): 187–217.
- Rahmanian koushkaki, A., imanrooy, Z. (2021). The Effect of CEO Confidence on Corporate Social Responsibility; With Role of Moderating of Institutional Ownership in Firms Listed in Tehran Stock Exchange. *Journal of Accounting and Social Interests*, 11(3), 49-68. (In Persian)
- Rodriguez-Fernandez, M. (2016). “Social responsibility and financial performance: the role of good corporate governance”. *Business Research Quarterly*, 19 (2): 137-151.
- 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*, 25(6), 591-613.
- Sayyar, H. Eskandari, A. Riyahipour, M. (2019). Examining the social responsibility of the company on the policy of interest. *Journal of Management and Accounting Studies*, 5(1): 38-56.(in Persian)
- Stein, J. C. (1996). Rational capital budgeting in an irrational world. *Journal of Business*, 69 (4): 429–455.
- Stein, J. C. (1988). Takeover threats and managerial myopia. *Journal of Political Economy*, 96 (1): 61–80.
- Sun, W., Zhao, C., Wang, Y. and Cho, C.H. (2018), "Corporate social responsibility disclosure and catering to investor sentiment in China", *Management Decision*, 56 (9), 1917-1935.

- Taab, J. Jamali, K. (2019), examining the mediating role of agency cost on the relationship between corporate social responsibility and the sensitivity of cash flows in companies listed in Tehran stock exchange. *The Quarterly Review of Accounting and Management*. New period (35): 35-52. (In Persian)
- Waddock SA, Graves SB (1997). The corporate social performance-financial performance link. *Strategy Management Journal*, 18(4):303-319.
- Wu, M.W. and Shen, C.H. (2013), "Corporate social responsibility in the banking industry: motives and financial performance", *Journal of Banking & Finance*, 37 (9): 3529-353

