

## The Effect of Social Responsibility on the Relationship between Investment, Financing and Performance of the Firms Listed in Tehran Stock Exchange<sup>1</sup>

Afshin Nokhbeh Fallah<sup>2</sup>, Farhad Fazilat<sup>3</sup>

Received: 2025/02/10

Accepted: 2025/05/25

Research Paper

### Abstract

In today's business landscape, organizations aim not only to maximize profits and welfare but also to address their broader societal and environmental responsibilities. Corporate Social Responsibility (CSR) encompasses the legal, ethical, and environmental obligations that organizations must consider. This study investigates the effect of CSR on the relationship between investment and performance, as well as between external financing and performance. A sample of 127 firms listed on the stock exchange was selected, and the impact of CSR on these relationships was examined over the period from 1395 to 1402 (2016–2023). Regression analysis based on panel data was employed to test the hypotheses. The findings reveal that CSR has a moderating effect on the relationship between investment and performance. However, the hypothesis that this moderating effect is weaker in companies with slack resources was not supported. Additionally, the results indicate that CSR moderates the relationship between external financing and financial performance, suggesting that investments in socially responsible companies rely more heavily on internally generated cash than on external financing. This research provides insights for managers to understand the impact of CSR policies on achieving better long-term financial performance. Managers are encouraged to prioritize CSR reporting, which serves as a vital link between businesses and their diverse stakeholders.

**Keyword:** Investment Efficiency, Corporate Social Responsibility (CSR), External Financing.

**JEL Classification:** M14, D25, L25.

1. doi: 10.22051/jera.2025.50130.3476

2. Assistant Professor, Department of Accounting, Faculty of Humanities, Islamic Azad University, Parand Branch, Parand, Iran. (Corresponding Author). (Afshin\_nf20@yahoo.com).

3. Ph.D. Department of Accounting, Faculty of Humanities, Islamic Azad University, Parand Branch, Parand, Iran. (ffarhad\_auditor@yahoo.com).

## اثر مسئولیت اجتماعی بر رابطه سرمایه‌گذاری، تأمین مالی و عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران<sup>۱</sup>

افشین نخبه فلاح<sup>۲</sup>، فرهاد فضیلت<sup>۳</sup>

تاریخ دریافت: ۱۴۰۳/۱۱/۲۲

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۴/۰۳/۰۴

مقاله پژوهشی

### چکیده

امروزه هدف سازمان‌ها محدود به حداکثرسازی سود و رفاه نیست؛ بلکه لازم است به محیط پیرامون خود نیز توجه ویژه‌ای داشته باشند. پاسخ درخور سازمان‌ها به این مهم، توجه به الزامات قانونی، اخلاقی و محیطی است که از آن به‌عنوان مسئولیت‌های اجتماعی شرکت یاد می‌شود. هدف پژوهش حاضر بررسی اثر مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها بر ارتباط سرمایه‌گذاری و عملکرد و همچنین تأمین مالی خارج از شرکت و عملکرد می‌باشد. بدین منظور تعداد ۱۲۷ شرکت از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار به‌عنوان نمونه تحقیق انتخاب و اثر مسئولیت اجتماعی بر ارتباط متغیرهای ذکر شده در دوره زمانی ۱۳۹۵-۱۴۰۲ مورد آزمون قرار گرفت. برای آزمون فرضیه‌ها از تحلیل رگرسیون به روش داده‌های ترکیبی استفاده شده است. نتایج تحقیق نشان می‌دهد که مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها بر ارتباط سرمایه‌گذاری و عملکرد اثر تعدیل‌کنندگی دارد؛ لکن فرضیه‌ای که بیان می‌کند اثر تعدیلی مسئولیت اجتماعی بر ارتباط سرمایه‌گذاری و عملکرد در شرکت‌های دارای مزاد منابع مالی (منابع بلااستفاده) کمتر است، مورد تأیید قرار نگرفت. بر اساس نتیجه دیگر تحقیق، مسئولیت اجتماعی بر ارتباط تأمین مالی از خارج شرکت و عملکرد مالی اثر تعدیل‌کنندگی دارد؛ لذا می‌توان نتیجه گرفت در شرکت‌های مسئولیت‌پذیر اجتماعی، سرمایه‌گذاری‌ها بیشتر به وجه نقد تولید شده در داخل شرکت وابسته است تا به تأمین مالی خارج از شرکت. این پژوهش به درک مدیران شرکت‌ها نسبت به اثر سیاست‌های مسئولیت اجتماعی در دستیابی به عملکرد مالی بهتر در بلندمدت کمک خواهد کرد. به مدیران توصیه می‌شود به گزارشگری مسئولیت اجتماعی که پل ارتباطی بین واحد تجاری و ذی‌نفعان متعدد است، توجه ویژه‌ای معطوف دارند.

**واژه‌های کلیدی:** کارایی سرمایه‌گذاری، مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها، تأمین مالی خارجی.

طبقه‌بندی موضوعی: M14, D25, L25

doi: 10.22051/jera.2025.50130.3476

۱. استادیار، گروه حسابداری، دانشکده علوم انسانی، واحد پرند، دانشگاه آزاد اسلامی، پرند، ایران. (نویسنده مسئول). (Afshin\_nf20@yahoo.com)

۲. دکتری حسابداری، دانشکده علوم انسانی، واحد پرند، دانشگاه آزاد اسلامی، پرند، ایران. (ffarhad\_auditor@yahoo.com)

https://jera.alzahra.ac.ir

## مقدمه

پس از آنکه مقوله مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها توجه سرمایه‌گذاران و نهادهای مسئول مقررات‌گذاری را در سطح جهانی به خود جلب نمود، به‌عنوان یک ضرورت استراتژیک برای مدیران تبدیل شد تا مسئولیت اجتماعی در فرهنگ سازمانی و مدل‌های کسب و کار شرکت ادغام شوند (رضایی و همکاران، ۲۰۲۴). در مفهوم کلی مسئولیت اجتماعی به ظهور جنبشی اشاره دارد که به دنبال وارد کردن فاکتورهای محیطی و اجتماعی در تصمیمات و استراتژی تجاری شرکت‌ها و سیستم‌های حسابداری باهدف بهبود عملکرد اجتماعی و محیط پیرامونی در کنار توجه به بعد اقتصادی است به‌گونه‌ای که برای واحد تجاری، جامعه و محیط مفید و سودمند باشد (مک کینلی<sup>۱</sup>، ۲۰۰۸). بررسی عوامل اثرگذار بر عملکرد مالی شرکت‌ها و سازمان‌ها نشان می‌دهد؛ ازجمله مهم‌ترین عوامل پیرامون عملکرد مالی شرکت، مسئولیت اجتماعی و انتظاراتی است که از شرکت‌ها برای تضمین منافع اجتماعی وجود دارد. مفهوم مسئولیت اجتماعی بیانگر معیارهای اخلاقی و انتظارات اجتماعی از شرکت‌ها است. اطمینان‌یافتن از عدم آسیب‌زایی فعالیت‌های شرکت نسبت به محیط زیست، ارزش‌های اخلاقی و اجتماعی جامعه مورد نیاز امروز است؛ بنابراین از یک سو بهبود در عرضه و محصولات خدمات باکیفیت و صیانت از خواسته‌ها، ترجیحات و جامعه مورد تأکید و توجه مدیران شرکت باشد (حسینی عقداپی و همکاران، ۱۴۰۲). اخیراً شرکت‌ها در صنایع و موقعیت‌های گوناگون، به این دلیل سیاست‌های مسئولانه اجتماعی را به کار می‌گیرند که خریداران و مصرف‌کنندگان محصولات و خدمات شرکت، با آگاهی از این مسئولیت‌ها، ایفای آنها توسط شرکت را به‌گونه‌ای هوشمندانه ارزیابی و این آگاهی و هوشیاری به نوبه خود تصمیم‌های خرید و استفاده از محصولات و خدمات شرکت توسط آنها تأثیر می‌گذارد. اگر یک کسب و کارها، فعالیت‌های مسئولانه را نادیده انگارند، ممکن است مشتریان را از خرید محصولات و خدمات شرکت منصرف کند امتناع می‌کنند. به‌عنوان مثال برخی تحقیقات در این حوزه به این نتیجه رسیده‌اند که ۷۴ درصد مصرف‌کننده‌ها به اثرات زیست محیطی محصولات در خریدهای خود اهمیت می‌دهند و ۶۸ درصد نیز حاضرند که برای محصولات پایدار پول بیشتری بپردازند. با توجه به نتایج با کاهش رده سنی مصرف‌کنندگان و خریداران محصولات و خدمات شرکت، این روند آشکارتر نیز می‌شود؛

1. McKinley

به گونه‌ای که ۹۱ درصد جوانان (نسل Z) اظهار کرده‌اند که ترجیح می‌دهند از شرکت‌های مقید به مسئولیت‌های اجتماعی و اصول پایداری خریدهای خود را انجام دهند. اما همواره باید توجه داشت که شرکت‌ها برای حداکثرسازی سود و هم‌زمان تثبیت موقعیت رقابتی خود در صنعت لازم است که بین رضایت خریداران و ایفای نقش مسئولیت اجتماعی خود تعادلی پایدار ایجاد نمایند (آق‌بلاغی طهماسبی و همکاران، ۱۴۰۱).

دو دیدگاه غالب در خصوص مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها وجود دارد. دیدگاه اول بیانگر این است که اهداف مسئولیت اجتماعی هیئت‌مدیره منجر به افزایش رفاه سهام‌داران می‌شود (دنگ<sup>۱</sup>، ۲۰۱۳؛ فلامر<sup>۲</sup>، ۲۰۱۳؛ سرویز و تامایو<sup>۳</sup>، ۲۰۱۳). بر پایه این دیدگاه فعالیت‌های مرتبط با مسئولیت اجتماعی اثر مثبتی بر توانایی شرکت‌ها برای تأمین مالی از طریق سرمایه و بدهی دارند. این تحقیقات بیان می‌کنند که فعالیت‌های مسئولیت اجتماعی منجر به کاهش هزینه سرمایه می‌شوند. تحقیقات دیگری نیز عملکرد شرکت‌ها را در حوزه مسئولیت اجتماعی بررسی کرده‌اند که ارتباط معنی‌دار و مثبتی میان عملکرد و قیمت سهام یافته‌اند. آنها چنین استدلال می‌کنند که فعالیت‌های مسئولیت اجتماعی منجر به کاهش هزینه‌های نمایندگی مرتبط با سرمایه<sup>۴</sup> و هزینه انتخاب ناسازگار<sup>۵</sup> می‌شود (زو و همکاران<sup>۶</sup>، ۲۰۱۹). در مقابل فریدمن<sup>۷</sup> از سال ۱۹۷۰ این گونه بحث می‌کند که «تنها مسئولیت اجتماعی شرکت خلق پول است». بر پایه این دیدگاه می‌توان گفت مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها منشأ ظهور مسائل مرتبط با نمایندگی است (ایوپرل<sup>۸</sup>، ۱۹۸۵؛ بنابو و تیروا<sup>۹</sup>، ۲۰۱۰؛ کروگر<sup>۱۰</sup>، ۲۰۱۵؛ مک و ویلیامز و همکاران<sup>۱۱</sup>، ۲۰۰۶)؛ چراکه بر اساس دیدگاه اخیر ایفای مسئولیت اجتماعی توسط شرکت‌ها برای سهام‌داران مستلزم انجام هزینه برای هزینه‌های مرتبط با این امر است. علی‌رغم توجهی که در این سال‌ها به مقوله مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها معطوف شده است، این سؤال که آیا توجه به مسئولیت اجتماعی منجر به ارتقاء جایگاه شرکت شده و خالق ارزش برای شرکت است یا به‌عکس، بر اثر منفی بر

1. Deng
2. Flammer
3. Servaes & Tamayo
4. equity-related agency costs
5. adverse selection costs
6. Xu et al.
7. Friedman
8. Aupperle
9. Bénabou & Tirole
10. Krüger
11. McWilliams et al.

عملکرد اقتصادی شرکت داشته و بر ثروت سهام‌داران اثر منفی خواهد گذاشت، پاسخ قطعی و روشنی ندارد و کماکان در محافل علمی مورد مناقشه است. تحقیق حاضر در صدد پاسخ به این سؤال است که چگونه مسئولیت اجتماعی تأمین و تخصیص منابع به پروژه‌های سرمایه‌گذاری را که نهایتاً تعیین‌کننده عملکرد شرکت می‌باشد را تحت تأثیر قرار می‌دهد.

### مبانی نظری و پیشینه تحقیق

امروزه سازمان‌ها بیش‌تر از مواد اولیه، کار و سرمایه به اعتبار و مقبولیت اجتماعی نیاز دارند. پاسخ درخور سازمان‌ها به استانداردهای محیطی و اجتماعی، تلاش برای به‌دست‌آوردن مقبولیت و مشروعیت است که در نهایت به پایداری<sup>۱</sup> منجر شود (ساجمن<sup>۲</sup>، ۱۹۹۵). ایفای نقش مسئولیت اجتماعی شرکت اگرچه دارای هزینه‌های اولیه برای شرکت است، اما در نهایت به دلیل بهبود شهرت، کاهش هزینه‌ها در بلندمدت و افزایش تقاضا، موجب افزایش فروش، سود و بهبود عملکرد می‌شود (پودی و همکاران<sup>۳</sup>، ۲۰۰۸). زووتس‌لوت<sup>۴</sup> (۲۰۰۳) نیز مسئولیت اجتماعی شرکت را با فنون بهبود مستمر در آمیخته و معتقد است که بر این اساس، پایداری تضمین می‌شود. ارلیتزکی و همکاران<sup>۵</sup> (۲۰۰۳) هم معتقدند که وارد شدن در فعالیتهای مسئولیت اجتماعی نه تنها رضایت سهام‌داران را بهبود می‌بخشد که بر شهرت شرکت نیز اثر مثبتی دارد. چراکه افشای اطلاعات درباره مسئولیت‌پذیری اجتماعی، تصویر مثبتی از شرکت در بین بازار سهام ایجاد می‌کند. پتتلا<sup>۶</sup> (۲۰۱۰) نیز کاهش هزینه‌های مستقیم (انرژی، مواد، اتلاف زمان و...)؛ افزایش بهره‌وری کارکنان (افزایش انگیزه، کاهش غیبت و...)؛ کاهش ریسک مدیریت (دسترسی آسان‌تر به اعتبارات، افزایش دارایی‌ها برای سرمایه‌گذاران، حمایت از جانب ذی‌نفعان و...) و بهبود تصویر رقابتی شرکت را به‌عنوان مزایای مسئولیت اجتماعی معرفی می‌کند. اما همان‌گونه که گفته شد در دیدگاه مقابل مسئولیت اجتماعی بر ارزش شرکت اثر منفی خواهد داشت.

پژوهش انجام شده برای توضیح نتایج اقتصادی عملکرد مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها به دو گروه ذی‌نفعان و سهام‌داران تمرکز کرده‌اند. بر اساس تئوری ذی‌نفعان، مدیران لازم است به

1. Sustainability
2. Suchman
3. Puddy et al.
4. Zwetsloot
5. Orlitzky et al.
6. Pettenella

منافع ذی‌نفعان مختلف نظیر انجمن‌ها، جامعه و محیط پیرامون را در تصمیمات تجاری مدنظر قرار دهند (جنسن ۲۰۰۱). تحقیقات انجام شده قبلی در زمینه حداکثرسازی رفاه به تئوری‌های اخلاقی، سیاسی و ترکیبی تأکید دارند. تئوری‌های اخلاقی فرض می‌کنند که مدیران می‌بایست مسئولیت‌های اجتماعی را به‌عنوان یک تعهد اخلاقی پذیرفته و با توجه به منافع بر حق همه ذی‌نفعان «کار صحیح انجام دهند». از دیدگاه تئوری‌های سیاسی، مدیران شرکت‌ها باید به جامعه پاسخگو بوده و راهی برای بهبود وضع جامعه در پیش گیرند. تئوری ترکیبی فرض می‌کند که مدیران باید تقاضاهای جامعه را در مدل تجاری خود مدنظر قرار دهند؛ چراکه موفقیتشان وابسته به اجتماع است (دنگ و همکاران، ۲۰۱۳).

### اثر مسئولیت اجتماعی بر ارتباط سرمایه‌گذاری و عملکرد

در این تحقیق فرض می‌شود که مسئولیت اجتماعی به دلایل زیر بر عملکرد شرکت اثر منفی خواهد داشت. اول اینکه تخصیص منابع به فعالیت‌های مسئولیت اجتماعی باعث هدررفتن سرمایه و سایر منابع می‌شود (پرستون و اوبانون، ۱۹۹۷)؛ لذا چنانچه این منابع در امور مربوط به مسئولیت‌های اجتماعی شرکت به مصرف نمی‌رسید می‌توانست به پروژه‌های سرمایه‌گذاری تخصیص یابد. به بیان دیگر اگر منابع شرکت صرف امور خیریه، حفاظت محیط زیست، ارتقاء همبستگی و سایر فعالیت‌های مرتبط با مسئولیت اجتماعی شود، چنین دستاوردهای اجتماعی نهایتاً می‌تواند به هزینه کاهش بهره‌وری سرمایه‌گذاری تمام شود. بعلاوه درگیر شدن مدیران در فعالیت‌های زمان بر مسئولیت اجتماعی می‌تواند به کاهش تمرکز نسبت به سایر مسئولیت‌های مدیریتی آنها منجر شده (جنسن<sup>۲</sup>، ۲۰۰۱) و در نتیجه توجه به سرمایه‌گذاری‌های سودآور مغفول واقع شود. همچنین مدیران ممکن است از طریق تبعیض بین ذی‌نفعان، به گونه‌ای فرصت طلبانه از مسئولیت اجتماعی به‌عنوان سپر بلا استفاده کنند؛ بنابراین چنین مدیرانی با احتمال بیشتری فرصت‌ها را از بین برده و بر سرمایه‌گذاری‌های غیر بهینه تمرکز می‌کنند (چنگ و همکاران<sup>۳</sup>، ۲۰۱۳). دلیل دوم در مورد اینکه مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها بر عملکرد اثر منفی دارد این است که شرکت‌هایی که بر عملکرد اجتماعی مطلوب تمرکز کرده‌اند و به دنبال برآورده کردن نیازهای ذی‌نفعان مختلف بوده‌اند، نهایتاً مجبورند فرصت‌های سرمایه‌گذاری سودآور برای

1. Preston & O'Bannon  
2. Jensen  
3. Cheng et al.

سهام‌داران را نادیده انگاشته که این امر ممکن است برای سایر ذی‌نفعان نیز زیان‌بار باشد. نتیجه اینکه سرمایه‌گذاری‌های انجام شده توسط این شرکت‌ها، کمتر به عملکرد مطلوب و بهینه منجر خواهد شد. برای مثال توجه به مسئولیت‌های اجتماعی می‌تواند به اجتناب از سرمایه‌گذاری در پروژه‌های سودآور نظیر انرژی هسته‌ای، اجتناب از سرمایه‌گذاری در کشورهای ناقص حقوق بشر، نپذیرفتن سرمایه‌گذاری در صنایع نظامی و... منجر شود، درحالی‌که هر یک از این موارد به‌واقع می‌تواند برای سهام‌داران سودآور باشد. پس اگر شرکت‌ها قصد برآورده‌سازی علایق همه ذی‌نفعان نظیر گروه‌های فعال زیست محیطی، اتحادیه‌های کارگری و اقلیت‌ها را داشته باشند، مجبور به قربانی کردن پروژه‌های با ارزش خالص مثبت خواهند شد. (بندری و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۱۷)

#### اثر مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها بر ارتباط سرمایه‌گذاری و عملکرد در شرکت‌های با مازاد منابع (منابع بلااستفاده)

می‌توان گفت در شرکت‌هایی با مازاد منابع (منابع بلااستفاده) اثر مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها بر حساسیت سرمایه‌گذاری نسبت به عملکرد کمتر تعیین‌کننده است، چراکه مدیران این شرکت‌ها می‌توانند منابع را به فعالیت‌های مرتبط با مسئولیت اجتماعی بدون کاهش بهره‌وری سرمایه‌گذاری اختصاص دهند. از سوی دیگر برای شرکت‌هایی که منابع کافی برای تأمین مالی فرصت‌های سرمایه‌گذاری در اختیار ندارند، الزامات مسئولیت اجتماعی می‌تواند منجر به کاهش منابعی شود که در صورت عدم سرمایه‌گذاری در مسئولیت اجتماعی می‌توانست برای فرصت‌های رشد مورد استفاده قرار گیرد؛ لذا می‌توان نتیجه گرفت اثر منفی مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها بر حساسیت عملکرد به سرمایه‌گذاری برای شرکت‌های فاقد نقدینگی کافی، قوی‌تر است (بندری و همکاران<sup>۲</sup>، ۲۰۱۷).

**اثر تأمین مالی خارجی بر ارتباط سرمایه‌گذاری و عملکرد با توجه به مسئولیت اجتماعی**  
تحت پارادایم مودیگیلانی و میلر<sup>۳</sup> (۱۹۸۵) فرصت‌های سرمایه‌گذاری تنها محرک سرمایه‌گذاری بوده و شرکت‌ها شایسته است که همه پروژه‌های با خالص ارزش فعلی مثبت را تأمین مالی کنند. اما در واقعیت چنین امری به‌ندرت عملی خواهد شد. با توجه به گفتار قبلی اگر

1. Bhandari et al.  
2. Bhandari et al.  
3. Modigliani and Miller

شرکت‌ها منابع داخلی کافی برای تأمین مالی فرصت‌های رشد در اختیار نداشته باشند؛ اما کماکان بخواهند در فعالیتهای مسئولیت اجتماعی سرمایه‌گذاری کنند، مجبور خواهند بود بین پروژه‌های سرمایه‌گذاری سودآور و الزامات مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها یکی را انتخاب کنند، چراکه برآورده‌سازی الزامات مسئولیت اجتماعی توسط تأمین مالی خارجی ممکن است با محدودیت‌هایی مواجه باشد. اگرچه بر اساس نتایج برخی از تحقیقات شرکت‌هایی که از عملکرد مطلوبی در حوزه مسئولیت اجتماعی داشته‌اند توانسته‌اند با هزینه پایین‌تری پروژه‌های سرمایه‌گذاری را تأمین مالی کنند (حاجیها و سرافراز، ۱۳۹۳)، از دیگر سو دیزندر و همکاران (۲۰۲۰) این‌گونه استدلال می‌کنند که مسئولیت اجتماعی موجب افزایش هزینه بدهی در شرکت‌هایی که با کمبود منابع مالی مواجه هستند خواهد شد. در نتیجه این شرکت‌ها مجبور به تأمین مالی با نرخ‌های بالاتر بهره خواهند شد.

**اثر مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها بر ارتباط سرمایه‌گذاری با وجه نقد ایجاد شده داخل**  
تحقیقات زیادی بر نقش کلیدی جریان وجه نقد (وجه نقد ایجاد شده در داخل) در تعیین سطح سرمایه‌گذاری شرکت دلالیت دارد (بلوندل و همکاران<sup>۱</sup>، ۱۹۹۲؛ هوبارد و کاشیپ<sup>۲</sup>، ۱۹۹۲؛ وایتند<sup>۳</sup>، ۱۹۹۲). اگر فعالیتهای مسئولیت اجتماعی حساسیت سرمایه‌گذاری به تأمین مالی خارج از شرکت را کاهش دهد آن‌گاه در شرکت‌های با مسئولیت اجتماعی سطح بالا، سرمایه‌گذاری بیشتر به وجه نقد تولید شده داخلی وابسته خواهد بود.

### پیشینه تحقیق

رضایی و همکاران (۲۰۲۴) با استفاده از یک محیط بین‌المللی متشکل از ۲۱۰۳۹ مشاهده از ۴۳ کشور طی سال‌های ۲۰۱۰ تا ۲۰۱۹ که دوره بحران‌های مالی و سلامت جهانی را در بر می‌گیرد به این نتیجه رسیدند که دو زمینه حقوقی در نحوه ارتباط بین مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها و کارایی سرمایه‌گذاری نقش دارند. آنها دریافتند در کشورهای با حقوق عرفی - در مقایسه با کشورها با ساختار حقوقی مدون (تقنینی) می‌توان ارتباط مثبتی بین مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها و کارایی سرمایه‌گذاری یافت. باردوس و همکاران<sup>۴</sup> (۲۰۲۰) به تأثیر مسئولیت

1. Blundell et al.

2. Hubbard, R.G; Kashyap

3. Whited

4. Bardos

اجتماعی شرکت‌ها در کیفیت محصولات و ارزش بازار شرکت پرداختند. آنها نتیجه گرفتند که مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها تأثیر مثبتی بر انتظار مشتری از بازار محصول شرکت می‌گذارد. به‌ویژه برای محصولات استاندارد و صنایع رقابتی و این اثر بر ویژگی‌های کیفی محصولات مشهودتر است. به‌علاوه نتایج تحقیقات آنها حاکی از آن است که مسئولیت اجتماعی به طور غیرمستقیم ارزش بازار شرکت را از طریق درک بازار محصولات شرکت افزایش می‌دهد.

هو و چیه<sup>۱</sup> (۲۰۱۹) در مطالعه‌ای ارتباط مسئولیت اجتماعی و عملکرد مالی پایدار را مورد آزمون قرار دادند. نتایج تحقیق آنها بیانگر این است که شرکت‌های مسئول اجتماعی نتایج مالی مطلوب‌تری نسبت به شرکت‌هایی که مسئولیت اجتماعی را در اولویت اهداف خود قرار نداده، کسب می‌کنند. زنگ و همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۱۹) در تحقیقی به بررسی اثر مسئولیت محیطی شرکت‌ها بر کارایی سرمایه‌گذاری پرداختند. نتایج تحقیقات آنها حاکی از این است که مسئولیت‌های محیطی شرکت اثر مثبتی بر کارایی سرمایه‌گذاری دارد. اما این اثر کوتاه‌مدت نخواهد بود چرا که اثر آن بر کارایی سرمایه‌گذاری مستلزم زمان است. دیگر نتیجه تحقیق حاکی از آن است که در شرکت‌هایی که مسئولیت‌های محیطی را می‌پذیرند، سرمایه‌گذاری کمتر از حد می‌تواند ظاهر شود. نتایج تحقیق آنها از تئوری ذی‌نفعان حمایت می‌کند، چرا که مسئولیت محیطی شرکت‌ها فداکاری شخصی نیست. بندری و همکاران<sup>۳</sup> (۲۰۱۷) در تحقیقی به بررسی ارتباط مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها و کارایی تخصیص سرمایه پرداختند. آنها در تحقیق خود پی بردند که مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها اثر منفی بر نسبت Q توین دارد. آنها همچنین در بررسی تأثیر مسئولیت اجتماعی بر فاکتورهای تضاد نمایندگی، اثر مشارکت ذی‌نفعان را بر ارتباط بین مسئولیت اجتماعی شرکت و کارایی تخصیص سرمایه مؤثر یافتند. آنها همچنین در تحقیق خود به این نتیجه رسیدند که مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها اثر منفی بر ارتباط تأمین مالی خارجی و Q توین داشته و بر حساسیت سرمایه‌گذاری به وجه نقد نیز اثرگذار است. آنها همچنین دریافتند که کارایی تخصیص سرمایه در حضور متغیر مسئولیت اجتماعی در عملکرد آتی شرکت منعکس خواهد شد. اتیک و همکاران<sup>۴</sup> (۲۰۱۴) به بررسی تأثیر مسئولیت اجتماعی شرکت بر حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی طی دوره زمانی ۱۹۹۲-۲۰۱۰ پرداختند. نتایج تحقیق نشان داد

1. Hou

2. Zeng et al.

3. Bhandari et al.

4. Attig et al.

که مسئولیت اجتماعی شرکت از طریق کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه نمایندگی بر حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی اثرگذار است. درعین حال حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی داخلی با افزایش امتیاز مسئولیت اجتماعی شرکت کاهش می‌یابد.

بادپا و همکاران (۱۴۰۳) به بررسی تأثیر عوامل اقتضایی شامل اندازه شرکت، عمر شرکت و استراتژی‌های تمایز و رهبری هزینه بر قابلیت مسئولیت اجتماعی شرکت و همچنین کارایی بازارپذیری آن پرداختند. یافته‌های پژوهش نشان داد، اندازه شرکت بر قابلیت مسئولیت اجتماعی تأثیر منفی دارد، در حالی که عمر شرکت و قدرت بازاریابی بر قابلیت مسئولیت اجتماعی شرکت تأثیر مثبت دارند. همچنین نتایج نشان داد متغیرهای اندازه و عمر شرکت بر کارایی بازارپذیری آن تأثیر مثبت دارند. اما بین استراتژی‌های رهبری هزینه و تمایز با هر دو متغیر قابلیت مسئولیت اجتماعی و کارایی بازارپذیری شرکت رابطه معناداری مشاهده نشد. طبق یافته‌های پژوهش سرلک و همکاران (۱۴۰۲) با فراتحلیل کلیه مطالعات واجدالشرایط و تجمیع همه شاخص‌های عملکرد بین گزارشگری مسئولیت‌پذیری اجتماعی و عملکرد شرکت ارتباط معناداری وجود ندارد. همچنین بین گزارشگری مسئولیت‌پذیری اجتماعی و دو شاخص ارزیابی عملکرد یعنی بازده حقوق صاحبان سهام و حاشیه سود خالص رابطه معناداری وجود ندارد. اما بین گزارشگری مسئولیت‌پذیری اجتماعی و عملکرد شرکت با سه شاخص کیوتوبین، بازده دارایی‌ها و سود هر سهم رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. نتایج حاصل از پژوهش عباسی استمال و حسین‌زاده دالاندار (۱۴۰۲) نشان می‌دهد که لحن خوش‌بینانه مدیران بر افشای مسئولیت اجتماعی شرکت تأثیر مستقیم دارد. ولی عدم تقارن اطلاعاتی بر افشای مسئولیت اجتماعی شرکت تأثیر معکوس دارد. همچنین، عدم تقارن اطلاعاتی بر ارتباط بین لحن خوش‌بینانه مدیران و افشای مسئولیت اجتماعی شرکت تأثیر معکوس دارد. حسینی عقدایی و همکاران (۱۴۰۲) به بررسی نقش تعدیلگر اندازه شرکت در تأثیر مسئولیت اجتماعی بر عملکرد مالی شرکت‌ها، مبتنی بر تکنیک فراتحلیل پرداختند. جامعه آماری تحقیق آنها مقالات و پایان‌نامه‌های منتشر شده طی سال‌های ۱۳۸۸ تا ۱۴۰۰ به تعداد ۱۸۶ مورد بوده است. بر اساس پروتکل پژوهش ۲۵ مطالعه به‌عنوان نمونه نهایی به‌صورت فراتحلیل مورد بررسی قرار گرفته است. یافته‌های تحقیق نشان مسئولیت اجتماعی بر عملکرد مالی در مطالعات پیشین ایران تأثیر معنی‌داری دارد. هم چنین براینند فرا رگرسیون در پژوهش حاضر مبین نقش معنی‌دار تعدیلگر اندازه شرکت است. یافته‌های پژوهش فروغی و همکاران (۱۴۰۱) نشان می‌دهد گزارش مسئولیت اجتماعی بر گزارشگری مالی متقلبانه

تأثیر منفی دارد و با افزایش امتیاز مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها، احتمال گزارشگری مالی متقابلانه کاهش می‌یابد. کرمانی و الوداری (۱۴۰۱) به بررسی تأثیر مسئولیت اجتماعی بر عملکرد شرکت از طریق پرسش‌نامه‌های طراحی شده توسط کیم و همکاران (۲۰۱۰) پرداختند. نتایج پژوهش آنها حاکی از آن است که مسئولیت‌پذیری اجتماعی بر عملکرد شرکت در بین کارکنان تأثیر معناداری دارد.

آقبلاغی طهماسبی و همکاران (۱۴۰۱) در پژوهشی به بررسی مسئولیت اجتماعی و کارایی سرمایه‌گذاری با نقش تعدیلی نوع استراتژی تجاری شرکتی طی سالهای ۱۳۹۴ تا ۱۴۰۰ پرداختند. نتایج نشان داد بین افشای اطلاعات مسیولیت اجتماعی شرکت‌ها و کارایی سرمایه‌گذاری رابطه منفی و معناداری وجود دارد و در سال‌هایی که افشای اطلاعات مسئولیت اجتماعی شرکت بیشتر بوده است، سطح کارایی سرمایه‌گذاری کم‌تر است. همچنین مسئولیت اجتماعی شرکتی تأثیر منفی و معناداری بر رابطه استراتژی تهاجمی با بیش سرمایه‌گذاری دارد و در سال‌هایی که افشای اطلاعات مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها بیشتر بوده است، تأثیر استراتژی تهاجمی بر بیش سرمایه‌گذاری ضعیف می‌شود. همچنین مسئولیت اجتماعی شرکت بر رابطه استراتژی تدافعی و بیش سرمایه‌گذاری تأثیر مثبت و معناداری دارد و در سال‌هایی که افشای اطلاعات مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها بیشتر بوده است، تأثیر استراتژی تدافعی بر بیش سرمایه‌گذاری تقویت می‌شود. فضیلت و همکاران (۱۴۰۰) به بررسی اثر مسئولیت اجتماعی بر ارتباط بین سرمایه‌گذاری و عملکرد شرکتها در دوره زمانی ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۶ پرداختند. نتایج تحقیق آنها حاکی از آن بود که مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت منجر به کاهش حساسیت سرمایه‌گذار نسبت به عملکرد می‌شود.

اسکو و نوروزی (۱۴۰۰) در پژوهشی به بررسی تأثیر مسئولیت اجتماعی شرکت بر رابطه بین معاملات اشخاص وابسته و عملکرد طی بازه زمانی ۱۳۹۳ تا ۱۳۹۸ شرکت پرداختند. یافته‌های پژوهش نشان دادند بین معاملات اشخاص وابسته و عملکرد شرکت، رابطه منفی معناداری وجود دارد. همچنین مسئولیت اجتماعی شرکت اثر منفی و تضعیف‌کننده بر رابطه معاملات اشخاص وابسته و عملکرد شرکت دارد. نمازی و مقیمی (۱۳۹۷) در مطالعه‌ای به بررسی تأثیر نوآوری و نقش تعدیلی مسئولیت‌پذیری اجتماعی بر عملکرد مالی شرکت‌ها در صنایع مختلف می‌پردازند. یافته‌ها نشان می‌دهند که در بورس اوراق بهادار تهران، نوآوری در صنعت دارویی، شیمیایی و پلاستیک نسبت به صنایع دیگر، تأثیری بیشتری روی عملکرد مالی دارد. مسئولیت‌پذیری اجتماعی در صنایع کانی‌ها، دارویی، شیمیایی و ساخت لاستیک

نسبت به صنایع دیگر، تأثیر بیشتری بر عملکرد مالی شرکت‌ها داشته به گونه‌ای که با افزایش مسئولیت‌پذیری اجتماعی، عملکرد شرکت‌ها به مراتب بهبود می‌یابد. صفری گرایلی (۱۳۹۶) در پژوهشی به بررسی تأثیر مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت‌ها بر ارزش‌گذاری بازار به نگهداشت وجه نقد می‌پردازد. نتایج پژوهش طی سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۶ حاکی از آن است که افشای اطلاعات مسئولیت‌پذیری اجتماعی، ارزش بازار وجه نقد نگهداری شده شرکت را افزایش می‌دهد. به بیان دیگر، سرمایه‌گذاران برای وجه نقد نگهداری شده در شرکت‌های دارای سطح مسئولیت‌پذیری اجتماعی بالاتر، ارزش بیشتری قائل‌اند.

### فرضیه‌های پژوهش

هدف از انجام این تحقیق بررسی تأثیر مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها بر رابطه سرمایه‌گذاری و عملکرد شرکت‌ها می‌باشد و به دنبال یافتن این پاسخ این سؤال است که آیا مسئولیت اجتماعی بر عملکرد بازار شرکت‌ها تأثیر مثبت خواهد داشت یا به عکس اثر منفی بر عملکرد بازار سهام شرکت خواهد داشت و در سوال دیگر به بررسی اثر آن در شرکت‌های با مازاد منابع نقدی خواهد پرداخت. تحقیق حاضر به دنبال پاسخ این سؤال است که مسئولیت اجتماعی چه تأثیری بر رابطه تأمین مالی خارجی و عملکرد بازار سهام شرکت‌ها دارد. در راستای پاسخ به سؤالات ذکر شده و مبانی نظری موجود، چهار فرضیه به شرح زیر مطرح می‌شود:

فرضیه ۱- مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها بر رابطه سرمایه‌گذاری و عملکرد (Q) اثر تعدیل‌کنندگی دارد.

فرضیه ۲- اثر تعدیل‌کنندگی مسئولیت اجتماعی بر رابطه سرمایه‌گذاری و عملکرد، در شرکت‌های با مازاد منابع (منابع بلااستفاده) کمتر است.

فرضیه ۳- مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها بر رابطه تأمین مالی خارجی و عملکرد اثر تعدیل‌کنندگی دارد.

فرضیه ۴- مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها بر رابطه سرمایه‌گذاری و جریان وجه نقد ایجاد شده در داخل اثر تعدیل‌کنندگی دارد.

### روش‌شناسی پژوهش

پژوهش حاضر از نظر هدف کاربردی و طرح پژوهش آن شبه تجربی-پس رویدادی در حوزه پژوهش‌های اثباتی حسابداری است که با استفاده از روش رگرسیون چندمتغیره و

مدل‌های اقتصادسنجی انجام شده است. جامعه آماری مورد مطالعه را شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۵ - ۱۴۰۲ تشکیل می‌دهند. **جامعه آماری و نمونه.** جامعه آماری مورد مطالعه را شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تشکیل می‌دهند. نمونه‌های آماری پژوهش نیز شامل شرکت‌هایی است که دارای شرایط زیر باشند:

- (۱) با توجه به متغیرهای تحقیق و نحوه محاسبه آنها، شرکت‌هایی که تاریخ پذیرش آنها در بورس اوراق بهادار تهران قبل از سال ۱۳۹۲ بوده و تا پایان سال ۱۴۰۲ نیز در فهرست شرکت‌های بورسی قرار داشته‌اند.
- (۲) به منظور افزایش قابلیت مقایسه، سال مالی آنها منتهی به پایان اسفندماه باشد.
- (۳) طی سال‌های مذکور تغییر فعالیت یا تغییر سال مالی نداشته باشند.
- (۴) اطلاعات مالی از جمله یادداشت‌های توضیحی و گزارش‌های هیئت‌مدیره آنها در دسترس باشد.

پس از اعمال شرایط فوق، در نهایت ۱۲۷ شرکت به عنوان نمونه پژوهش انتخاب شدند. جدول (۱) فرایند انتخاب شرکت‌های نمونه را نشان می‌دهد.

جدول ۱. فرایند انتخاب شرکت‌های عضو نمونه

تعداد شرکت‌ها	شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران
۵۰۲	تعداد کل شرکت‌های پذیرفته شده تا پایان سال ۱۳۹۲
۱۰۹	(-) شرکت‌هایی که پایان سال مالی آن‌ها پایان اسفندماه نیست
۲۶۶	(-) شرکت‌هایی که اطلاعات آن‌ها در دسترس نیست
۱۲۷	شرکت‌های نمونه

با توجه به نوپا بودن مقوله مسئولیت اجتماعی و عدم الزام افشای اقدامات شرکت‌ها در گزارش‌های هیئت‌مدیره و لزوم استخراج داده‌های مربوط به این متغیر از گزارش‌های مزبور، تعداد شرکت‌های نمونه افت زیادی در جامعه آماری تحقیق داشته به گونه‌ای که قریب ۲۶۶ شرکت از جمع شرکت‌های پذیرفته شده در بورس، از نمونه تحقیق حذف شده‌اند.

### روش گردآوری داده‌ها و تحلیل داده‌ها.

در تحقیق حاضر داده‌های مورد نیاز شرکت‌ها از پایگاه‌های اطلاع‌رسانی سازمان بورس و اوراق بهادار تهران و بانک‌های اطلاعاتی همانند نرم‌افزار تدبیر پرداز، صورت‌های مالی، یادداشت‌های توضیحی و گزارش‌های مجمع عمومی شرکت‌ها استخراج و مورد مطالعه، بررسی و تجزیه تحلیل قرار گرفت. داده‌های به دست آمده پس از انجام پردازش‌های اولیه در نرم‌افزار اکسل به وسیله نرم‌افزار ایویوز مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت. برای آزمون فرضیه‌ها از مدل‌های رگرسیون چندمتغیره استفاده شده است. برای بررسی معنادار بودن مدل از آماره فیشر و برای بررسی معنادار بودن ضریب متغیرهای مستقل در هر مدل و میزان تأثیر آن بر متغیر وابسته از آماره تی استفاده شده است.

### مدل‌های تحقیق و تعریف عملیاتی متغیرها

چارچوب تجربی تحقیق حاضر بر پایه کارهای بندری و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۱۷) است. برای آزمون فرضیه اول و چهارم تحقیق مدل زیر تخمین زده می‌شود:

$$INV_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Q_{i,t-1} ESG_{i,t-1} + \beta_2 CF_{i,t-1} ESG_{i,t-1} + \beta_3 ESG_{i,t-1} + \beta_4 Q_{i,t-1} + \beta_5 CF_{i,t-1} + \beta_6 PBV_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad \text{مدل (۱)}$$

و در آن  $INV$ ، معیار سرمایه‌گذاری؛  $Q$ ، عملکرد (فرصت‌های رشد) شرکت؛  $ESG$ ، سنجه ای از مسئولیت اجتماعی شرکت؛  $PBV$ ، قیمت به ارزش دفتری هر سهم؛  $CF$ ، جریان وجه نقد شرکت است.

متغیر اصلی سنجه مسئولیت اجتماعی شرکت است. فرضیه اصلی پیش‌بینی می‌کند که مسئولیت اجتماعی می‌بایست اثر منفی بر حساسیت سرمایه‌گذاری نسبت به  $Q$  داشته باشد، در نتیجه انتظار بر این است که  $(\beta_1 < 0)$  باشد. به منظور آزمون فرضیه ۲ مدل رگرسیونی زیر تخمین زده می‌شود:

$$INV_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CASHAT_{i,t-1} ESG_{i,t-1} + \beta_2 CASHAT_{i,t-1} Q_{i,t-1} + \beta_3 CASHAT_{i,t-1} ESG_{i,t-1} + \beta_4 Q_{i,t-1} ESG_{i,t-1} + \beta_5 CF_{i,t-1} ESG_{i,t-1} + \beta_6 ESG_{i,t-1} + \beta_7 Q_{i,t-1} + \beta_8 CF_{i,t-1} + \beta_9 PBV_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad \text{مدل (۲)}$$

و در آن  $CASHAT$ ، مازاد وجه نقد تولید شده توسط شرکت است.

به منظور آزمون فرضیه ۳ مدل رگرسیونی زیر تخمین زده می‌شود:

$$FIN_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Q_{i,t-1} ESG_{i,t-1} + \beta_2 CF_{i,t-1} ESG_{i,t-1} + \beta_3 ESG_{i,t-1} + \beta_4 Q_{i,t-1} + \beta_5 CF_{i,t-1} + \beta_6 PBV_{i,t-1} + \varepsilon_i$$

مدل (۳)

و در آن  $FIN$ ، تأمین مالی خارجی توسط شرکت است. در ادامه تعریف عملیاتی و نحوه محاسبه هر یک از این متغیرها تشریح می‌گردد.

#### متغیرهای وابسته

اولین متغیر وابسته در این تحقیق سرمایه‌گذاری  $INV$  فرصت‌های رشد شرکت است که از طریق رشد سالانه اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات به علاوه مخارج تحقیق و توسعه - همگن شده توسط ارزش دفتری جمع دارایی‌های ابتدای دوره - اندازه‌گیری می‌شود. دومین متغیر وابسته تأمین مالی خارج از شرکت  $FIN$  است که از طریق سود و زیان انباشته منهای ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام - همگن شده توسط ارزش دارایی‌های ابتدای دوره - اندازه‌گیری می‌شود.

#### متغیر مستقل

$Q$  عملکرد: (فرصت‌های رشد) شرکت است که از طریق ارزش بازار سرمایه منهای ارزش دفتری سرمایه به علاوه ارزش دفتری جمع دارایی‌ها تخمین زده می‌شود که همگی توسط جمع دارایی‌های ابتدای دوره همگن شده‌اند.

#### متغیرهای تعدیل‌گر

مسئولیت اجتماعی شرکت  $ESG$  از طریق جمع امتیاز نقاط قوت منهای نقاط ضعف (نگرانی‌ها) در جدول (۲) تخمین زده می‌شود. مازاد منابع مالی  $CASHAT$ : یک متغیر مجازی است؛ در صورتیکه وجه نقد شرکتهای عضو نمونه - که توسط دارایی‌های ابتدای دوره همگن شده‌اند - بالاتر از میانه باشد، مقدار ۱ و مقادیر پایین‌تر از میانه، مقدار صفر به خود می‌گیرد.

#### متغیرهای کنترل

$PBV$ : قیمت به ارزش دفتری هر سهم است که ارزش‌گذاری بیش از حد را کنترل می‌کند و از تفاوت قیمت به ارزش دفتری سهم و میانگین این نسبت در صنعت بدست می‌آید.

*CF*: جریان وجه نقد که از طریق سود خالص قبل از ارقام غیر مترقبه به علاوه هزینه استهلاک و مخارج تحقیق و توسعه محاسبه می‌شود که توسط ارزش دفتری دارایی‌های ابتدای دور همگن شده‌اند.

جدول ۲. نقاط قوت و ضعف در حوزه مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها

ابعاد	ویژگی قوت	ویژگی نگرانی
جامعه	امور خیریه، ابداع و نوآوری، حمایت از ساخت مسکن، حمایت از آموزش و پرورش، پیوند با مردم محلی، برنامه‌های داوطلبانه، تعهد نسبت به جامعه و سایر نقاط قوت	مناقشات سرمایه‌گذاری، اثرات اقتصادی منفی، دعای مالیاتی و سایر نگرانی‌ها
تنوع <sup>۱</sup>	یک زن یا یک اقلیت مدیرعامل یا عضوی از هیئت‌مدیره باشد، سیاست‌های، اعطای مزایای شغلی/زندگی، استخدام معلولین، استخدام گروه‌هایی که درصد کمتری نماینده دارند، گوناگونی و...	اختلاف‌نظرها و عقاید، قبضه مدیریت و سایر نگرانی‌ها
کارکنان	ارتباطات اتحادیه‌ای، امنیت شغلی، سهم کردن در سود سهام نقدی، مشارکت کارکنان، اعطای مزایای از کارافتادگی، سلامت و امنیت، مزایای بازنشستگی، ارتباط کارکنان، توسعه مهارت، سرمایه انسانی و سایر نقاط قوت	مشکلات در زمینه ارتباطات اتحادیه‌ای، سلامت و امنیت، ارتباطات نیروی کار و نگرانی بابت مزایای از کارافتادگی، سیاست‌های زنجیره تأمین، مناقشات زنجیره تأمین، کار کودکان و سایر نگرانی‌ها
محیط	ارائه خدمات و محصولات مفید، پیشگیری از آلودگی محیط زیست، بازیافت مواد و انرژی، سرمایه‌گذاری در انرژی‌های پاک، ارتباطات، به کارگیری ماشین‌آلات و تجهیزات مدرن، سیستم‌های مدیریت، بهینه‌سازی مصرف آب و خاک، تأمین مواد خام و سایر نقاط قوت	تولید پسماندهای پرخطر و گازهای گلخانه‌ای، مواد مضر برای درختان و خاک، تغییرات اقلیمی، خطرات تنوع زیستی، مدیریت زنجیره تأمین و مدیریت آب و سایر نگرانی‌ها
حقوق بشر	ارتباطات با مردم محلی، رعایت حقوق کار و سایر نقاط قوت	حقوق کار، ارتباطات با مردم محلی، سیاست‌های آزادی بیان، سانسور و نقض حقوق بشر، عدم استخدام کارکنان خارجی و سایر نگرانی‌ها
محصول	کیفیت محصول، نوآوری در محصول و تحقیق و توسعه و سایر نقاط قوت	امنیت محصول، سیاست‌های بازاریابی - قرارداد و عدم انحصار، ارتباط با مشتریان، و سایر نگرانی‌ها
حاکمیت شرکی	شفافیت، پاسخگویی سیاسی، سیاست‌گذاری عمومی، ثبات سیستم مالی و سایر نقاط قوت	مشکلات در زمینه شفافیت، پاسخگویی سیاسی، سیاست عمومی، اختلاف در ساختار مالکیت، فساد و عدم ثبات سیاسی، سرمایه‌گذاری‌های بحث‌انگیز، اخلاق تجاری و سایر نگرانی‌ها

متغیرهای تحقیق، نحوه محاسبه آنها و نقش هر یک از آنها در مدل‌های مربوطه در جدول (۳) خلاصه شده است.

### 1. Diversity

## جدول ۳. خلاصه متغیرهای تحقیق و نحوه محاسبه و پژوهش‌های مورد استفاده

نقش متغیر	نحوه محاسبه	نام متغیر	نماد
وابسته	$INV = \frac{\Delta(\text{مخارج تحقیق و توسعه} + \text{اموال ماشین، آلات و تجهیزات})}{\text{ارزش داراییهای اول دوره}}$	سرمایه‌گذاری	INV
مستقل	$Q = \frac{(\text{ارزش دفتری داراییها} + \text{ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام} - \text{ارزش بازار حقوق صاحبان سهام})}{\text{ارزش داراییهای اول دوره}}$	عملکرد	Q
تعدیل‌گر	ESG= امتیاز مسئولیت اجتماعی شرکت	مسئولیت اجتماعی	ESG
کنترلی	$CF = \frac{(\text{مخارج تحقیق و توسعه} + \text{هزینه استهلاک} + \text{سود خالص قبل از اقلام مترقیه})}{\text{ارزش داراییهای اول دوره}}$	وجه نقد تولید شده در داخل شرکت	CF
کنترلی	$PBV = \left( \frac{\text{میانگین قیمت هر سهم در صنعت}}{\text{ارزش دفتری سهم}} \right) - \left( \frac{\text{میانگین ارزش دفتری هر سهم در صنعت}}{\text{قیمت هر سهم}} \right)$	قیمت به ارزش دفتری هر سهم	PBV
تعدیل‌گر	$CASHAT = \frac{\text{وجه نقد}}{\text{ارزش داراییهای اول دوره}}$	مازاد منابع مالی	CASHAT
وابسته	$FIN = \frac{(\text{سود و زیان انباشته} - \text{ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام})}{\text{ارزش داراییهای اول دوره}}$	تأمین مالی خارجی	FIN

## یافته‌های پژوهش

## نتایج آمار توصیفی

نتایج آمار توصیفی متغیرهای پژوهش شامل میانگین، میانه، انحراف معیار، کشیدگی، بیشینه و کمینه در جدول (۴) آورده شده است:

جدول (۴): آماره‌های توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	میانگین	میانه	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی	کمینه	بیشینه
سرمایه‌گذاری	۰/۱۱۴	۰/۰۲۱۸	۰/۲۱۴	۲/۳۳۵	۹/۰۷۵	-۰/۲۷۸	۱/۲۵۱
تأمین مالی خارجی	۰/۲۹۸	۰/۲۶۲	۰/۱۷۳	۱/۰۵۸	۴/۰۲۸	۰/۰۳۲	۰/۱۷۳
مسئولیت اجتماعی	۵/۹۱۴	۵	۵/۱۰۳	۰/۶۱۶	۲/۱۱۹	۰	۱۷
عملکرد	۲/۱۹۱	۱/۶۵۹	۲/۳۰۱	۸/۳۸۵	۹۵/۱۱۶	۰/۲۵۶	۳۲/۸۰۰
وجه نقد ایجاد شده داخل	۰/۱۷۳	۰/۱۲۶	۰/۲۱۴	۱/۴۳۶	۷/۹۱۱	-۰/۶۷۰	۱/۴۱۹

متغیر	میانگین	میانه	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی	کمینه	بیشینه
قیمت به ارزش دفتری سهم	۱/۳۶۲	۰/۹۱۵	۱/۶۱۴	۱/۷۶۴	۲۴/۰۰۲	-۱۴/۲۲۲	۱۲/۵۸۷
مالکیت دولتی	۰/۱۵۲	۰	۰/۲۷۵	۱/۳۲۱	۲/۸۶۵	۰	۰/۷۸
مازاد منابع مالی	۰/۰۴۹	۰/۰۲۸	۰/۰۶۲	۳/۰۹	۱۵/۶۶۷	۰/۰۰۰۵۶	۰/۵۳۷

اصلی‌ترین شاخص مرکزی میانگین است، با نگاهی به جدول فوق می‌توان دریافت که میانگین عمده متغیرها فاصله چندانی با هم ندارد. در بین متغیرها، مسئولیت اجتماعی با مقدار ۵/۹۱۴ دارای بالاترین میانگین می‌باشد. بیشترین انحراف معیار متعلق به متغیر مسئولیت اجتماعی با مقدار ۵/۱۰۳ می‌باشد.

ضریب چولگی که عدم تقارن توزیع را نسبت به شاخص میانگین نشان می‌دهد در همه متغیرها مثبت و چوله به راست می‌باشد و بیشترین آن متعلق به متغیر عملکرد با مقدار ۸/۳۸۵ می‌باشد و نهایتاً ضریب کشیدگی که نشان‌دهنده ارتفاع توزیع متغیر است، در همه متغیرها مثبت می‌باشد. شاخص‌های آماری متغیرهای پژوهش بیانگر دامنه مناسب برای متغیرهای محاسبه شده است.

### آزمون اف لیمر

داده‌های این پژوهش از نوع ترکیبی می‌باشد. قبل از تخمین مدل‌ها لازم است که روش تخمین (تلفیقی یا تابلویی) مشخص گردد که برای این منظور از آزمون اف لیمر استفاده شده است. برای مشاهداتی که احتمال آزمون آنها بیشتر از ۵٪ باشد (آماره آزمون کمتر از جدول باشد) از روش تلفیقی و برای مشاهداتی که احتمال آزمون آنها کمتر از ۵٪ است، از روش تابلویی برای تخمین مدل استفاده می‌شود. با توجه به جدول (۵)، احتمال آماره محاسبه شده در هر ۳ مدل کمتر از ۵٪ می‌باشد، لذا برای تخمین مدل‌ها از روش تابلویی استفاده می‌شود.

### جدول ۵. نتایج حاصل از آزمون اف لیمر

احتمال	مقدار آماره	درجه آزادی	مدل پژوهش
۰/۰۰۰	۷/۹۱۶	(۱۲۴ و ۷۴۴)	مدل (۱)
۰/۰۰۰	۸/۹۰۰	(۱۲۴ و ۷۴۱)	مدل (۲)
۰/۰۰۰	۱۰/۶۶۴	(۱۲۴ و ۷۴۴)	مدل (۳)

### آزمون هاسمن

روش تابلویی با استفاده از دو مدل «اثرات تصادفی» و «اثرات ثابت» انجام می‌گیرد. برای تعیین اینکه از کدام مدل استفاده شود از آزمون هاسمن استفاده می‌شود. برای تخمین مدل در مشاهداتی که احتمال آماره آزمون کمتر از ۵٪ است، از مدل اثرات ثابت و مشاهداتی که احتمال آماره آزمون بیشتر از ۵٪ است، از مدل اثرات تصادفی استفاده می‌گردد. در جدول زیر با توجه به اینکه احتمال آزمون در هر ۳ مدل کمتر از ۵٪ می‌باشد، از مدل اثرات ثابت برای تخمین هر ۳ مدل استفاده شده است.

جدول ۶. نتایج حاصل از آزمون هاسمن

احتمال	مقدار آماره	درجه آزادی	مدل پژوهش
۰/۰۰۰	۳۶/۴۷۰	۶	مدل (۱)
۰/۰۰۰	۴۱/۶۱۰	۹	مدل (۲)
۰/۰۰۰	۱۹/۳۵۳	۶	مدل (۳)

### تخمین مدل و تجزیه و تحلیل نتایج

بعد از تعیین روش تخمین مدل، لازم است ضرایب مدل‌های تحقیق برآورد شوند. توجه به تأیید وجود ناهمسانی واریانس، برای برآورد ضرایب از روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته استفاده می‌شود. نتایج حاصل از تخمین مدل (۱) به شرح جدول (۷) است:

جدول ۷. نتایج حاصل از تخمین مدل (۱)

$INV_i, t = \beta_0 + \beta_1 Q_i, t - 1 + \beta_2 ESG_i, t - 1 + \beta_3 CF_i, t - 1 + \beta_4 Q_i, t - 1 + \beta_5 CF_i, t - 1 + \beta_6 PBV_i, t - 1 + \varepsilon_{i,t}$				
احتمال	آماره t	خطای استاندارد	ضریب برآوردی	متغیر
۰/۰۰۰	۹/۴۵۵	۰/۰۱۲	۰/۰۱۱	مقدار ثابت (عرض از مبدأ)
۰/۰۰۰	-۶/۰۸۹	۰/۰۰۰۲	-۰/۰۰۱	عملکرد × مسئولیت اجتماعی
۰/۲۷۰	۱/۱۰۳	۰/۰۰۲	۰/۰۰۲	وجه نقد ایجاد شده داخل × مسئولیت اجتماعی
۰/۰۳۳	-۲/۱۴۰	۰/۰۰۲	-۰/۰۰۴	مسئولیت اجتماعی
۰/۰۰۰	۷/۷۰۹	۰/۰۰۳	۰/۰۱۹	عملکرد
۰/۲۳۱	۱/۱۹۸	۰/۰۱۲	۰/۰۱۵	وجه نقد ایجاد شده داخل
۰/۰۰۳	-۳/۰۲۹	۰/۰۰۱	-۰/۰۰۳	قیمت به ارزش دفتری سهم
		۰/۸۸۲		ضریب تعیین
		۰/۸۶۱		ضریب تعیین تعدیل شده
		۴۲/۸۰۸		آماره فیشر (F)
		۰/۰۰۰		احتمال (آماره F)

با توجه به جدول (۷) مقدار سطح احتمال آزمون فیشر کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد، بنابراین، مدل معنی‌دار بوده و بین متغیر مستقل و وابسته رابطه خطی وجود دارد. ضریب تعیین رگرسیون برابر ۰/۸۸۲ است و بیانگر آن است که تقریباً ۸۸ درصد تغییرات متغیر سرمایه‌گذاری بر اساس تغییرات متغیرهای مستقل و کنترل بیان می‌شود.

بر اساس نتایج ارائه شده در جدول (۷)، احتمال آماره تی مربوط به حاصل ضرب متغیر عملکرد در مسئولیت اجتماعی کمتر از ۰/۰۵۰ بوده و مقدار آن ۰/۰۰۱- و معنی‌دار می‌باشد. علامت منفی حاصل ضرب دو متغیر مسئولیت اجتماعی و عملکرد ( $\beta_1 < 0$ ) نشان‌دهنده اثر منفی سرمایه‌گذاری بر عملکرد در حضور متغیر مسئولیت اجتماعی بوده و مطابق با پیش‌بینی نظری است. همچنین مقدار احتمال آماره تی مربوط به متغیر عملکرد کمتر از ۰/۰۵ بوده و مقدار آن ۰/۰۰۰ معنی‌دار می‌باشد؛ لذا برای مقایسه آنها از نظر مقدار از آزمون والد<sup>۱</sup> استفاده می‌شود:

جدول ۸. نتایج آزمون والد در مدل ۱

متغیرها	تفاضل ضرایب	آماره F	احتمال
عملکرد × مسئولیت اجتماعی	-۰/۰۱۸	۵۹/۸۱۴	۰/۰۰۰
عملکرد			

با توجه به جدول (۸) از آنجا که سطح معناداری آزمون والد برای مقایسه ضرایب کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد، بنابراین فرضیه برابری ضرایب متغیرها پذیرفته نشده و ضرایب برابر نیستند. مقدار تفاضل ضرایب دو متغیر منفی (-۰/۰۱۸) است، بنابراین در سطح اطمینان ۹۵٪ می‌توان گفت که «مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها بر رابطه سرمایه‌گذاری و عملکرد (Q) اثر تعدیل‌کنندگی دارد».

بر اساس نتایج ارائه شده در جدول (۷) مقدار احتمال آماره تی مربوط به حاصل ضرب متغیر وجه نقد ایجاد شده داخل در مسئولیت اجتماعی بیشتر از ۰/۰۵ و مقدار آن ۰/۲۷۰ و معنی‌دار نمی‌باشد. لذا می‌توان گفت «مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها بر رابطه سرمایه‌گذاری و جریان وجه نقد ایجاد شده در داخل اثر تعدیل‌کنندگی ندارد».

نتایج حاصل از تخمین مدل (۲) به شرح جدول (۱۰) است:

جدول ۱۰. نتایج حاصل از تخمین مدل (۲)

$INV_i, t = \beta_0 + \beta_1 CASHAT1_i, t-1 + \beta_2 CASHAT1_i, t-1 + \beta_3 CASHAT1_i, t-1 + \beta_4 Q_i, t-1 + \beta_5 CFI_i, t-1 + \beta_6 ESG_i, t-1 + \beta_7 Q_i, t-1 + \beta_8 CFI_i, t-1 + \beta_9 PBV_i, t-1 + \epsilon_{i,t}$				
احتمال	آماره t	خطای استاندارد	ضریب بر آوردی	متغیر
۰/۰۰۳	۳/۰۰۳	۰/۰۶۰	۰/۱۷۴	مقدار ثابت (عرض از مبدأ)
۰/۷۳۵	۰/۳۳۸	۰/۰۱۳	۰/۰۰۴	مازاد منابع مالی × عملکرد × مسئولیت اجتماعی
۰/۴۶۳	-۰/۷۳۴	۰/۰۴۲	-۰/۰۳۱	مازاد منابع مالی × مسئولیت اجتماعی
۰/۰۳۰	-۲/۲۲۴	۰/۰۷۵	-۰/۱۶۶	مازاد منابع مالی × عملکرد
۰/۰۰۹	-۲/۶۲۲	۰/۰۰۰۲	-۰/۰۰۴	عملکرد × مسئولیت اجتماعی
۰/۰۴۰	۲/۰۷۶	۰/۰۰۸	۰/۰۱۷	وجه نقد ایجاد شده داخل × مسئولیت اجتماعی
۰/۱۰۵	۱/۶۲۶	۰/۳۰۰	۰/۴۸۷	مازاد منابع مالی
۰/۰۳۴	-۲/۱۲۵	۰/۰۱۰	-۰/۰۲۰	مسئولیت اجتماعی
۰/۰۰۰	۶/۰۲۲	۰/۰۰۸	۰/۰۵۰	عملکرد
۰/۲۸۱	-۱/۰۸۰	۰/۰۵۷	-۰/۰۶۱	وجه نقد ایجاد شده داخل
۰/۱۰۰	-۱/۶۶۰	۰/۰۰۴	-۰/۰۰۷	قیمت به ارزش دفتری سهم
		۰/۶۱۰		ضریب تعیین
		۰/۵۴۰		ضریب تعیین تعدیل شده
		۸/۵۶۱		آماره F
		۰/۰۰۰		احتمال (آماره F)

با توجه به جدول (۱۰) مقدار سطح احتمال آزمون فیشر کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد، بنابراین مدل معنی‌دار بوده و بین متغیر مستقل و وابسته رابطه خطی وجود دارد. ضریب تعیین رگرسیون برابر ۰/۶۱۰ است و بیانگر آن است که تقریباً ۶۱ درصد تغییرات متغیر سرمایه‌گذاری بر اساس تغییرات متغیرهای مستقل و کنترل بیان می‌شود.

بر اساس نتایج ارائه شده در جدول (۱۰) مقدار احتمال آماره تی مربوط به حاصل ضرب متغیر مازاد منابع مالی در عملکرد و مسئولیت اجتماعی بیشتر از ۰/۰۵ بوده، بنابراین معنی‌دار نمی‌باشد؛ لذا فرضیه دوم پژوهش رد می‌شود.

نتایج حاصل از تخمین مدل (۳) به شرح زیر است.

جدول ۱۱. نتایج حاصل از تخمین مدل (۳)

FIN $i, t = \beta_0 + \beta_1 Qi, t-1 + \beta_2 ESGi, t-1 + \beta_3 CFi, t-1 + \beta_4 ESGi, t-1 + \beta_5 CFi, t-1 + \beta_6 PBVi, t-1 + \varepsilon_i, t$				
احتمال	آماره t	خطای استاندارد	ضریب برآوردی	متغیر
۰/۰۰۰	۱۵/۳۶۰	۰/۰۲۰	۰/۲۴۰	مقدار ثابت (عرض از مبدأ)
۰/۰۳۰	-۲/۲۳۴	۰/۰۰۰	-۰/۰۰۱	عملکرد × مسئولیت اجتماعی
۰/۰۲۰	-۲/۳۹۲	۰/۰۰۳	-۰/۰۰۶	وجه نقد ایجاد شده داخل × مسئولیت اجتماعی
۰/۰۰۰	۴/۰۹۰	۰/۰۰۲	۰/۰۱۰	مسئولیت اجتماعی
۰/۰۰۴	۲/۹۰۵	۰/۰۰۳	۰/۰۱۰	عملکرد
۰/۰۰۴	۲/۸۶۴	۰/۰۱۷	۰/۰۵۰	وجه نقد ایجاد شده داخل
۰/۰۰۰	-۰/۷۴۲	۰/۰۰۱	-۰/۰۱۹	قیمت به ارزش دفتری سهم
۰/۹۲۰			ضریب تعیین	
۰/۹۰۳			ضریب تعیین تعدیل شده	
۵۴/۶۹۰			آماره F	
۰/۰۰۰			احتمال (آماره F)	

با توجه به جدول فوق مقدار سطح احتمال آزمون فیشر کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد، بنابراین، مدل معنی‌دار بوده و بین متغیر مستقل و وابسته رابطه خطی وجود دارد. ضریب تعیین رگرسیون برابر ۰/۹۲۰ است و بیانگر آن است که تقریباً ۹۲ درصد تغییرات متغیر تأمین مالی خارجی بر اساس تغییرات متغیرهای مستقل و کنترل بیان می‌شود.

بر اساس نتایج ارائه شده در جدول (۱۱) مقدار احتمال آماره تی مربوط به حاصل ضرب متغیر عملکرد در مسئولیت اجتماعی کمتر از ۰/۰۵ و مقدار آن ۰/۰۳۰ و معنی‌دار می‌باشد. همچنین مقدار احتمال آماره تی مربوط به متغیر عملکرد کمتر از ۰/۰۵ و مقدار آن ۰/۰۰۴ و معنی‌دار می‌باشد؛ لذا برای مقایسه آنها از نظر مقدار از آزمون والد استفاده می‌شود:

جدول ۱۲. نتایج آزمون والد در مدل (۳)

متغیرها	تفاضل ضرایب	آماره F	احتمال
عملکرد × مسئولیت اجتماعی	-۰/۰۰۴	۳/۹۰۰	۰/۰۰۴۹
عملکرد			

بر اساس نتایج جدول فوق چون سطح معناداری آزمون والد برای مقایسه ضرایب کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد، بنابراین فرضیه برابری ضرایب متغیرها پذیرفته نشده و ضرایب برابر نیستند. مقدار تفاضل ضرایب دو متغیر منفی ۰/۰۰۴- است؛ بنابراین در سطح اطمینان ۹۵٪ می‌توان گفت «مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها بر رابطه تأمین مالی خارجی و عملکرد اثر تعدیل‌کنندگی دارد».

### بحث و نتیجه‌گیری

هدف پژوهش حاضر بررسی اثر تعدیلی مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها بر ارتباط سرمایه‌گذاری و عملکرد و همچنین تأمین مالی خارج از شرکت و عملکرد می‌باشد. نتیجه آزمون فرضیه اول تحقیق از اثر منفی مسئولیت اجتماعی بر کارایی تخصیص سرمایه در شرکت‌ها حکایت دارد. این نتیجه‌گیری با مبانی نظریه نمایندگی در توجیه اثر مسئولیت اجتماعی بر ارتباط سرمایه‌گذاری و عملکرد هماهنگ است، چراکه در عمل ایفای مسئولیت‌های اجتماعی شرکت مستلزم انجام هزینه بوده و بر ارزش و عملکرد مالی شرکت در بلندمدت اثر منفی خواهد داشت. از دیدگاه دیگر مدیرانی که به دنبال برآورده کردن علایق ذی‌نفعان مختلف هستند، ممکن است فرصت‌های سرمایه‌گذاری به‌واقع سودآور را نادیده گرفته که این امر در نهایت موجب کاهش منافع سهام‌داران خواهد شد. این نتیجه‌گیری با نتایج تحقیق رضایی و همکاران (۲۰۲۴)، بندری و همکاران (۲۰۱۷) و آق‌بلاغی طهماسبی و همکاران (۱۴۰۱) هماهنگ است، لکن به طور ضمنی با نتایج تحقیق هو و چیه (۲۰۱۹)، تئودالیس و همکاران (۲۰۱۷)، کریستین و همکاران (۲۰۱۷)، بنلمیه و همکاران (۲۰۱۵)، نمازی و مقیمی (۱۳۹۷)، فخاری و همکاران (۱۳۹۵) متفاوت است. در فرضیه دوم تحقیق، اثر مازاد منابع نقدی در دسترس بر ارتباط سرمایه‌گذاری و عملکرد شرکت‌های مسئولیت‌پذیر اجتماعی مورد بررسی قرار گرفت. لکن اثر تعدیلی مازاد منابع نقدی بر سرمایه‌گذاری و عملکرد با در نظر گرفتن نقش مسئولیت اجتماعی رد شد. از این رو می‌توان گفت که سرمایه‌گذاری شرکت‌ها در فعالیت‌های مرتبط با مسئولیت اجتماعی به میزان منابع نقدی در دسترس بستگی نداشته، بلکه بیشتر به استراتژی شرکت‌ها در حوزه مسئولیت اجتماعی مرتبط است تا به وضعیت نقدینگی شرکت. این نتیجه‌گیری با نتایج تحقیق بندری و همکاران (۲۰۱۷)، اتیک و همکاران (۲۰۱۴)، صفری گرایلی و همکاران (۱۳۹۶) سازگار نیست. در فرضیه سوم اثر تعدیلی مسئولیت اجتماعی بر ارتباط عملکرد و تأمین مالی خارج از شرکت بررسی شد. در حالت کلی فرض بر این است که تأمین مالی خرج از شرکت با اثر بر اهرم مالی

منجر به بهبود عملکرد منجر می‌شود. لکن نتایج پژوهش از اثر منفی مسئولیت اجتماعی بر ارتباط عملکرد و تأمین خارج از شرکت حکایت دارد. چراکه با فرض کارایی بازار سرمایه، تأمین‌کنندگان مالی، با تشخیص بهره‌وری کمتر سرمایه‌گذاری در شرکت‌های مسئولیت‌پذیر اجتماعی، تاحدامکان از تأمین مالی پروژه‌های سرمایه‌گذاری در این شرکت‌ها اجتناب نموده و یا اینکه به منظور اطمینان از بازگشت منابع واگذاری شده، دارایی‌های شرکت را در قبال تأمین مالی پروژه‌های سرمایه‌گذاری محدود ساخته و یا در وثیقه خود درآوردند که این امر نهایتاً منجر به افزایش هزینه‌های تأمین مالی از خارج در این شرکت‌ها خواهد شد. در چنین شرایطی مدیران می‌خواهند خود را از نیروهای انضباطی بازار سرمایه مصون نگه داشته، در نتیجه تأمین مالی خارج از شرکت را به حداقل خواهند رساند. این نتیجه‌گیری با نتایج تحقیق بندری و همکاران (۲۰۱۷) همسو است. با توجه به تأیید فرضیه چهارم تحقیق مبنی بر اثر تعدیلی مسئولیت اجتماعی بر ارتباط سرمایه‌گذاری با جریان وجه نقد ایجاد شده در داخل می‌توان نتیجه گرفت که در شرکت‌های مسئولیت‌پذیر اجتماعی، سرمایه‌گذاری‌ها بیشتر از طریق وجه نقد تولید شده در داخل انجام می‌شود تا از طریق استقراض از خارج شرکت. این نتیجه‌گیری با نتایج فرضیه سوم و همچنین تحقیق بندری و همکاران (۲۰۱۷) همسو است.

نتایج تحقیق حاضر می‌تواند برای سرمایه‌گذاران و همچنین تحلیلگران مالی برای اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری مفید واقع شود، چراکه بر اساس نتایج تحقیق مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها با ارزش شرکت در ارتباط است؛ لذا به سرمایه‌گذاران و تحلیل‌گران مالی پیشنهاد می‌شود اثرات مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها را در مشاوره‌های مالی و تصمیمات اقتصادی خود مدنظر قرار دهند. همچنین به نهادهای ناظر و سیاست‌گذار بورس اوراق و بهادار توصیه می‌شود با توجه به محتوای اطلاعاتی مسئولیت اجتماعی بر عملکرد مالی شرکت‌ها، افشای آن را در گزارشات مالی شرکت‌ها مدنظر قرار داده و به‌عنوان بخشی از گزارش هیئت‌مدیره به مجمع الزامی کنند. همچنین لازم است سازمان بورس و اوراق بهادار رتبه مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت‌ها را به‌عنوان یکی از عوامل اثرگذار در اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری به اطلاع سرمایه‌گذاران بالقوه و بالفعل شرکت برساند. مهم‌ترین محدودیت پژوهش حاضر مربوط به فقدان بانک اطلاعاتی جامع و قابل‌اتکا در خصوص مسئولیت اجتماعی شرکت‌هاست. بدین لحاظ برآورد امتیاز مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت‌های نمونه توسط پژوهشگر انجام شده است که ضمن زمان بر بودن ممکن است در برخی از نمونه‌ها از دقت کافی برخوردار نباشد.

با این وجود تلاش و دقت زیادی به عمل آمد که تا حد امکان به روایی و پایایی پژوهش لطمه‌ای وارد نشود. همچنین به دلیل عدم الزام شرکت‌ها به افشای مسئولیت‌های اجتماعی، بعضاً امکان برآورد امتیاز مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت‌ها در جامعه آماری امکان‌پذیر نبوده که این امر موجب افت تعداد نمونه‌ها در جامعه تحقیق گردید. طی انجام هر پژوهش، ابعاد گسترده‌تر و تازه‌تری از موضوع نمایان می‌شود که می‌تواند نقطه آغازی برای پژوهش‌های بعدی باشد. با توجه به اینکه نتایج تحقیق که حاکی از محتوای اطلاعاتی نقش مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها برای سرمایه‌گذاران است، پیشنهاد می‌شود پژوهشی با عنوان اثر مسئولیت اجتماعی بر عملکرد آتی شرکت‌ها انجام شود تا سرمایه‌گذاران بالقوه بتوانند عملکرد مسئولیت اجتماعی بر عملکرد آتی شرکت‌ها را پیش‌بینی نموده و مبنایی برای تصمیمات اقتصادی سرمایه‌گذاران فراهم آورد. همچنین پیشنهاد می‌شود پژوهشی به منظور بررسی اثر تعدیلی مسئولیت اجتماعی بر عملکرد شرکت‌ها با استفاده از متغیرهای حاکمیت شرکتی انجام گردد. در پژوهش‌های آتی می‌توان معیارهای دیگری از عملکرد اقتصادی شرکت‌ها را تعیین و ارتباط مسئولیت اجتماعی بر عملکرد اقتصادی را با توجه به آن معیارها مورد بررسی قرار داد.

### ملاحظات اخلاقی

حامی مالی: مقاله حامی مالی ندارد.

مشارکت نویسندگان: تمام نویسندگان در آماده‌سازی مقاله مشارکت داشته‌اند.

تعارض منافع: بنا بر اظهار نویسندگان در این مقاله هیچ گونه تعارض منافی وجود ندارد.

تعهد کپی‌رایت: طبق تعهد نویسندگان حق کپی‌رایت رعایت شده‌است.

## منابع

- آق‌بلاغی طهماسبی، داریوش؛ فرجی، میثم؛ چراغی، امیر. (۱۴۰۱). مسئولیت اجتماعی و کارایی سرمایه‌گذاری: نقش تعدیلی نوع استراتژی تجاری شرکت. *نشریه مدیریت بازاریابی*، ۱۷(۵۷): ۱۱۵-۱۰۱.
- اسکو، وحید؛ نوروزی، محمد. (۱۴۰۰). بررسی تأثیر مسئولیت اجتماعی شرکت بر رابطه بین معاملات اشخاص وابسته و عملکرد شرکت. *نشریه پژوهش‌های حسابداری مالی*، ۱۳(۲): ۳۲-۱۹.
- بادپا، بهروز؛ ناصری، مهدیس؛ قنبری، امین. (۱۴۰۳). واکاوی تأثیر عوامل اقتضایی بر قابلیت مسئولیت اجتماعی و کارایی بازارپذیری شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. *دوفصلنامه حسابداری ارزشی و رفتاری*، ۹(۱۷): ۹۶-۴۷.
- حاجیها، زهره؛ سرفراز؛ بهمن. (۱۳۹۳). بررسی رابطه بین مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت‌ها و هزینه حقوق صاحبان سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. *پژوهش‌های تجربی حسابداری*، ۴(۴): ۱۲۳-۱۰۵.
- حساس یگانه، یحیی؛ بزرگر، قدرت اله. (۱۳۹۲). ارائه مؤلفه‌ها و شاخص‌های بعد اجتماعی مسئولیت شرکت‌ها و وضعیت موجود آن در ایران. *فصلنامه مطالعات توسعه اجتماعی - فرهنگی*، ۲(۱): ۲۳۴-۲۰۹.
- حسینی عقدایی، سمیه؛ کمائی، روح‌الله؛ شاه میرزالی، ندا؛ سیدی، فاضل. (۱۴۰۲). تبیین و تحلیل نقش تعدیلگر اندازه شرکت در تأثیر مسئولیت اجتماعی بر عملکرد مالی شرکت‌ها، مبتنی بر تکنیک فراتحلیل. *حسابداری و منافع اجتماعی*، ۱۳(۳): ۲۷۰-۲۴۱.
- سرلک، نرگس؛ زارع بهنمیری، محمدجواد؛ رامشه، منیژه؛ میرزائی، بهاره. (۱۴۰۲). بررسی رابطه گزارشگری مسئولیت اجتماعی و عملکرد شرکت‌ها با رویکرد فراتحلیل. *دوفصلنامه حسابداری ارزشی و رفتاری*، ۸(۱۵): ۲۴۷-۲۱۱.
- صفری گرایلی، مهدی. (۱۳۹۷). مسئولیت‌پذیری اجتماعی و ارزش‌گذاری بازار نگهداشت وجه نقد شرکت. *راهبرد مدیریت مالی*، ۶(۱): ۱۸۳-۱۶۳.
- عباسی استمال، محمدرضا؛ حسین‌زاده دالان‌دار، نسرين. (۱۴۰۲). تأثیر لحن خوش‌بینانه مدیران بر افشای مسئولیت اجتماعی شرکت با تأکید بر عدم تقارن اطلاعاتی. *دانش حسابداری مالی*، ۱۰(۳): ۱۷۱-۱۵۱.
- فروغی، داریوش؛ حمیدیان، نرگس؛ بهرامی، فاطمه. (۱۴۰۱). تأثیر مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها بر گزارشگری مالی متقلبان. *دانش حسابداری مالی*، ۹(۱): ۲۷-۱.

- فضیلت، فرهاد؛ ولی‌پور، هاشم؛ شاهرودیانی، شادی. (۱۴۰۰). اثر تعدیلی مسئولیت اجتماعی بر ارتباط سرمایه‌گذاری و عملکرد با تأکید بر عوامل مبتنی بر نظریه نمایندگی. *دانش سرمایه‌گذاری*، ۱۰(۳۸): ۳۸۹-۴۱۰.
- کرمانی احمد؛ الوداری، حسن. (۱۴۰۱). بررسی تأثیر مسئولیت اجتماعی بر عملکرد شرکت. *فصلنامه پژوهش‌های علوم مدیریت*، ۴(۱۳): ۱-۱۰.
- نمازی، محمد؛ مقیمی، فاطمه. (۱۳۹۷). تأثیر نوآوری و نقش تعدیلی مسئولیت‌پذیری اجتماعی بر عملکرد مالی شرکت‌ها در صنایع مختلف. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۲۵(۲): ۳۱۰-۲۸۹.

## References

- Abbasi Astamal, M; Hosseinzadeh Dalandar, N. (2023). The effect of Managers' Optimistic Tone on Corporate Social Responsibility Disclosure with emphasis on Information Asymmetry. *Financial Accounting Knowledge*, 10(3), 151-171. (In Persian).
- Aghbelaghi, D and faraji, F.(2024). Social Responsibility and Investment Efficiency: The Moderating Role of the Type of Business Strategy of the Company (Case Study: Companies Listed On the Tehran Stock Exchange). *Journal of Marketing Management*, Vol. 17, pp.101-115. (in persian).
- Attig, N; Cleary, S; Ghoul, S. (2014). Corporate Legitimacy and Investment–Cash Flow Sensitivity. *J Bus Ethics*.DOI 10.1007/s10551-013-1693-3.
- Aupperle, K.E; Carroll, A.B; Hatfield, J.D; (1985). An empirical examination of the relationship between corporate social responsibility and profitability. *Acad. Manag. J.* 28, 446–463. doi:10.2307/256210.
- Badpa B, Naseri M, Ghanbari A. . (2024).The Effect of Contingency Factors on Social Responsibility Capability and Marketability Efficiency of Companies Listed on the Tehran Stock Exchange. *journal of Value & Behavioral Accounting*, 9 (17):47-96. (In Persian).
- Bardos K.S; M. Ertugrul and L.S. Gao, (2020). Corporate social responsibility, product market perception, and firm value, *Journal of Corporate Finance*, doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2020.101588
- Bhandari, A; & Javakhadze, D. (2017). Corporate social responsibility and capital allocation efficiency. *Journal of Corporate Finance*, 43, 354-377.
- Bénabou, R; Tirole, J; (2010). Individual and corporate social responsibility. *Economica* 77, 1–19. doi:10.1111/j.1468-0335.2009.00843.x
- Cheng, I; Hong, H; Shue, K; (2013). Do Managers do good with other people's money? NBER Work. Pap. No. 18476 1–49. doi:10.2139/ssrn.1784357
- Deng, X; Kang, J. Koo, Low, B.S; 2013. Corporate social responsibility and stakeholder value maximization: Evidence from mergers. *J. financ. econ.* 110, 87–109. doi:10.1016/j.jfineco .2013.04.014.
- Desender, K. A; LópezPuertas-Lamy, M; Pattitoni, P; & Petracci, B. (2020). Corporate social responsibility and cost of financing—The importance of the international corporate governance system. *Corporate Governance: An International Review*, 28(3), 207-234.

- Fazilat, F; Valipour, H; & Shahverdiani, S. (2021). The moderating effect of social responsibility on the relationship between investment and performance with emphasis on factors based on agency theory. *Journal of Investment Knowledge*, 10(38), 389-410 (In Persian).
- Flammer, C; 2013. Corporate social responsibility and shareholder reaction: The environmental awareness of investors. *Acad. Manag. J.* 56, 758-781. doi:10.5465/amj.2011.0744.
- Foroghi, D; Hamidian, N. and Bahrami, F. (2022). The Effect of Corporate Social Responsibility on Fraudulent Financial Reporting. *Financial Accounting Knowledge*, 9(1), 1-27. (In Persian).
- Hajiha, Z. and Sarfaraz, B. (2015). The Relation between Corporate Social Responsibility and Cost of Equity Capital of Firms Listed in Tehran Stock Exchange. *Empirical Research in Accounting*, 4(4), 105-123. (in persian).
- Hosseini Aghdaei, S; Kamaei, R; Shah Mirzalu, N. and saydi, F. (2023). Explaining and analyzing the moderating role of company size on the impact of social responsibility on the financial performance of companies, based on meta-analysis technique. *Journal of Accounting and Social Interests*, 13(3), 241-270. (In Persian).
- Hou, T.C.T; 2019. The relationship between corporate social responsibility and sustainable financial performance: Firm-level evidence from Taiwan. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 26(1), pp.19-28.
- Jensen, M.C; (2001). Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function. *J. Appl. Corp. Financ.* 14, 8-21. doi: 10.1111/j.1745-6622.2001.tb00434.x
- Kermani Ahmad, Al-Odari Hassan . (2022). Investigating the impact of social responsibility on company performance, *Management Science Research Quarterly*, 4 (13), 1-10. (In Persian).
- Krüger, P; (2015). Corporate goodness and shareholder wealth. *J. financ. econ.* 115, 304-329. doi:10.1016/j.jfineco.2014.09.008
- McKinley, A. (2008). The drivers and performance of corporate environmental and social responsibility in the Canadian mining industry (Doctoral dissertation).
- McWilliams, A; Siegel, D.S; Wright, P.M; 2006. Guest editors' introduction corporate social responsibility: strategic implications. *J. Manag. Stud.* 43, 1-18. doi:10.1111/j.1467-6486.2006.00580.x
- Namazi, M. and Moghimi, F. (2019). Investigating Effects of Innovations and Moderating Role of Corporate Social Responsibility on the Financial Performance of the Firms Listed on the Tehran Stock Exchange in Different Industries. *Accounting and Auditing Review*, 25(2), 289-310. (in persian).
- Orlitzky, M; Schmidt, F.L; Rynes, S.L; 2003. Corporate social and financial performance: a meta-analysis. *Organ. Stud.* 24, 403-441. doi:10.1177/0170840603024003910.
- Oskou, V. and Norouzi, M. (2021). Investigating the effect of corporate social responsibility on the relationship between related party transactions and Firm value. *Financial Accounting Research*, 13(2), pp. 19-32. (in persian).

- Pettenella, D; 2010. CSR: What it is, what issues it incorporates? What costs/benefits of implementation? In: United Nations Economic Commission for Europe, UNECE Workshop on Corporate Social Responsibility. Belgrade, Serbia, 13-14 April. Belgrad: UNECE.
- Preston, L.E; O'Bannon, D.P; 1997. The corporate social-financial performance relationship. A Typology and Analysis. *Bus. Soc.* 36, 419-429. doi:10.1177/000765039703600406
- Rezaee, Z; Poursoleyman, E; Mansourfar, G; & Homayoun, S. (2024). Corporate social responsibility and investment efficiency: The roles of national stakeholder orientation and legal origins. *International Review of Economics & Finance*, 93, 889-911.
- Safari Gerayeli, M. (2018). Corporate Social Responsibility and Market Value of Corporate Cash Holdings. *Financial Management Strategy*, 6(1), 163-183. (in persian).
- Sarlak N, Zare Behnmiri M J, Ramshe M, Mirzaee B. (2023). Investigating the Relationship between Corporate Social Responsibility Reporting and Corporate Performance: meta-analysis. *journal of Value & Behavioral Accounting*, 8 (15):211-247. (In Persian).
- Servaes, H; Tamayo, A; 2013. The impact of corporate social responsibility on firm value: The role of customer awareness. *Manage. Sci.* 59, 1045-1061. doi:10.1287/mnsc.1120.1630
- Suchman, M. C. (1995). Managing legitimacy: Strategic and institutional approaches. *Academy of management review*, 20(3), 571-610.
- Xu, H; Wu, J; & Dao, M. (2019). Corporate social responsibility and trade credit. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 1-28.
- Zwetsloot, G. I. (2003). From management systems to corporate social responsibility. *Journal of Business Ethics*, 44(2-3), 201-208.

## COPYRIGHTS



This is an open access article under the CC BY-NC-ND 4.0 license.

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی  
پرتال جامع علوم انسانی