فصلنامه سیاست‌های مالی و اقتصادی

سال هفتم، شماره ۲۷، پاییز ۱۳۹۸، صفحات ۱۵۹–۱۳۳

تأثیر مسئولیت اجتماعی شرکت و مالکیت نهادی با نفوذ بر ارزش شرکت

فریدون رهنمای رودپشتی

عضو هیأت علمی دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات تهران

rahnama.roodposhti@gmail.com

آناهیتا زندی

دانشجوی دکتری گروه حسابداری، دانشکده علوم انسانی، دانشگاه آزاد اسلامی واحد سمنان(نویسنده مسئول)

zandi_anna@yahoo.com

این مطالعه به بررسی رابطه بین مسئولیت اجتماعی شرکت و مالکیت نهادی با نفوذ بر ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره ۱۳۹۰-۱۳۹۶ می‌پردازد. با غربالگری،۱۵۲ شرکت نمونه پژوهش تعیین شد. جهت آزمون فرضیه‌های پژوهش از رگرسیون خطی چندمتغیره مبتنی بر داده‌های تابلویی بهره گرفته شده است. یافته‌های این پژوهش نشان می‌دهند که مسئولیت اجتماعی شرکت و مالکیت نهادی با نفوذ بالا با ارزش شرکت رابطه مثبت و معناداری دارد. همچنین مالکیت نهادی با نفوذ بالا، تأثیر قابل توجه و مثبتی بر رابطه بین مسئولیت اجتماعی شرکت و ارزش شرکت دارد. درواقع تأثیر مسئولیت اجتماعی شرکت بر ارزش شرکت با سطح مالکیت نهادی با نفوذ تغییر کرده و منجر به افزایش ارزش شرکت می‌شود.

طبقه‌بندی JEL: G۳۴, G۳۱,M۱۴.

واژگان کلیدی: مسئولیت اجتماعی شرکت، مالکیت نهادی، ارزش شرکت.

* تاریخ دریافت: ۱۳۹۷/۱۰/۰۵ تاریخ پذیرش: ۱۳۹۸/۰۳/۲۵

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-08]

۱. مقدمه

شواهد گواه آن است که دو چالش تجربی عمده فرا روی مطالعه‌های موجود در زمینه این پژوهش وجود دارد. اولاً، برخی تحقیق‌ها ماهیت درون‌زای عملکرد شرکت و فعالیت‌های مسئولیت اجتماعی شرکت را شناسایی می‌کنند. برای نمونه، وادوک و گریوز (۱۹۹۷) رابطه بازگشتی میان اقدامات اجتماعی شرکت و عملکرد مالی شرکت را در قالب دو دیدگاه اثبات کردند. بر اساس دیدگاه نخست، رفتار مسئولیت اجتماعی، منجر به عملکرد مالی بهبود یافته می‌شود. در حالی که مطابق با دیدگاه دیگر، عملکرد مالی پیشین بهتر به مشارکت مسئولیت اجتماعی (CSR)[۱] آتی بالاتر منتهی می‌شود. ثانیاً، مسئولیت اجتماعی شرکت قادر به اثرگذاری بر ارزش شرکت از طریق دو سازوکار مخالف یکدیگر است. بررسی‌ها نشانگر آن است که مسئولیت اجتماعی شرکت، ارزش شرکت را به واسطه اثر حل تعارض میان مدیران و سهام‌داران، منتفع می‌کند؛ در حالی که از سوی دیگر، مسئولیت اجتماعی شرکت برخوردار از قدرت تخریب ارزش شرکت به واسطه سرمایه‌گذاری بیش از حد است. بدین ترتیب، اثر کلی مسئولیت اجتماعی شرکت بر ارزش شرکت وابسته به آن است که کدام‌یک از مقولات مذبور غالب هستند.

تئوری حل تعارض توضیح می‌دهد که فعالیت‌های CSR با کاهش دادن تعارضات منافع (سود)، بین مدیران و ذی‌نفعان غیرسرمایه‌گذار، بهبود و اصلاح اعتبار شرکت و افزایش سوددهی شرکت می‌تواند منجر به بالا رفتن ارزش شرکت شود. با وجود این ، تئوری سرمایه‌گذاری بیش از حد نشان می‌دهد که چنین شیوه‌هایی هزینه‌بر بوده و باعث نگرانی می‌شوند. علاوه بر این، پژوهش‌های تجربی، به هر دو تأثیرات مثبت و منفی CSR بر ارزش شرکت دست یافتند. برای مثال، برد، هال، مُمنته و رگیانی (۲۰۰۷) و هارجُتو و جو (۲۰۱۵)، نشان می‌دهند که جنبه‌های گوناگون فعالیت‌های CSR از قبیل CSR وابسته به جامعه در مقابل CSR وابسته به محصول یا CSR حقوقی در مقابل CSR هنجاری، تأثیرات مختلفی بر ارزش شرکت دارند.

۱. Corporate Social Responsibility

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-08]

شناسایی تأثیر CSR بر ارزش شرکت می‌تواند چالش برانگیز باشد. اول اینکه، CSR می‌تواند نسبت به عواملی از قبیل عملکرد مالی شرکت و نقدینگی، درون‌زا باشد، یعنی شرکت‌ها زمانی که موفق هستند تمایل به انجام کارهای خوب دارند (وادُک و گریوز (۱۹۹۷) و هانگ، کوبیک و شینکمَن (۲۰۱۲). این موضوع می‌تواند منجر به تخمین غیرواقع (تخمین مورب) رابطه بین CSR و ارزش شرکت شود. دوم اینکه، رابطه بین CSR و ارزش شرکت به این بستگی دارد که کدام تأثیر CSR غالب است: اثر حل تعارض یا اثر سرمایه‌گذاری بیش از حد.

در این پژوهش این موضوع که چگونه مالکیت نهادی با نفوذ (IO)، بر اثرات CSR تأثیر می‌گذارد به‌دقت مورد بررسی قرار خواهد گرفت. از یک طرف، سرمایه‌گذاران با نفوذ از قبیل سهام‌داران بلوکی به کمتر کردن سرمایه‌گذاری بیش از حد CSR از طریق نظارت کارآمد و مؤثر کمک می‌کنند (چن، هارفورد و لی، ۲۰۰۷؛ استارکز، ۲۰۰۹؛ گیلان، هارتزل، استارکز، ۲۰۱۰). از طرف دیگر، مالکیت نهادی با نفوذ می‌تواند تعارض بین سهام‌داران و ذی‌نفعان غیرسرمایه‌گذار را کاهش دهد (لمون و لینز، ۲۰۰۳؛ گوییسو، ساپینزا و زینگالز، ۲۰۱۴) که این امر، اثر حل تعارض CSR را افزایش می‌دهد.

این پژوهش با توجه به اهمیت بررسی عوامل مؤثر بر ارزش شرکت‌ها به دنبال پاسخ به این مهم است که آیا بین مسئولیت اجتماعی شرکت (CSR) و عملکرد مالی یا درنهایت ارزش شرکت ارتباط مهمی وجود دارد؟ چگونه CSR به همراه مالکیت نهادی با نفوذ، مشترکاً ارزش شرکت را تحت تأثیر قرار می‌دهد؟

با توجه به مطالب مطرح شده، مطالعه و بررسی موضوع پژوهش اهمیت ویژه‌ای خواهد داشت، زیرا باعث افزایش آگاهی و دانش در زمینه شناسایی عوامل مؤثر بر عملکرد شرکت‌ها خواهد شد. بخش دوم این مقاله به تبیین مبانی نظری و پیشینه پژوهش‌های صورت گرفته اختصاص دارد. بخش سوم شامل ارائه فرضیه‌ها است. در بخش چهارم، روش پژوهش و در بخش پنجم تحلیل آماری و نتایج آزمون فرضیه‌ها بیان می‌شود و درنهایت، نتیجه‌گیری و بحث ارائه می‌شود.

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-08]

۲. مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

۲-۱. مسئولیت اجتماعی و ارزش شرکت

CSR بدین گونه تعریف می‌شود: «فعالیت‌هایی که پیش‌برنده سود و منفعت اجتماعی بوده، فراتر از منافع[۱] شرکت است و قانون وجود آن را ضروری می‌داند»(مَک ویلیامز و سیژل، ۲۰۰۱). بر اساس این تعریف فعالیت‌های CSR نه‌تنها ذی‌نفعان سرمایه‌گذار از قبیل سهام‌داران و بدهکاران را تحت تأثیر قرار می‌دهد، بلکه بر ذی‌نفعان غیرسرمایه‌گذار از قبیل مشتریان، جامعه، سازمان‌های اجتماعی و دیگران نیز تأثیر می‌گذارد. با توجه به گستره وسیعی از ذی‌نفعان دست‌اندرکار (مورد بحث)، آیا رفتار مسئولیت اجتماعی با منافع حاصل از حداکثرسازی ارزش سرمایه‌گذاران سازگار است؟ به عبارت دیگر، آیا CSR به افزایش ارزش شرکت کمک می‌کند؟

«فرضیه سرمایه‌گذاری بیش از حد»، رابطه منفی بین CSR و ارزش شرکت را نشان می‌دهد (سسپا و سستون، ۲۰۰۷؛ بارنیا و روبین، (۲۰۱۰). مشکلات نمایندگی از جداسازی مالکیت و نظارت (کنترل) در زمانی که مدیران شرکت ادعاهای (حقوق مالی) باقی‌مانده کافی در شرکت ندارند، نشأت می‌گیرند. بر اساس تئوری نمایندگی، مدیران برای افزایش اعتبار خود و اینکه به هزینه ذی‌نفعان به عنوان مدیران مسئولیت اجتماعی تثبیت شوند، تمایل دارند بیش از حد در CSR سرمایه‌گذاری کنند؛ به عبارت دیگر، سرمایه‌گذاری‌های CSR به دلیل تعارضات نمایندگی بین مدیران و سهام‌داران، انحراف‌های پرهزینه‌ای از منابع با ارزش شرکت نشان می‌دهند. بارنیا و روبین (۲۰۱۰) استدلال می‌کنند که مدیران تمایل به افزایش هزینه CSR شرکت فراتر از سطح بهینه دارند. همین‌طور شیوه‌های CSR که بیش از حد برای آن‌ها سرمایه‌گذاری شده است می‌توانند ارزش شرکت را خراب کنند. همچنین بارنیا و روبین از نظر تجربی نشان می‌دهند که سهام‌های

۱. Interests

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-08]

بالاتر مدیران با شیوه‌های CSR که کمتر در آن‌ها سرمایه‌گذاری شده است ارتباط دارد. علاوه بر این، کروگر (۲۰۱۵) دریافت که عدم مسئولیت اجتماعی، هزینه‌های سنگینی دربردارد. برعکس، بر اساس «فرضیه حل تعارض» یا «فرضیه اعتبارسازی[۱]» (فریمَن، ۱۹۸۴؛ ماکنی و همکاران، ۲۰۰۹، جو و هارجُتو، ۲۰۱۱، ۲۰۱۲) فرد می‌تواند تأثیر مثبت CSR بر ارزش شرکت را پیش‌بینی کند.

بر اساس تئوری ذی‌نفعان[۲] فیریمن (۱۹۸۴)، شرکت‌ها می‌توانند از CSR برای کم کردن تعارضات بین مدیران و ذی‌نفعان غیرسرمایه‌گذار استفاده کنند. علاوه بر این، جو و هارجُتو (۲۰۱۱، ۲۰۱۲) نشان می‌دهند که از مشارکت در CSR می‌توان به عنوان مکانیسمی برای دستیابی به ارتباط بهتر بین کارمندان داخلی[۳] و کارمندان خارجی[۴] استفاده کرد و از این رو تعارض منافع بین مدیران و انواع ذی‌نفعان غیرسرمایه‌گذار را کاهش داد. آن‌ها دریافتند که CSR با ارزش بالاتر شرکت ارتباط دارد. گوانستر و همکاران (۲۰۱۰) و جیائو (۲۰۱۰) نشان می‌دهند که عملکرد اجتماعی شرکت با تأثیر ارزیابی مثبت ارتباط دارد. کویی، جو و نا (۲۰۱۶) در خصوص اینکه فعالیت‌های CSR به کاهش عدم تقارن اطلاعاتی شرکت کمک می‌کند، شواهد و مدارک تجربی ارائه می‌کنند. از این رو، فعالیت‌های CSR می‌تواند ارزش شرکت را از طریق کاهش تعارض منافع بین مدیران و ذی‌نفعان غیرسرمایه‌گذار افزایش دهد.

همان‌طور که در بالا مطرح شد، CSR از طریق کانال‌های مختلف با مقایسه نتایج و پیامدها، بر ارزش شرکت تأثیر می‌گذارد. اگرچه اکثر یافته‌های تجربی موجود، بیانگر تأثیر مثبت CSR، هم بر ارزش شرکت و هم بر عملکرد مالی هستند اما بیشتر شواهد و مدارک تحقیقاتی، خلاف این موضوع را نشان می‌دهند. برای مثال، برامر و همکاران (۲۰۰۶) نشان می‌دهند که شرکت‌هایی که نمره‌های عملکرد اجتماعی‌شان بالاتر است، ارزش ذی‌نفعانش کمتر است. نلینگ و وب (۲۰۰۹)، هیچ شواهد و مدارکی مبنی بر اینکه فعالیت‌های CSR بر عملکرد مالی اثر می‌گذارد، پیدا نکردند.

۱. Reputation-building hypothesis
۲. Stakeholder theory
۳. Insiders
۴. Outsiders

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-08]

با تمرکز بر شرکت‌های غیرمالی برزیلی، کریسُستومو، فریر و واسکُنسلوس (۲۰۰۵)، اثبات می‌شود که بین CSR و ارزش شرکت یا کیو توبین، رابطه‌ای شدیداً منفی وجود دارد.

افزون بر آن، چندین تحقیق نشان می‌دهند که مؤلفه‌های فعالیت‌های CSR به شیوه‌های مختلف مطرح می‌شوند. برای مثال، برد، هال، مومنته و رگیانی (۲۰۰۷) دریافتند که کاربردهای CSR وابسته به محیط و وابسته به اجتماع که اساساً به عنوان فعالیت‌های بشردوستانه[۱] در نظر گرفته می‌شوند با نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار و نسبت قیمت به درآمد کمتر در ارتباط هستند. هیلمُن و کیم (۲۰۰۱) شرکت‌های با شاخص سهام استاندارد اند پورز ۵۰۰ (S&P۵۰۰)[۲] را مورد بررسی قرار دادند و متوجه شدند که مدیریت ذی‌نفعان منجر به اصلاح ارزش شرکتی که از طریق کیو توبین اندازه‌گیری شده، می‌شود. در حالی که مشارکت در مسائل اجتماعی با ارزش شرکت رابطه منفی دارد. افزون بر آن، هارجُتو و جو (۲۰۱۵)، تأثیر تفاضلی CSR کلی، حقوقی و هنجاری بر ارزش شرکت را مورد بررسی قرار می‌دهند. آن‌ها دریافتند که اگرچه نمره بالای CSR کلی باعث افزایش ارزش شرکت می‌شود اما نمره بالای CSR هنجاری (ربطی به قانون ندارد) ارزش شرکت را کاهش می‌دهد.

۲-۲. مالکیت نهادی با نفوذ، CSR و ارزش شرکت

مالکیت نهادی یکی از معیارهای راهبری شرکتی محسوب می‌شود که به دلیل در اختیار داشتن درصد قابل توجهی از سهام شرکت‌ها و همچنین حرفه‌ای بودن در امر سرمایه‌گذاری نقش با اهمیتی در شرکت‌ها دارند. سرمایه‌گذاران نهادی انگیزه یکسانی برای نظارت بر رویه‌های اتخاذ شده شرکت‌ها ندارند. از یک دیدگاه، سهام‌داران نهادی بر مدیریت نظارت می‌کنند؛ آن‌ها هم می‌توانند بر مدیریت نفوذی چشم‌گیر داشته باشند و هم منافع گروه سهام‌داران را همسو کنند. با وجود این، مالکیت سهام‌داران نهادی می‌تواند تأثیرات منفی هم داشته باشد، مانند دسترسی به

۱. Philanthropic activities

۲. Standard & Poor's ۵۰۰؛ یک سازمان آمریکایی اعتبارسنجی است.

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-08]

اطلاعات محرمانه که عدم تقارن اطلاعاتی را بین آنان و سهام‌داران کوچک‌تر ایجاد می‌کند. سهام‌داران نهادی همچنین می‌توانند تضادهای نمایندگی را به واسطه وجودشان در مقام کارگمار یا مالکی عمده که مشکلات برخاسته از جدایی مالکیت و کنترل را کاهش می‌دهد، وخیم‌تر کنند (بوکانان، ۲۰۱۸).

مالکیت نهادی با نفوذ (IO) می‌تواند رابطه بین CSR و ارزش شرکت را به دو روش مخالف تحت تأثیر قرار دهد. طبق روش اعتبار پیش‌بینی[۱]، پیش‌بینی‌های بی‌نتیجه‌ای در خصوص تأثیر کلی مالکیت نهادی با نفوذ بر رابطه بین ارزش شرکت و CSR وجود دارند. از سوی دیگر، مالکیت نهادی با نفوذ می‌تواند با کم کردن نگرانی‌های مربوط به سرمایه‌گذاری بیش از حد و مشکلات نمایندگی از طریق ارتقای تخصیص بهینه منابع شرکت و نظارت بر فعالیت‌های مدیریتی، تأثیر مثبتی بر رابطه بین ارزش شرکت و CSR بگذارد. با حفظ سهام‌های کلان و پایدار در یک شرکت، ذی‌نفعان بزرگ از قبیل سهام‌داران بلوکی و نهادهای اختصاصی طولانی‌مدت، در فعالیت‌های مدیریتی (نظارتی) متخصص شده و نقش مهمی در حاکمیت شرکتی بازی می‌کنند (گیلان و استارکز، ۲۰۰۳؛ چن، هارفورد و لی، ۲۰۰۷؛ استارکز، ۲۰۰۹؛ گیلان و همکاران، ۲۰۱۰)؛ بنابراین، نظارت توسط نهادهای با نفوذ می‌تواند ذی‌نفعان را در برابر فعالیت‌های تخریب‌کننده ارزش مربوط به مشارکت در CSR محافظت کند.

از سوی دیگر، نهادهای با نفوذ می‌توانند با شبیه‌سازی تعارض بین ذی‌نفعان و ذی‌نفعان غیرسرمایه‌گذار، افزایش ارزش CSR را تحت کنترل خود درآورند. علاوه بر آن، این نهادها می‌توانند مانع افشای اطلاعات[۲] شرکت و به موجب آن، افزایش عدم تقارن اطلاعات[۳] بین شرکت‌ها و ذی‌نفعان غیرسرمایه‌گذار شوند. پژوهش‌های پیشین نشان می‌دهند که نظارت‌های بیش از حد حاکمیت می‌تواند تأثیری منفی بر ارزش شرکت داشته باشند (کلائسنس و همکاران،

۱ Ex ante
۲ Information disclosure
۳ Information asymmetry

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-08]

۲۰۰۲؛ لا پورتا و همکاران، ۲۰۰۲ و لمون و لینز، ۲۰۰۳). علاوه بر این، نفوذ و مداخله بیش از حد سرمایه‌گذار نهادی، انگیزه و اتحاد مدیریتی را کاهش می‌دهد (بورکارت، گرومب و پانونزی، ۱۹۹۷؛ گوییسو، ساپینزا و زینگالاس، ۲۰۱۴). سطح پایین اتحاد مدیریتی مشاهده شده، همبستگی مثبتی با پیامدهای بد و ناخوشایندی از لحاظ بهره‌وری کمتر و ارزش شرکتی کمتر (کیو توبین) خواهد داشت. افزون بر آن، سرمایه‌گذاران نهادی با نفوذ اگر منافع خصوصی و شخصی خودشان را بیرون بکشند، می‌توانند ارزش شرکت را کاهش دهند اما منافع با اقلیت سرمایه‌گذاران و دیگر ذی‌نفعان وابسته به CSR به اشتراک گذاشته نمی‌شود (ادمانز و همکاران، ۲۰۱۷).

در ادامه به تعدادی از پژوهش‌های صورت گرفته در این حوزه اشاره می‌شود.

آرشاد و رازاک (۲۰۱۱)، در مطالعه‌ای به بررسی رابطه بین افشای مسئولیت اجتماعی شرکتی و عملکرد در شرکت‌های مالزی پرداختند. نتایج نشان داد که افشای فعالیت‌های مسئولیت اجتماعی شرکت ها اثر قابل توجهی بر روی موفقیت شرکت ها دارد. همچنین ساختار مالکیت غالب باعث بهبود فعالیت‌های افشای مسئولیت اجتماعی می‌شود.

اویونو و همکاران (۲۰۱۱)، در مطالعه‌ای با عنوان مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها و عملکرد مالی به بررسی مسئولیت اجتماعی شرکت ها و عملکرد مالی ۵۰ شرکت مالزیایی پرداختند. تجزیه و تحلیل آن‌ها نشان داد که رابطه مثبت و تقریباً ضعیفی بین مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها و عملکرد مالی وجود دارد؛ بنابراین آن‌ها ادعا کردند که گزارش فعالیت‌های اجتماعی شرکت‌ها باعث بهبود عملکرد مالی می‌شود.

واهبا (۲۰۱۵) در مطالعه‌ای با عنوان اثر واسطه عملکرد مالی در رابطه بین مسئولیت های اجتماعی و ساختار مالکیت به بررسی متغیرهای ضمنی مؤثر بر عملکرد مالی پرداخت. رگرسیون داده‌های پنل بر روی یک نمونه انجام شد که شامل تمام شرکت‌هایی است که در شاخص مسئولیت اجتماعی مصر طی دوره‌ای از سال ۲۰۰۷ تا سال ۲۰۱۰ ثبت شده‌اند. نتایج نشان می‌دهند که عملکرد مالی بهتر (بدتر) و مسئولیت اجتماعی، راهنما و سرنخی برای سرمایه‌گذاران سازمانی است.

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-08]

سانگ و همکاران (۲۰۱۷)، به بررسی تأثیر مدیریت زیست محیطی بر بهبود عملکرد مالی بر روی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس چین طی دوره زمانی ۲۰۰۷-۲۰۱۱ پرداختند. نتایج نشان داد که مدیریت زیست محیطی بر عملکرد مالی سال بعد به طور قابل توجهی تأثیر مثبت دارد، همچنین مدیریت زیست محیطی به طور قابل توجهی می تواند موجب بهبود سودآوری آینده شود. از سوی دیگر نتایج نشان داد که مدیریت زیست‌محیطی موجب بهبود عملکرد مالی در سال جاری نمی‌شود.

بوکانان و همکاران (۲۰۱۸) به بررسی رابطه مسئولیت اجتماعی شرکت، ارزش شرکت و مالکیت نهادی پرداختند. آن‌ها از تجزیه‌وتحلیل تفاضل سه گانه[۱] استفاده کردند و نشان دادند که رابطه بین CSR و ارزش شرکت به سطح مالکیت نهادی بستگی دارد. همچنین تأثیر مالکیت نهادی برای شرکت‌های CSR که ریسک‌های بازپرداخت بدهی[۲] زیادی دارند، اهمیت چندانی ندارد.

خلیلی (۱۳۸۹) در مطالعه ای با عنوان رابطه بین مسئولیت پذیری اجتماعی با عملکرد مالی شرکت‌ها به بررسی رابطه بین مسئولیت‌پذیری اجتماعی و ابعاد آن شامل شرایط محیط کار، محیط زیست، رفتار کسب‌وکار، جامعه و اجتماع محلی و راهبری شرکت با عملکرد مالی شرکت‌ها در صنعت مواد و محصولات دارویی پرداخته است. نتایج این پژوهش نشان داد که بین متغیر مسئولیت‌پذیری اجتماعی و هر یک از ابعاد پنج‌گانه آن با متغیر عملکرد مالی، رابطه‌ای وجود ندارد. همچنین، بین اندازه و ریسک سازمان با عملکرد مالی رابطه مثبت و معنی‌داری وجود دارد.

عبدلی و همکاران (۱۳۹۲) به بررسی تأثیر ترکیب هیئت مدیره و ساختار مالکیت بر میزان مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت‌ها در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته‌اند. در این پژوهش به بررسی تأثیر ساختار و ترکیب هیئت مدیره بر مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها پرداخته شده است و هدف از این تحقیق شناسایی عوامل مؤثر بر میزان رعایت مسئولیت‌پذیری اجتماعی به عنوان یک فاکتور مؤثر بر تصمیمات سرمایه‌گذاران است در این

۱. Triple difference
۲. Rollover risks

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-08]

راستا تعداد ۱۰۹ شرکت برای دوره زمانی ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۰ مورد مطالعه قرار گرفتند. نتایج حاکی از آن است که بین مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت‌ها با نسبت اعضای موظف هیئت مدیره و تمرکز مالکیت رابطه معنی‌داری وجود دارد و تغییر تمرکز مالکیت بیشترین تأثیر را نسبت به سایر متغیرها بر روی مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت‌ها می‌گذارد همچنین مطابق با نتایج به دست آمده مشخص شد بین نقش دوگانه رئیس هیئت مدیره نسبت تغییرات هیئت مدیره و نوع مالکیت با مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت‌ها رابطه معناداری وجود ندارد.

عرب‌صالحی و همکاران (۱۳۹۲) به بررسی «رابطه مسئولیت اجتماعی با عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران» پرداخت. در پژوهش آن‌ها از اطلاعات ۵۹ شرکت در طول سال‌های ۱۳۸۹-۱۳۸۵ استفاده شد. نتایج نشان می‌دهد که عملکرد مالی با مسئولیت اجتماعی شرکت نسبت به مشتریان و نهادهای موجود در جامعه ارتباط دارد ولی عملکرد مالی با مسئولیت اجتماعی شرکت نسبت به کارکنان و محیط زیست رابطه معناداری ندارد.

راجی‌زاده و همکاران (۱۳۹۴) به بررسی افشای اطلاعات حسابداری پیرامون مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها بر اساس تئوری ذی‌نفعان پرداخته‌اند. ذات و جوهره مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها تمرکز بر ذی‌نفعان تجاری در ارتباط با مسئولیت اقتصادی، اخلاقی، قانونی و زیست‌محیطی است و افشای اطلاعات حسابداری با مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها بازتاب واقعی از مسئولیت‌های سهام‌داران شرکت‌ها است. درنهایت جایگاه و وضعیت مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها در محیط کسب‌وکار ایران مورد توجه قرار می‌گیرد و به لزوم تدوین استانداردها، آیین‌نامه‌ها و انجام اقدامات لازم نهادهای قانون‌گذار در الزام شرکت‌ها برای توجه ویژه به مسئولیت اجتماعی در راستای پاسخگویی و شفافیت با نگرش ذی‌نفعان تأکید شده است.

حیدرپور و قرنی (۱۳۹۴) به بررسی تأثیر حسابداری زیست‌محیطی بر شاخص‌های مالی و عملیاتی شرکت‌های تولیدی پرداختند. نتایج نشان دهنده تأثیر حسابداری محیط زیست بر شاخص‌های مالی و عملیاتی شرکت‌ها شامل میزان تولید شرکت‌های تولیدی، میزان کاهش تولید ضایعات، کمک‌های بلاعوض فنی بیرون از سازمان به شرکت‌های تولیدی، نوع کالاهای تولید

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-08]

شده و نسبت بدهی خدمات (بازپرداخت اصل و فرع بدهی های بلندمدت) به کل بدهی های شرکت‌های تولیدی است.

وحیدی (۱۳۹۴) در مطالعه‌ای با عنوان تأثیر مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکتی بر عملکرد مالی شرکت به بررسی عملکرد اجتماعی بر عملکرد مالی شرکت‌های فعال در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته است. به این ترتیب این مطالعه بر گزارش‌های مالی شرکت‌های ذکرشده در بورس اوراق بهادار تهران، برای سال‌های ۱۳۹۳-۱۳۸۳ و ادبیات و مطالعات تجربی انجام شده برای به دست آوردن نتایج متکی است. در طول این پژوهش به این نتیجه رسیدیم که یک ارتباط مثبت و معنی‌داری بین مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکتی وعملکرد مالی شرکت وجود دارد.

شیرازی‌پور و همکاران (۱۳۹۵) به بررسی تأثیر سیستم مدیریت زیست‌محیطی بر ارزش شرکت پرداختند. این تحقیق در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار در بازه زمانی ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۲ انجام گرفته است. برای انجام تجزیه‌وتحلیل از نرم‌افزار Eviews و مدل پنل دیتا استفاده شده است. نتایج تحقیق حاکی از آن بود که بین دارا بودن گواهی ایزو ۲۶۰۰۱ با ارزش شرکت رابطه مستقیم و مثبت وجود دارد.

زندی و فغانی (۱۳۹۷) در پژوهشی به بررسی تأثیر عملکرد اجتماعی، زیست‌محیطی (محیطی) و اخلاقی بر عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. در پژوهش آن‌ها عملکرد مالی متغیر وابسته و عملکرد اجتماعی، زیست‌محیطی و اخلاقی متغیر مستقل بود. داده‌های حاصل از تحلیل محتوا با استفاده از آزمون‌های مقایسه‌ای مورد بررسی قرار گرفت و نتایج نشان داد بین عملکرد اجتماعی، زیست‌محیطی و اخلاقی و عملکرد مالی شرکت‌ها تأثیر مستقیم و معناداری وجود دارد.

۳. فرضیه‌های پژوهش

۱. مسئولیت اجتماعی شرکت بر ارزش شرکت تأثیر معناداری دارد؛

۲. مالکیت نهادی مؤثر بالا بر ارزش شرکت تأثیر معناداری دارد؛

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-08]

۳. مالکیت نهادی مؤثر بالا بر رابطه بین مسئولیت اجتماعی شرکت و ارزش شرکت تأثیر معناداری دارد.

٤. روش‌شناسی پژوهش

جامعه آماری در این تحقیق شامل کلیه شرکت‌هایی هستند که در بازده زمانی ۱۳۹۰-۱۳۹۶ در بورس اوراق بهادار تهران حضور داشته‌اند. نمونه آماری این تحقیق آن دسته از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار هستند که از طریق غربالگری و با توجه به محدودیت‌های زیر انتخاب می‌شوند:

۱. نمونه تغییر سال مالی نداشته باشد؛ به عبارتی پایان سال مالی آن ها ۲۹ اسفندماه باشد. اگر شرکت‌ها تغییر سال مالی داشته باشند، داده‌ها در بازه زمانی مشخصی برای انجام تحقیق قرار نمی‌گیرند؛

۲. قبل از سال ۱۳۹۰ در بورس پذیرفته شده و تا پایان دوره تحقیق در بورس فعال باشند. اگر در دوره زمانی در بورس نباشد، نمی‌توانیم از اطلاعات آن‌ها جهت انجام تحلیل داده‌ها استفاده کنیم؛

۳. اطلاعات مورد نیاز شرکت ها برای مطالعات و محاسبات تحقیق در طول دوره در دسترس باشد؛

۴. بیش از ۳ ماه وقفه معاملاتی نداشته باشند. در صورتی که فعالیتی نداشته باشند نمی‌توانند متغیرهای ما را پوشش دهند؛

۵. شرکت‌های واسطه‌گری مالی (سرمایه‌گذاری، هلدینگ، لیزینگ و بانک‌ها) از نمونه آماری حذف شدند. به دلیل تفاوت فعالیت‌ها و صورت‌های مالی حذف می‌شوند؛

۶. از میان جامعه آماری تنها ۱۵۰ شرکت در ۷ سال تمام معیارهای مذکور را احراز کرده‌اند و لذا از آن‌ها به عنوان نمونه در پژوهش حاضر استفاده شده است.

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-08]

جدول ۱. غربالگری جامعه آماری نمونه‌گیری در تحقیق حاضر

شرایط انتخاب نمونه	محصولات دارویی	قطعات خودرو	سیمان و گچ	محصولات شیمیایی	غذایی، قند و شکر	فلزات و کانی	سایر صنایع	کل صنایع
تعداد شرکت‌ها در پایان سال ۱۳۹۶	۶۳	۶۴	۵۴	۷۸	۶۹	۹۹	۱۱۱	۵۳۸
عدم حضور در طی دوره پژوهش	(۱۱)	(۴)	(۸)	(۲۰)	(۱۲)	(۲۲)	(۴)	(۸۱)
پایان سال مالی ۱۲/۲۹ یا تغییر سال مالی	(۱۴)	(۱۴)	(۱۷)	(۱۶)	(۲۵)	(۳۵)	(۷)	(۱۲۸)
بانک‌ها، واسطه‌گری‌های مالی، سرمایه‌گذاری							(۶۳)	(۶۳)
شرکت‌های با تعداد روزهای معاملاتی کمتر از ۱۰۰ روز	(۷)	(۵)	(۱۴)	(۲۵)	(۱۱)	(۳۰)	(۲۲)	(۱۱۴)
تعداد شرکت‌های انتخابی	۳۱	۲۲	۱۵	۱۷	۲۱	۱۲	۳۴	۱۵۲
درصد نمونه انتخاب شده از هر صنعت	٪۲۰,۴	٪۱۴,۵	٪۱۰	٪۱۱,۲	٪۱۳,۸	٪۷,۸	٪۲۲,۳	٪۱۰۰

مأخذ: یافته‌های پژوهش

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-08]

٤-۲. مدل‌های تجربی پژوهش

مدل عملیاتی پژوهش مبتنی بر (بوکانان و همکاران (۲۰۱۸)) است:

مدل فرضیه اول و دوم:

$$Tobin's\ Q_{i.t} = a_{\cdot} + a_{۱}CSR_{i.t} + a_{۲}High\text{-}IO_{it} + A'X_{i.t} + \eta_{i.t}$$

مدل فرضیه سوم:

$$Tobin's\ Q_{i.t} = b_{\cdot} + b_{۱}CSR_{i.t} + b_{۲}High\text{-}IO_{t} + b_{۳}CRS_{i.t} * High\text{-}IO_{t} + A'X_{i.t} + e_{i.t}$$

٤-۳. متغیرهای پژوهش و نحوه اندازه‌گیری آن‌ها

جداول زیر ابعاد کیفی مسئولیت اجتماعی را نشان می‌دهد؛ این ابعاد شامل روابط کارمندان، تنوع، محصول، اجتماع، محیط زیست و راهبری شرکتی است. همچنین در این جدول نشانگرهای اجتماعی قوی و نشانگرهای اجتماعی که جای نگرانی دارد نشان داده شده است. برای رتبه‌بندی شرکت‌های نمونه گزارش‌های هیئت مدیره مورد بررسی قرار گرفت. درواقع برای سنجش متغیر CSR یک شرکت به این صورت عمل می‌کنیم که اگر سازمانی قوت‌ها و ضعف‌ها را افشا کرده باشد، به هر یک از آن قوت یا ضعف نمره یک تعلق می‌گیرد و با تفاضل قوت‌ها از ضعف‌های مربوطه نمره آن به دست می‌آید. درنهایت با جمع نمره تمام این ابعاد برای CSR یک نمره کلی به دست خواهد آمد.

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-08]

جدول ۲. ابعاد مسئولیت اجتماعی

ابعاد کیفی ESG	نشانگر اجتماعی نقطه قوت	نشانگر اجتماعی نگران‌کننده
روابط کارمندان	روابط اتحادیه فقدان سیاست تعدیل نیرو اشتراک سود نقدی درگیری کارمندان نقطه قوت در مزایای بازنشستگی نقطه قوت امنیت و سلامت سایر نقاط قوت	روابط اتحادیه نگرانی در مورد امنیت و سلامت کاهش نیروی کار نگرانی در مورد مزایای بازنشستگی سایر نگرانی‌ها
تنوع	مدیرعامل اجرایی ارتقای شغلی هیئت مدیران مزایای کار/ زندگی قرارداد بستن با اقلیت‌ها و زنان استخدام معلولین سایر نقاط قوت	مناقشات عدم نمایندگی سایر نگرانی‌ها

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-08]

ادامه جدول ۲. ابعاد مسئولیت اجتماعی

ابعاد کیفی ESG	نشانگر اجتماعی نقطه قوت	نشانگر اجتماعی نگران‌کننده
محصول	کیفیت نوآوری/ تحقیق و توسعه سایر نقاط قوت	ایمنی محصول نگرانی در مورد قرارداد بستن/ بازاریابی سایر نگرانی‌ها
اجتماع	کمک به خیریه‌ها خیریه‌های نوآورانه کمک به خیریه‌های بیرون از کشور پشتیبانی از بخش مسکن پشتیبانی از آموزش‌وپرورش روابط با افراد بومی سایر نقاط قوت	سرمایه‌گذاری‌های مناقشه برانگیز تأثیر اقتصادی منفی روابط با افراد بومی اختلافات مالیاتی سایر نگرانی‌ها
محیط زیست	خدمات و محصولات سودمند جلوگیری از آلودگی بازیافت انرژی پاک ارتباطات املاک، کارخانه‌ها و تجهیزات نقطه قوت سیستم مدیریت سایر نقاط قوت	زباله‌های خطرناک مشکلات قانونی مواد شیمیایی سوراخ کننده لایه اوزون ساطع شدن حجم زیادی از مواد آلاینده مواد شیمیایی به کار رفته در کشاورزی تغییر اقلیم سایر نگرانی‌ها
راهبری شرکتی	پاسخگویی هیئت مدیره به مشکلات قدرت سیاسی اعضا قدرت مالکیت هزینه کم (حقوق و مزایا) سایر نقاط قوت	مشکلات حسابداری نگرانی از شفافیت اطلاعات هزینه بالا (حقوق و مزایا) قدرت کم مالکیت سایر نگرانی‌ها

مأخذ: بوکانان، ۲۰۱۸

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-08]

٤-٤. تعریف متغیرها

جدول ۳. معرفی متغیرها

متغیر	تعریف
$Tobin's\ Q$	لگاریتم طبیعی مقدار (مجموع دارایی‌ها منهای ارزش دفتری سرمایه به اضافه ارزش بازار سرمایه)/ مجموع دارایی‌ها
IO	متغیر سطح مالکیت نهادی با نفوذ در پژوهش بوکانان (۲۰۱۸) به کار گرفته شده و به صورت زیر محاسبه شده است: درصد سهام یک شرکت که در اختیار سهام‌داران بلوکی و نهادهایی است که حداقل ۵ درصد مالکیت را دارند تقسیم بر کل سهام شرکت.
High-IO	مالکیت نهادی مؤثر بالا را نشان می‌دهد. اگر مالکیت نهادی مؤثر بالاتر از حد متوسط باشد مالکیت نهادی با نفوذ بالا گویند که نشانگر یک می‌گیرد.
اهرم مالی(LEV)	اهرم مالی= نسبت مجموع بدهی به مجموع دارایی
اندازه شرکت (Size)	لگاریتم طبیعی مجموع دارایی‌ها
نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری (MTB)	برابر است با نسبت ارزش بازار به دفتری حقوق صاحبان سرمایه شرکت
نسبت مخارج سرمایه‌ای (Pcapex)	سرمایه‌گذاری در دارایی‌های ثابت/ مجموع دارایی‌ها
هزینه‌های تحقیق و توسعه R&D	هزینه تحقیق و توسعه تقسیم بر سود خالص عملیاتی
نرخ رشد فروش Sales growth rate	درصد تغییرات فروش سال جاری نسبت به فروش سال قبل
ROA بازده دارایی	نسبت بازده به دارایی‌ها
(ROE) بازده حقوق صاحبان سهام	نسبت سود خالص بر حقوق صاحبان سهام
ریسک شرکت Firm risk	انحراف استاندارد بازده روزانه سهام

مأخذ: بوکانان، ۲۰۱۸

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-08]

۵. یافته‌های پژوهش

۵-۱. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

جدول ۴. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

	اهرم مالی	مسئولیت اجتماعی	بازده حقوق صاحبان سهام	بازده دارایی‌ها	اندازه شرکت	نرخ رشد فروش	تحقیق و توسعه	نسبت مخارج سرمایه	مالکیت کیوتوبین نهادی با نفوذ	ارزش بازار به دفتری	ریسک
میانگین	۶۳/۰	۸/052	۲۷/۰	۱۰/۰	۰۸/۱۴	۲۱/۰	۰۲/۰	۲۵/۰	۴0.6 ۳۱/۰	۵۱/۲	۳/۷۴
ماکسیمم	۸۷/۰	7	۷۲۷/۰	۶۲/۰	۱۰۶/۱۹	۱۰/۲	۰۹/۰	۱۲/۸	0.95 ۲۷/۱	۵۵/۳۵	۱۵/۴۵
مینیمم	۱۱/۰	۰	-/240	-/242	۱۶/۱۰	-۸۱/۰	۰/۰	۰/۰	0.07 -۴۵/۰	۰۷/۰	۰۱/۰
انحراف معیار	۵۹/۰	۲۴۱/	/250	۱۵/۰	۳/51	۳۴/۰	۳۵/۰	۱۸/۰	0.28 /370	۳۸/۲	۴۲/۴

مأخذ: یافته‌های پژوهش

در جدول (۴) اصلی‌ترین شاخص مرکزی میانگین است که نشان دهنده نقطه تعادل و مرکز ثقل توزیع است و شاخص خوبی برای نشان دادن مرکزیت داده‌هاست. برای مثال شاخص مسئولیت اجتماعی دارای مقدار میانگین ۲/۰۸۵ است که نشان می‌دهد بیشتر داده‌ها حول این نقطه تمرکز یافته‌اند.

به طور کلی پارامترهای پراکندگی، معیاری برای تعیین میزان پراکندگی از یکدیگر یا میزان پراکندگی آن‌ها نسبت به میانگین است. از مهم‌ترین پارامترهای پراکندگی انحراف معیار است. مقدار این پارامتر برای متغیر اهرم مالی برابر با (۰/۵۹) است.

۵-۲. گزینش مدل مناسب داده‌های ترکیبی

برای تعیین مدل مناسب تخمین داده‌های ترکیبی از آزمون F لیمر استفاده شده است. نتایج این آزمون در جدول (۶) ارائه شده است. همان‌گونه که مشاهده می‌شود نتایج آزمون F لیمر فرض صفر مبنی بر یکسان بودن عرض از مبدأ در تمام دوره‌ها را به طور قطع تأیید کرده است، بنابراین روش تخمین داده‌های تلفیقی با یکدیگر ترکیب شده و به‌وسیله رگرسیون حداقل مربعات معمولی تخمین زده می‌شود، زیرا عدم تفاوت در عرض از مبدأهای مدل طی دوره‌های مختلف منجر به

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-08]

کاذب بودن مدل نمی‌شود. این روش دارای ویژگی‌های مطلوب آماری مانند بهترین برآورد کننده خطی بدون تورش بودن را داراست.

جدول ۵. آزمون اف لیمر و هاسمن

مدل‌های پژوهش	نوع آماره	مقدار آماره	احتمال
فرضیه اول و دوم	اف لیمر	۳,۷۶	0.0000
	هاسمن	۱۵,۸۴	0.0104
فرضیه سوم	اف لیمر	۲,۳۸	0.0000
	هاسمن	۱۴,۲	0.0 157

مأخذ: یافته‌های پژوهش

۵-۳. آزمون فرضیه اول و دوم پژوهش

با توجه به نتایج قابل مشاهده در جدول (۶) و با توجه به آماره F به دست آمده **۴۲,۱۳۳** که سطح خطای آن‌ها (۰/۰۰۰) است، می‌توان ادعا کرد که در سطح اطمینان **۹۵** درصد، درمجموع الگوی پژوهش معناداری بالایی دارد. برای بررسی خودهمبستگی باقی‌مانده‌های مدل رگرسیون از آزمون دوربین- واتسون استفاده شده است از آنجا که مقدار آماره دوربین واتسون **۸,۱** نشان از عدم خودهمبستگی بین اجزا اخلال است. همچنین، با توجه به ضریب تعیین تعدیل شده به دست آمده برای الگو که **۰,۴۸** است، می‌توان ادعا کرد که مجموع متغیرهای مستقل و کنترلی پژوهش حدود **۴۸** درصد از تغییرات متغیر وابسته را توضیح می‌دهند.

نتایج آزمون فرضیه اول این پژوهش حاکی از این است که ضریب برآورد شده CSR به مقدار **۰,۵۰۴۲۴۲** مثبت بوده و معنادار است. این نتیجه فرضیه اول را مورد تأیید قرار می‌دهد؛ این فرضیه پیش‌بینی می‌کند که CSR با کیوتوبین رابطه مثبت دارد. ضریب مثبت و معنادار CSR حاکی از این است که CSR ارزش شرکت را افزایش می‌دهد. شواهد گواه آن‌اند که مزایای حل تعارضات *CSR*، بر هزینه‌های سرمایه‌گذاری بیش از حد غالب بوده که این امر منجر به اثر مثبت فعالیت‌های *CSR* بر ارزش شرکت شده است.

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-08]

نتایج آزمون فرضیه دوم این پژوهش حاکی از این است که ضریب برآورد شده IO به مقدار ۰٫۸۷۱۶۴۲ مثبت بوده و معنادار است. این نتیجه فرضیه دوم را مورد تأیید قرار می‌دهد؛ این فرضیه پیش‌بینی می‌کند که مالکیت نهادی مؤثر بالا با کیوتوبین رابطه مثبت دارد. ضرایب مثبت و معنادار IO حاکی از این است که IO ارزش شرکت را افزایش می‌دهد. نتایج نشان می‌دهد که اگر فعالیت‌های نظارتی سرمایه‌گذاران نهادی، بالا باشد؛ ارزش شرکت افزایش می‌یابد. به بیان دیگر، نظارت کافی و شرکت‌گردانی خارجی بالا، ارزش شرکت را تحت تأثیر مثبت قرار می‌دهد. علائم ضرایب جهت متغیرهای کنترل، با شواهد تجربی موجود نسبت به کیو توبین، سازگار هستند. نسبت کیو توبین شرکت در ارتباط با ارزش بازار به ارزش دفتری منفی است؛ در حالی که در ارتباط با نرخ رشد فروش[۱]، مخارج سرمایه‌ای[۲]، شدت تحقیق و توسعه، بازده دارایی‌های شرکت مثبت است.

جدول ۶. تأثیر مالکیت نهادی مؤثر بالا و مسئولیت اجتماعی بر ارزش شرکت

$Tobin's\ Q_{i.t} = a. + a_1 CSR_{i.t} + a_2 High\text{-}IO_{it} + A'X_{i.t} + \eta_{i.t}$			
متغیر	ضریب	آماره تی	سطح معناداری
عرض از مبدأ	-1.770332	-3.729252	0.0002
مسئولیت اجتماعی	0.504242	16.53100	0.0000
مالکیت نهادی با نفوذ	0.871642	7.280418	0.0000
بازده حقوق صاحبان سهام	0.202592	6.985506	0.0000
بازده دارایی‌ها	0.479069	2.203373	0.0283
نرخ رشد فروش	0.175718	6.355916	0.0000
اندازه شرکت	0.220213	3.735613	0.0002
اهرم مالی	-0.648095	-14.97629	0.0000

۱. Sales growth rate
۲. Capital expenditure

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-08]

ادامه جدول ۶. تأثیر مالکیت نهادی مؤثر بالا و مسئولیت اجتماعی بر ارزش شرکت

متغیر	ضریب	آماره تی	سطح معناداری
نسبت ارزش دفتری به بازار	-5.009243	-2.864651	0.0045
مخارج سرمایه‌ای	1.409209	2.224197	0.0270
تحقیق و توسعه	0.010402	2.423695	0.0160
ریسک	-12.05879	-3.242699	0.0013
آماره F			33377۱.۴۲
سطح معناداری آماره F			0.000000
ضریب تعیین تعدیل شده			۴۸۱۴۴.۰
آماره دوربین- واتسون			1.864211

مأخذ: یافته‌های پژوهش

۵-٤. آزمون فرضیه سوم پژوهش

به منظور آزمون اینکه آیا سرمایه‌گذاران نهادی مؤثر بر رابطه *CSR* و ارزش شرکت اثر می‌گذارند یا خیر، رگرسیون دوم برآورد شد. با توجه به نتایج قابل مشاهده در جدول (۷) و با توجه به آماره F به دست آمده **۳۳,۶۳۳** که سطح خطای آن‌ها ۰,۰۰۰ است، می‌توان ادعا کرد که در سطح اطمینان **۹۵** درصد، درمجموع الگوی پژوهش از معناداری بالایی برخوردار است. برای بررسی خودهمبستگی باقی‌مانده‌های مدل رگرسیون از آزمون دوربین- واتسون استفاده شده است از آنجا که مقدار آماره دوربین واتسون **۱,۳۸** نشان از عدم خودهمبستگی بین اجزا اخلال است. همچنین، با توجه به ضریب تعیین تعدیل شده به دست آمده برای الگو که **۰,۴۲** است، می‌توان ادعا کرد که مجموع متغیرهای مستقل و کنترلی پژوهش حدود **۴۲** درصد از تغییرات متغیر وابسته را توضیح می‌دهند.

اولاً، رابطه مثبت و معناداری میان CSR و ارزش شرکت دریافت شد. ثانیاً اثر مثبت سهام‌داران نهادی مؤثر بر رابطه CSR و ارزش شرکت تشخیص داده شد. نتایج نشان دهنده رابطه مثبت و معنادار میان نسبت کیو توبین و شرط اثر تعاملی High IO*CSR هستند. با توجه به

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-08]

رگرسیون زیر، ضریب اثر تعاملی، ۰٫۸۲۸۱۶۸ با مقدار t معادل با ۸/۶۴ است که بیانگر آن است که IO اثرگذار بالا دارای اثر مثبت بر رابطه CSR و ارزش شرکت است. درواقع با توجه به فرضیه حل تعارض منافع به‌کارگیری CSR، جهت شرکت‌هایی با نظارت IO بالا، بیشتر است. نتایج حاکی از آن است که اگر فعالیت‌های نظارتی سرمایه‌گذاران نهادی، بالا باشد؛ شرکت‌های CSR اقدام به افزایش ارزش شرکت می‌کنند. علائم ضرایب جهت متغیرهای کنترل، با شواهد تجربی موجود نسبت به کیو توبین، سازگار هستند. نسبت کیو توبین شرکت در ارتباط با ارزش بازار به ارزش دفتری منفی ست؛ در حالی که در ارتباط با نرخ رشد فروش[۱]، مخارج سرمایه‌ای[۲]، شدت تحقیق و توسعه، بازده دارایی‌های شرکت مثبت است.

جدول ۷. تأثیر مالکیت نهادی مؤثربالا بر رابطه CSR و ارزش شرکت

$$Tobin's\ Q_{i.t} = b. + b_1 CSR_{i.t} + b_2 High\text{-}IO_t + b_3 CRS_{i.t} * High\text{-}IO_t + A'X_{i.t} + e_{i.t}$$

متغیر	ضریب	آماره تی	سطح معناداری
عرض از مبدأ	-4.857653	-2.351114	0.0187
مسئولیت اجتماعی	1.168110	2.746654	0.0060
مالکیت نهادی با نفوذ	2.117927	2.554260	0.0107
اثر تعاملی	0.828168	8.643151	0.0000
بازده حقوق صاحبان سهام	-2.576100	-3.350181	0.0008
بازده دارایی‌ها	1.019023	0.998243	0.3182
نرخ رشد فروش	0.028373	0.405961	0.6848
اندازه شرکت	-0.127520	-2.028986	0.0434
اهرم مالی	-0.749922	-1.890553	0.0598

۱. Sales growth rate
۲. Capital expenditure

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-08]

ادامه جدول ۷. تأثیر مالکیت نهادی مؤثربالا بر رابطه CSR و ارزش شرکت

$$Tobin's\ Q_{i.t} = b. + b_1 CSR_{i.t} + b_2 High\text{-}IO_t + b_3 CRS_{i.t} * High\text{-}IO_t + A'X_{i.t} + e_{i.t}$$

متغیر	ضریب	آماره تی	سطح معناداری
نسبت ارزش دفتری به بازار	-0.034384	-0.818263	0.4139
مخارج سرمایه‌ای	9.673100	2.025270	0.0438
تحقیق و توسعه	0.655591	14.99378	0.0000
ریسک	-1.557649	-1.733987	0.0841
آماره F			.633۳۳
سطح معناداری آماره F			0.000
ضریب تعیین تعدیل‌شده			۴۲0.
آماره دوربین-واتسون			۳۸1.

مأخذ: یافته‌های پژوهش

٦. نتیجه‌گیری و بحث

در این پژوهش این موضوع که چگونه فعالیت CSR، ارزش شرکت را تحت تأثیر قرار می‌دهد، مورد ارزیابی قرار گرفت. همچنین مشخص شد که مالکیت نهادی با نفوذ، تأثیر قابل توجهی بر رابطه بین CSR و ارزش شرکت دارد. فرضیه اول نشان می‌دهد که بین مسئولیت اجتماعی و ارزش شرکت رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. شواهد گواه آن است که مزایای حل تعارضات *CSR*، بر هزینه‌های سرمایه‌گذاری بیش از حد غالب بوده که این امر منجر به اثر مثبت فعالیت‌های *CSR* بر ارزش شرکت شده است. این نتایج سازگار با مطالعات (ودوک و گریوز، ۱۹۹۷؛ بلازویچ و اسمیت، ۲۰۱۱؛ جو و هارجوتو،۲۰۱۱، ۲۰۱۲، ۲۰۱۵) همسو است و مخالف با تحقیقات (جانسون، بون، بریچ و فریدمن،۲۰۰۰؛ برنانکه، گرتلر و گیلکریست،۱۹۹۹) است که ارتباط بین مسئولیت اجتماعی و ارزش شرکت را به دلیل هزینه‌های سرمایه‌گذاری بیش از حد*CSR* که می‌تواند از منافع حل تعارضات پیشی گیرد و منجر به کاهش ارزش شرکت شود، است. نتایج فرضیه دوم

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-08]

پژوهش نشان می‌دهد که مالکیت نهادی مؤثر بالا با کیوتوبین رابطه مثبت دارد. درواقع نتایج نشان می‌دهد که اگر فعالیت‌های نظارتی سرمایه‌گذاران نهادی، بالا باشد؛ ارزش شرکت افزایش می‌یابد. به بیان دیگر، نظارت کافی و شرکت‌گردانی خارجی بالا، ارزش شرکت را تحت تأثیر مثبت قرار می‌دهد. این نتایج سازگار با پژوهش چن، هارفورد و لی (۲۰۰۷)، الیاسیان و جیا (۲۰۰۸) است. درواقع این‌گونه استدلال می‌شود که سرمایه‌گذاران نهادی با نفوذ، برخوردار از منابع بهتر جهت نظارت مؤثر هستند؛ بنابراین، این سرمایه‌گذاران دارای نقش نظارتی حائز اهمیت در کاهش تعارضات نمایندگی هستند. نتایج فرضیه سوم نشان دهنده رابطه مثبت و معنادار میان نسبت کیو توبین و شرط اثر تعاملی مسئولیت اجتماعی و مالکیت نهادی مؤثر است. درواقع نتایج بیانگر آن است که مالکیت نهادی اثرگذار بالا دارای اثر مثبت بر رابطه *CSR* و ارزش شرکت است. درواقع با توجه به فرضیه حل تعارض منافع به‌کارگیری *CSR*، جهت شرکت‌هایی با نظارت نهادی مؤثر بالا، منجر به ارزش بالای شرکت می‌شود. نتایج حاکی از آن‌اند که اگر فعالیت‌های نظارتی سرمایه‌گذاران نهادی، بالا باشد؛ شرکت‌های *CSR* اقدام به افزایش ارزش شرکت می‌کنند. درواقع نتایج فرضیه سوم با آنچه بهاراتا، یایارمن و نگار (۲۰۱۳) حاصل کرده‌اند، سازگار بوده؛ و پشتیبان این دیدگاه است که هرگاه منابع مالی، ارزش بیشتری می‌یابند؛ بدون نظارت شایسته، هزینه‌های سرمایه‌گذاری بیش از حد *CSR* می‌تواند بر منافع حل تعارض، پیشی گیرند. به بیان دیگر، بدون نظارت کافی و شرکت‌گردانی خارجی، اجرای برنامه‌های *CSR*، هدر رفت منابع ارزشمند شرکت را در پی داشته؛ و بالطبع، منجر به کاهش در ارزش شرکت می‌شود.

پیرو نتایج پژوهش پیشنهاد می‌شود فعالان بازار سرمایه، تحلیل‌گران مالی و سرمایه و گذاران بالقوه و بالفعل بورس اوراق بهادار در تحلیل طرح‌های سرمایه‌گذاری در دارایی‌های مالی و اوراق بهادار بر امتیاز مربوط به مسئولیت اجتماعی به عنوان عامل مؤثر بر ارزش شرکت توجه کنند. همچنین با توجه به نتایج فرضیه‌های این پژوهش شرکت‌هایی برای سرمایه‌گذاری جذاب‌ترند که مالکیت نهادی مؤثر در آن شرکت‌ها بالاتر باشد. همچنین به پژوهشگران آتی نیز پیشنهاد می‌شود

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-08]

اثر مالکیت نهادی مؤثررا بر رابطه بین مسئولیت اجتماعی و ارزش شرکت، قبل و بعد از بحران مالی بررسی کنند.

منابع

حیدرپور، فرزانه و محمد قرنی (۱۳۹۴). «تأثیر حسابداری زیست‌محیطی بر شاخص‌های مالی و عملیاتی شرکت‌های تولیدی». *پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی*. سال ۷. دوره ۲۶.

راجی‌زاده، سپیده؛ راجی‌زاده، سیمین و حجت‌اله زنگی‌آبادی(۱۳۹۴). «افشای اطلاعات حسابداری پیرامون مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها بر اساس تئوری ذی‌نفعان». چهارمین کنفرانس ملی و دومین کنفرانس بین‌المللی حسابداری و مدیریت. تهران. شرکت خدمات برتر.

زندی، آناهیتا و خسرو فغانی ماکرانی (۱۳۹۷). «بررسی تأثیر عملکرد اجتماعی، زیست‌محیطی (محیطی) و اخلاقی بر عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار». *دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت*. سال ۷. دوره ۲۶. صص ۱۴۵-۱۵۸.

شیرازی‌پور، محمدعلی؛ مصطفی خسروی‌نیا و آنا قاسم‌زاده (۱۳۹۵). «بررسی تأثیر سیستم مدیریت زیست‌محیطی بر ارزش شرکت». اولین همایش حسابداری، اقتصاد و نوآوری در مدیریت. بندرعباس. دانشگاه آزاد اسلامی واحد بندرعباس.

صنوبر، ناصر؛ خلیلی؛ مجید و حامد ثقفیان (۱۳۸۹). «بررسی رابطه بین مسئولیت‌پذیری اجتماعی با عملکرد مالی شرکت‌ها». *کاوش‌های مدیریت بازرگانی*. سال ۴. دوره ۲. صص ۲۸-۵۲.

عبدلی، محمدرضا؛ پناهی، حمید و فاطمه رحیمیان (۱۳۹۲). «بررسی تأثیر ترکیب هیئت مدیره و ساختار مالکیت بر میزان مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت‌ها در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران». دهمین کنفرانس بین‌المللی مدیریت استراتژیک.

معین‌الدین، محمود؛ صادقی، غزل و مهدی عرب‌صالحی (۱۳۹۲). «رابطه مسئولیت اجتماعی با عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران». *پژوهش‌های تجربی حسابداری*. سال ۳. دوره ۱. صص ۱-۲۰.

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-08]

وحیدی الیزایی، ابراهیم و ماندانا فخاری (۱۳۹۴). «تأثیر مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکتی بر عملکرد مالی شرکت». دومین کنفرانس بین‌المللی پژوهش‌های نوین در مدیریت، اقتصاد و حسابداری. کوالالامپور- مالزی. مؤسسه سرآمد کارین.

Arshad, R.and Razak, S.N.A.A., (۲۰۱۱). "Corporate Social Responsibility Disclosure and Interaction Effects of Ownership Structure on firm Performance". *Business, Engineering and Industrial Applications*(ISBEIA), Vol. ۱۱۱, PP. ۲۵-۲۸.

Avyvnv. D (۲۰۱۱). "Study of corporate social responsibility and financial performance". . *Journal of Economics*. Vol. ۳۸, ۷۷–۱۱٤.

Barnea, A. and A. Rubin (۲۰۱۰) "Corporate Social Responsibility as a Conflict between Shareholders", *Journal of Business Ethics*, Vol. ۹۷, PP. ۷۱–۸٦.

Bird, R., Hall, A. D., Momentè, F., & Reggiani, F. (۲۰۰۷). "What corporate social responsibility activities are valued by the market?". *Journal of Business Ethics*, Vol. ۷٦(۲), PP. ۱۸۹-۲۰٦.

Brammer S, Brooks C, Pavelin S. (۲۰۰٦) "Corporate social performance and stock returns: UK evidence from disaggregate measures". *Financial Management*, Vol. ۳٥(۳), PP. ۹۷–۱۱٦.

Buchanan, B., Cao, C. X., & Chen, C. (۲۰۱۸). "Corporate social responsibility, firm value, and influential institutional ownership". *Journal of Corporate Finance*, Vol. ٥۲, PP. ۷۳-۹٥.

Burkart, M., Gromb, D., & Panunzi, F. (۱۹۹۷). "Large shareholders, monitoring, and the value of the firm". *The quarterly journal of economics*, Vol. ۱۱۲(۳), PP. ٦۹۳-۷۲۸.

Cespa, G., & Cestone, G. (۲۰۰۷). "Corporate social responsibility and managerial entrenchment". *Journal of Economics & Management Strategy*, Vol. ۱٦(۳), PP. ۷٤۱-۷۷۱.

Chen, X., Harford, J., & Li, K. (۲۰۰۷). Monitoring: Which institutions matter?. *Journal of financial Economics*, Vol. ۸٦(۲), PP. ۲۷۹-۳۰٥

Freeman, R (۱۹۸٤). *Strategic management: A stakeholder approach*. Massachusetts Pitman Publishing.

Gillan, S., Hartzell, J., Koch, A., Starks, L. (۲۰۱۰) "Firms environmental, social and governance (ESG) choices, performance, and managerial motivation". Unpublished working paper, Texas Tech University and University of Texas at Austin.

Claessens, S (۲۰۰۲). "Expropriation of Minority Shareholders in East Asia", *Journal of Finance*, Vol. ٥۷, No. ٦, pp. ۲۷٤۱-۷۱

Guenster, N., Bauer, R., Derwall, J., Koedijk, K. (۲۰۱۰) "The economic value of corporate ecoefficiency". *European Financial Management*. ۱۷: ٦۷۹–۷۰٤

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-08]

Harjoto, M. A., & Jo, H. (۲۰۱۵). "Legal vs. normative CSR: Differential impact on analyst dispersion, stock return volatility, cost of capital, and firm value". *Journal of Business Ethics*, Vol. ۱۲۸(۱), PP. ۱-۲۰.

Hasan, M. M., & Habib, A. (۲۰۱۷). "Corporate life cycle, organizational financial resources and corporate social responsibility". *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, Vol. ۱۳(۱), PP. ۲۰-۳۶.

Hillman, A. J., & Keim, G. D. (۲۰۰۱). "Shareholder value, stakeholder management, and social issues: What's the bottom line?". *Strategic management journal*, PP. ۱۲۵-۱۳۹.

Hong, H.G. and Kubik, J.D. and Scheinkman, J.A. (۲۰۱۲). "Financial Constraints on Corporate Goodness", Working paper, Princeton University.

Jiao, Y. (۲۰۱۰). "Stakeholder welfare and firm value". *Journal of Banking and Finance*. Vol. ۳٤, ۲۵٤۹_۲۵٦۱.

Jo, H., & Harjoto, M. A. (۲۰۱۲). "The causal effect of corporate governance on corporate social responsibility". *Journal of business ethics*, Vol. ۱۰٦(۱), PP. ۵۳-۷۲.

Jo, H., & Harjoto, M. A. (۲۰۱۱). "Corporate governance and firm value: The impact of corporate social responsibility". *Journal of Business Ethics*, Vol. ۱۰۳(۳), PP. ۳۵۱-۳۸۳.

Krüger, P. (۲۰۱۵). "Corporate goodness and shareholder wealth". *Journal of financial economics*, Vol. ۱۱۵(۲), PP. ۳۰٤-۳۲۹.

La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. Vishny (۲۰۰۲). "Investor Protection and Corporate Valuation". *Journal of Finance.* Vol. ۵۷, PP. ۱۱٤۷_۷۰.

Lemmon, M., Lins, K (۲۰۰۳). "Ownership Structure, Corporate Governance, and Firm Value: Evidence from the East Asian Financial Crisis", *Journal of Finance*. Vol. ۵۸, PP. ۱٤٤۵-۱٤٦۸.

Makni, R., Francoeur, C., & Bellavance, F. (۲۰۰۹). "Causality between corporate social performance and financial performance: Evidence from Canadian firms". *Journal of Business Ethics*, Vol. ۸۹(۳). P. ٤۰۹.

McWilliams, A., & Siegel, D. (۲۰۰۱). "Corporate social responsibility: A theory of the firm perspective". *Academy of management review*, Vol. ۲٦(۱), PP. ۱۱۷-۱۲۷.

Nelling, E., Webb, E. (۲۰۰۹). "Corporate social responsibility and financial performance: The "virtuous circle" revisited". *Review of Quantitative Finance and Accounting*, Vol. ۳۲, PP. ۱۹۷-۲۰۹.

Starks, L. (۲۰۰۹) "Corporate governance and corporate social responsibility: what do investors care about? What should investors care about?". *Financial Review*, Vol. ٤٤, PP. ٤٦۱ – ٤٦۸.

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-08]

Waddock, S. A., & Graves, S. B. (۱۹۹۷). "The corporate social performance-financial
performance link". *Strategic management journal*, PP. ۳۰۳-۳۱۹.

Wahba, H., & Elsayed, K. (۲۰۱۵). "The mediating effect of financial performance on the relationship between social responsibility and ownership structure". *Future Business Journal*, Vol. ۱(۱), PP. ۱-۱۲.

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-08]

فصلنامه سیاست‌های مالی و اقتصادی

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-08]