

## Corporate Social Responsibility and Firm Value: The Mediating Role of Earnings Management

Omid Faraji<sup>1\*</sup>, Fatemeh Jannati Daryakenari<sup>2</sup>, Kefsan Mansouri<sup>3</sup>, Fatemeh Younesi Moti<sup>4</sup>

1. Assistant Professor, Faculty of Management and Accounting, College of Farabi, University of Tehran, Qom, Iran

2. MSc of Accounting, Faculty of Industrial Engineering, Department of Management and Accounting, Shahab Danesh University, Qom, Iran

3. MSc of Accounting, Faculty Economics of and Social Sciences, Bu-Ali Sina University, Hamedan, Iran

4. MSc of Accounting, Faculty of Management and Accounting, University of Qom, Qom, Iran

(Received: February 16, 2019; Accepted: June 22, 2019)

### Abstract

According to the agency theory, the company manager may use his discretion to maximize his personal welfare. Thus, on the one hand, he manages earnings and on the other hand – based on the entrenchment strategy – uses his discretion to conceal the negative effect of earnings management on the firm value by performing and disclosing real social responsibility activities or by formally disclosing such activities (where both will have a positive effect on the company reputation and stakeholders' support). The main purpose of this paper is to examine the effect of earnings management on the relationship between social responsibility and the firm value. To this end, a sample of 150 companies listed in the Tehran Stock Exchange during the period 2011-2016 has been used to test the research hypotheses. The research findings obtained through regression analysis showed that carrying out social responsibility activities increases the value of the company in the stock market, but earnings management cannot affect the relationship between social responsibility and stock market value of the company. It seems that on the one hand, due to the novelty of the social responsibility discussion in Iran, both in its performing and disclosing, managers are not aware of the enveloping effect of the disclosure of social activities on the abuse of their discretion. On the other hand, because of the deficiencies in Iran's capital market, investors do not get aware of the lowered quality of social responsibility.

### Keywords

Corporate social responsibility, Managerial discretion, Entrenchment strategy.

---

\* Corresponding Author, Email: [omid\\_faraji@ut.ac.ir](mailto:omid_faraji@ut.ac.ir)

## مسئولیت‌پذیری اجتماعی و ارزش شرکت: نقش تعدیلگر مدیریت سود

امید فرجی<sup>۱\*</sup>، فاطمه جنتی دریاکناری<sup>۲</sup>، کفسان منصوری<sup>۳</sup>، فاطمه یونسی‌مطیع<sup>۴</sup>

۱. استادیار حسابداری، دانشکده مدیریت و حسابداری، پردیس فارابی دانشگاه تهران، قم، ایران
۲. کارشناس ارشد حسابداری، دانشکده مهندسی صنایع، مدیریت و حسابداری، دانشگاه شهاب دانش، قم، ایران
۳. کارشناس ارشد حسابداری، دانشکده علوم اقتصادی و اجتماعی، دانشگاه بوعلی‌سینا، همدان، ایران
۴. کارشناس ارشد حسابداری، دانشکده مدیریت و حسابداری، دانشگاه قم، قم، ایران

(تاریخ دریافت: ۱۳۹۷/۱۱/۲۷ - تاریخ پذیرش: ۱۳۹۸/۰۴/۰۱)

### چکیده

طبق تئوری نمایندگی، مدیریت شرکت ممکن است از اختیارات خود جهت حداکثر کردن رفاه شخصی بهره ببرد. بدین ترتیب، از یک سو به مدیریت سود پرداخته و از سوی دیگر، بر اساس استراتژی تحکیم‌بخشی، با استفاده از اختیار خود، می‌تواند آثار منفی مدیریت سود بر ارزش شرکت را با پرداختن به فعالیتهای مسئولیت‌پذیری اجتماعی و افشای آن یا صرفاً افشای صورتی این‌گونه فعالیت‌ها، که بر شهرت شرکت و حمایت ذی‌نفعان تأثیر مثبت می‌گذارد، مخفی کند. هدف از این پژوهش بررسی تأثیر مدیریت سود بر رابطه بین مسئولیت‌پذیری اجتماعی و ارزش شرکت بود. بدین منظور نمونه‌ای شامل ۱۵۰ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۵ برای آزمون فرضیه‌های پژوهش مورد استفاده قرار گرفت. یافته‌های پژوهش بر اساس تحلیل رگرسیونی نشان داد فعالیت‌های مسئولیت‌پذیری اجتماعی ارزش بازار سهام شرکت را افزایش می‌دهد. اما مدیریت سود نمی‌تواند رابطه مسئولیت‌پذیری اجتماعی و ارزش بازار سهام شرکت را تحت تأثیر قرار دهد. به نظر می‌رسد با توجه به نبودن موضوع مسئولیت‌پذیری اجتماعی در ایران، هم در بعد انجام فعالیت هم در بعد افشا، از یک طرف مدیران به اثر پوششی افشای فعالیت‌های اجتماعی بر سوءاستفاده از اختیاراتشان واقف نیستند و از طرف دیگر، به دلیل نقص در کارایی بازار سرمایه در ایران، سرمایه‌گذاران به کیفیت مخدوش‌شده مسئولیت‌پذیری اجتماعی پی نخواهند برد.

### کلیدواژگان

اختیار مدیریتی، استراتژی تحکیم‌بخشی، مسئولیت‌پذیری اجتماعی.

---

\* رایانامه نویسنده مسئول: [omid\\_faraji@ut.ac.ir](mailto:omid_faraji@ut.ac.ir)

## مقدمه

ارزش‌گذاری شرکت‌ها از ضروریات برنامه‌ریزی برای مدیران و سرمایه‌گذاران است. ارزش‌گذاری نشان‌دهنده چگونگی تأثیر استراتژی و ساختار مالی بر ارزش بازار سهام شرکت‌هاست. ارزش شرکت برای سهامداران، سرمایه‌گذاران، مدیران، اعتباردهندگان، و سایر ذی‌نفعان شرکت در ارزیابی آن‌ها از آینده شرکت و تأثیر آن در برآورد ریسک و بازدهی سرمایه‌گذاری و قیمت سهام اهمیت به‌سزایی دارد (پورزمانی و خریدار ۱۳۹۲). موضوع ارزش شرکت در پژوهش‌های متعدد مورد توجه بوده است (Chang & Hong 2019; Cline et al 2018). مثلاً، گروسی و همکارانش (۱۳۹۷) نشان دادند برآورد سرمایه‌گذاران، بدون آگاهی از رتبه مسئولیت‌پذیری و با استفاده از صورت مالی سنتی، از ارزش بنیادی شرکت، زمانی که عملکرد مسئولیت اجتماعی منفی (مثبت) باشد، بیشتر (کمتر) از واقع است. در نتیجه، اطلاعات مسئولیت‌پذیری اجتماعی بار اطلاعاتی دارد و جزء اطلاعات مربوط در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران محسوب می‌شود.

مدیرانی که فعالیت‌های مرتبط با پایداری را رواج می‌دهند می‌توانند، جهت مخفی کردن اقدامات اختیاری که با هدف حداکثرسازی منافع و رفاه شخصی خود بدان پرداخته‌اند، از مسئولیت‌پذیری اجتماعی به مثابه یک استراتژی استفاده کنند (Barnett 2007). بر این اساس، هدف اصلی این پژوهش بررسی وجود اختیار مدیریتی در استفاده از مسئولیت‌پذیری اجتماعی برای کسب حمایت گروه‌های ذی‌نفع و حفظ خوش‌نامی و شهرت شرکت بود (استراتژی تحکیم‌بخشی موقعیت مدیریتی).

فررو و همکارانش (۲۰۱۷) نشان دادند توانایی سرمایه‌گذاران برای شناسایی اینکه «آیا مدیران از مسئولیت‌پذیری اجتماعی به منزله یک استراتژی تحکیم‌بخشی جهت حداقل کردن ریسک اخراج مرتبط با اختیار مدیریتی استفاده می‌کنند یا خیر؟» به سطح حمایت از سرمایه‌گذار ارتباط دارد. سرمایه‌گذاران، در کشورهای با حمایت قوی از سرمایه‌گذار، عملکرد فعالیت‌های مرتبط با مسئولیت‌پذیری اجتماعی را به مثابه بخشی از تجزیه و تحلیل خود هنگام تصمیم‌گیری برای سرمایه‌گذاری مد نظر قرار می‌دهند. زمانی که این‌گونه رفتارهای منفعت‌طلبانه در محیط‌هایی با حمایت قوی از سرمایه‌گذار رخ می‌دهد بازار قادر به شناسایی آن خواهد بود و شرکت‌ها را از

طریق ارزش‌گذاری کمتر جریمه می‌کند و این وضعیت عملکرد مالی ضعیف‌تری را برای شرکت به دنبال دارد. بنابراین، به نظر می‌رسد، در کشورهای با حمایت ضعیف از سهامداران، مدیران مسئولیت‌پذیری اجتماعی را برای پنهان کردن تصمیمات اختیاری خود گسترش می‌دهند و از آنجا که اهداف مدیران در این کشورها برای سرمایه‌گذاران قابل درک نیست، ارزش‌های بازار دچار تحریف بیشتری می‌شوند.

ندری و حسینی (۱۳۹۴) در پژوهش خود وضعیت ایران را در حمایت از سرمایه‌گذاران در چهار شاخص متفاوت در مقایسه با کشورهای منطقه و همین‌طور کشورهای عضو سازمان همکاری و توسعه اقتصادی نشان دادند. طبق نتایج این پژوهش، ایران در هر چهار شاخص (شاخص افشای اطلاعات، شاخص مسئولیت مدیران، شاخص سهولت شکایت توسط سهامداران، شاخص حمایت از سهامداران خرد) وضعیت نامطلوبی در حمایت از سرمایه‌گذاران دارد. نیز، اثرگذاری فعالیت‌های مسئولیت‌پذیری اجتماعی بر ارزش شرکت بر پیش‌فرض کارآیی بازار سرمایه مبتنی است. اما پژوهش قالبیاف‌اصل و ناطقی (۱۳۸۵) نشان‌دهنده نقص کارآیی بازار سرمایه در ایران است.

بنابراین با توجه به پژوهش فرو و همکارانش (۲۰۱۷)، ندری و حسینی (۱۳۹۴)، و قالبیاف‌اصل و ناطقی (۱۳۸۵) به واسطه سوءاستفاده مدیریت از اختیاراتش در زمینه مسئولیت‌پذیری اجتماعی برای پوشش رفتارهای منفعت‌طلبانه و از سوی دیگر عدم شناسایی اهداف مدیریت از این‌گونه فعالیت‌ها توسط بازار سرمایه در ایران به دلیل حمایت ضعیف از سرمایه‌گذار و همین‌طور نقص در کارآیی بازار سرمایه در ایران بیم آن می‌رود که ارزش سهام شرکت دچار تحریف شود و سهامداران را در درازمدت متضرر سازد. اثر سوءاستفاده مدیریت از اختیاراتش مبنی بر مدیریت سود بر ارزش بازار سهام شرکت در پژوهش‌های پیشین آزموده شده است (تقوی و همکاران ۱۳۸۹؛ دموری و همکاران ۱۳۹۰). از سوی دیگر، با توجه به آثار مثبت مسئولیت‌پذیری اجتماعی بر ارزش شرکت، بارها به انجام فعالیت‌های مسئولیت اجتماعی و افشای اطلاعات آن اشاره شده است (گروسی و همکاران ۱۳۹۷؛ صفری گرایلی ۱۳۹۷). اما، پیرو به‌کارگیری احتمالی استراتژی تحکیم‌بخشی توسط مدیریت و پوشاندن آثار منفی مدیریت سود با

استفاده از مسئولیت‌پذیری اجتماعی، به نظر می‌رسد کاهش کیفیت مسئولیت‌پذیری اجتماعی واقعی در قیاس با آنچه گزارش می‌شود می‌تواند بر ارزش سهام شرکت و اعتبار بازار سرمایه اثر مخرب وارد کند. بنابراین، پیش‌بینی می‌شود در بازار سرمایه ایران، به واسطه عدم حمایت از سرمایه‌گذار در سطح مطلوب و نقص در کارآیی بازار و رفتار رמה‌ای اغلب سرمایه‌گذاران (محمدرضایی و فرجی ۱۳۹۸)، که خود به تشدید کاهش کارآیی بازار سرمایه می‌انجامد، نقص کیفیت مسئولیت‌پذیری اجتماعی توسط بازار شناسایی نشود. ازین‌رو، احتمال دارد در محیط پژوهشی ایران، مدیریت سود نتواند رابطه مسئولیت‌پذیری اجتماعی و ارزش شرکت را تعدیل کند. اما، به دلیل شواهد متفاوت و از آنجا که رابطه تعدیلگری مدیریت سود بر ارتباط بین مسئولیت‌پذیری اجتماعی و ارزش شرکت تاکنون در ایران مورد پژوهش قرار نگرفته است، سؤال اصلی این پژوهش بدین صورت قابل طرح است که آیا مدیریت سود رابطه بین مسئولیت‌پذیری اجتماعی و ارزش شرکت را تعدیل می‌کند؟

مطالعه پیش رو نقش خود را در گسترش ادبیات حسابداری به طرق مختلف ایفا می‌نماید: نخست، در تضاد با باور عمومی در مورد مزایای مسئولیت‌پذیری اجتماعی، این پژوهش نشان داد مدیرانی که قصد دارند موقعیت خود را تحکیم بخشند می‌توانند شیوه‌های مسئولیت‌پذیری اجتماعی را، به مثابه راهبردی در جهت متقاعد کردن سهامداران در زمینه شایستگی‌هایشان و بنابراین کاهش ریسک فسخ قرارداد و افزایش اختیار مدیریتی، به کار گیرند. ازین‌رو، تصور می‌شود شیوه‌های پایداری ممکن است به مثابه یک سپر راهبردی در مقابل پیامدهای اختیار مدیریتی به کار روند. پس، این پژوهش ادبیات پژوهشی راجع به مسئولیت‌پذیری اجتماعی و رفتار مدیریتی را گسترش داده است. دوم، در محیط‌هایی با حمایت قوی از سرمایه‌گذار، بازار سرمایه بیشتر توسعه می‌یابد و قوانین قوی‌تری دارد که از مصادره شدن توسط مدیران پیشگیری و از حقوق سهامداران اقلیت حمایت می‌کند. ازین‌رو، توصیه شده است سیاست‌گذاران و قانون‌گذاران، با معرفی الزامات جدید، در جهت محدود کردن اختیار مدیریتی در فرایند تصمیم‌گیری، به بهبود شفافیت در بازار و حمایت از سرمایه‌گذار کمک کنند.

در ادامه، پس از پرداختن به مبانی نظری و تدوین فرضیه‌ها، به روش پژوهش اشاره و

مدل‌های مرتبط معرفی و متغیرها توصیف می‌شوند. در بخش دوم نیز یافته‌های حاصل از آزمون‌های آماری، اعم از آمار توصیفی و استنباطی، و آزمون‌های اضافی بیان می‌شود. در بخش پایانی نیز به بحث و نتیجه‌گیری در زمینه یافته‌های پژوهش پرداخته می‌شود و پیشنهادهای کاربردی و پژوهشی مبتنی بر نتایج عرضه می‌شود.

### مبانی نظری و تدوین فرضیه‌ها

افزایش جمعیت، کمیابی منابع، آلودگی‌های محیطی، و مباحثی از این قبیل باعث شد مسئولیت‌های اجتماعی شرکت‌ها اهمیت بالایی بیابند (سنوبر و همکاران ۱۳۹۰). مسئولیت اجتماعی شرکت به اقدامات مربوط به تعهدات اجتماعی و مجموعه‌ای از خواسته‌های اجتماعی اطلاق می‌شود که ممکن است به اشکال مختلف برای بهبود وجهه شرکت‌ها در جامعه صورت گیرد (Font et al 2016). مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها موضوعی حساسیت‌برانگیز در سال‌های اخیر بوده است تا آنجا که سازمان‌های بین‌المللی، مانند سازمان ملل و اتحادیه اروپا، استانداردهایی را در این زمینه ارائه کرده‌اند. بنیاد مدیریت کیفیت اروپا، که بنیادی وابسته به اتحادیه اروپاست، در الگوی تعالی خود برای سازمان‌ها، مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها را یکی از ارزش‌های هشتگانه خود معرفی کرده است. در فرانسه شرکت‌هایی بورسی می‌شوند که گزارش کاملی از آثار زیست‌محیطی و اجتماعی و اقتصادی ارائه دهند و بدین ترتیب قیمت سهام شرکت‌هایی که در قبال مسئولیت اجتماعی متعهدند افزایش می‌یابد (کیوان‌لو و همکاران ۱۳۹۴). مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها فراتر رفتن از چارچوب حداقل الزامات قانونی است که در آن قرار دارند. موضوع مسئولیت اجتماعی و پایداری شرکت‌ها در چند سال اخیر با توجه به رشد سازمان‌های غیردولتی، جنبش‌های اعتراضی علیه قدرت بنگاه‌های اقتصادی، افزایش آگاهی اجتماعی، توسعه بازارهای سرمایه و شرکت‌های سهامی عام، و رسوایی‌های مالی و اخلاقی سازمان‌های بزرگ، به الگوی مناسب و غالب در حوزه کسب‌وکارهای تجاری و صنعتی تبدیل شده است (حساس‌یگانه و برزگر ۱۳۹۴).

آگاهی سازمان‌ها و ذی‌نفعان آن‌ها به نیاز برای رفتار مسئولانه اجتماعی در سطح جهان به طور فزاینده در حال رشد است. در این زمینه، هیل (۲۰۰۵) مسئولیت‌پذیری اجتماعی را بخشی از استراتژی شرکت در واکنش به ناسازگاری بین اهداف اجتماعی و در طلب سود بودن تعریف

می‌کند. آدامز (۲۰۰۲) استراتژی مسئولیت‌پذیری اجتماعی را یک مدل مدیریتی نوظهور معرفی می‌کند و شرکت را مجموعه‌ای از روابط در نظر می‌گیرد نه فقط بین مالکان و مدیران، بلکه با گروه‌های ذی‌نفع در رشد شرکت؛ از قبیل کارکنان، مشتریان، عرضه‌کنندگان مواد اولیه، رقبای محیط، و جامعه به طور کل.

بدین ترتیب، مسئولیت‌پذیری اجتماعی، از طریق توسعه سیستم‌ها و سیاست‌های حفاظت از محیط زیست و گسترش روابط با جامعه، مشتریان و عرضه‌کنندگان، به منظور بهره بردن هم شرکت هم ذی‌نفعان گوناگون، که بر شرکت اثر می‌گذارند یا تحت تأثیر شرکت قرار دارند (Adams 2002; Waddock 2003)، به یک ابزار سه‌وجهی- اجتماعی، اقتصادی، زیست‌محیطی (Adams & Zutshi 2004)- تبدیل می‌شود. آدامز (۲۰۰۲) مزایای اقدام مسئولانه و لحاظ کردن منافع ذی‌نفعان گوناگون را شامل افزایش استخدام، حفظ کارکنان، بهبود تصمیم‌گیری داخلی، صرفه‌جویی در هزینه‌ها، بهبود تصویر شرکت، افزایش شهرت و خوش‌نامی، و همین‌طور بهبود روابط با ذی‌نفعان می‌داند. به عنوان دستاورد نهایی مسئولیت‌پذیری اجتماعی، فعالیت‌های مسئولانه، به مانند تأثیر مثبت بر خوش‌نامی شرکت، اثر مثبت و مستقیم بر سودآوری و سایر معیارهای حسابداری و مالی می‌گذارد (Ingleby 2008). در سال ۲۰۱۱ میلادی، مطابق گزارش KPMG (یکی از شرکت‌های پیش‌رو در جهان، که فعالیت‌های متفاوتی دارد؛ از جمله مشاوره در حوزه مسئولیت‌پذیری اجتماعی)، دو منبع ارزش مالی شرکت‌ها عبارت است از: صرفه‌جویی در هزینه‌های مستقیم و افزایش اعتبار و شهرت واحد تجاری در بازار از طریق گزارشگری مسئولیت اجتماعی. بنابراین، اکثر شرکت‌ها نشان می‌دهند گزارشگری مسئولیت‌پذیری آن‌ها ارزش مالی دارد و باعث ایجاد نوآوری می‌شود (Dagiliene 2013). با توجه به اثر مسئولیت‌پذیری اجتماعی بر عملکرد شرکت، دو تئوری از وجود اثر دوطرفه و مثبت بین مسئولیت‌پذیری اجتماعی و عملکرد شرکت دفاع می‌کنند: تئوری تأثیر اجتماعی (Waddock & Graves 1997) و تئوری منابع بی‌حساب و کتاب (Preston & O'Bannon 1997).

تئوری تأثیر اجتماعی بیان می‌کند رضایت ذی‌نفعان ناشی از اقدامات اقتصادی و اجتماعی و زیست‌محیطی حاصل از مسئولیت‌پذیری اجتماعی به خوش‌نامی بیشتر و بنابراین عملکرد بهتر

شرکت منجر می‌شود (Stevens et al 2005). در ضمن، تئوری مدیریت خوب واداک و گریوز (۱۹۹۷) از رابطه مثبت بین مسئولیت‌پذیری اجتماعی و عملکرد دفاع می‌کند. از نظر ایشان، شرکت‌هایی که تمرکز بر مسائل اجتماعی را انتخاب می‌کنند روابطشان را با ذی‌نفعان توسعه می‌دهند که به طور کلی عملکرد بهتری را به دنبال دارد. مطابق مطالعه وبر و همکارانش (۲۰۱۰)، توسعه مسئولیت‌پذیری اجتماعی با اعتبار، به منزله بخشی از عملکرد مالی، ارتباط مثبت دارد و می‌تواند به مثابه پیش‌بینی‌کننده عملکرد شرکت مورد استفاده قرار گیرد و در واقع یکی از عوامل تعیین‌کننده عملکرد و ارزش شرکت است.

مطابق تئوری منابع بی‌حساب و کتاب، دسترسی به منابع فراوان حاصل از سودهای پیشین، درست به مانند ارزش‌ها و اهداف مدیریت، بر سطح خدماتی که شرکت به جامعه می‌دهد تأثیر می‌گذارد. در واقع سطوح بالاتر عملکرد مالی منابع زیادی را به سمت شرکت‌ها گسیل می‌کند که می‌توانند از این منابع برای ارتقای فعالیت‌های اقتصادی و اجتماعی و زیست‌محیطی بهره ببرند.

بنابراین، عمدتاً دو عامل برای توجیه ارتباط مثبت بین ارزش شرکت و مسئولیت اجتماعی وجود دارد. عامل اول می‌گوید افزایش در سود در افزایش کلی بهره‌وری ریشه دارد و عامل دوم بر افزایش سودآوری از طریق بهبود تصویر شرکت در جامعه، با توجه به مؤلفه‌های مسئولیت اجتماعی، اشاره می‌کند. در دیدگاه پورتر، مسئولیت اجتماعی شرکت منحصراً ابزاری برای حداکثرسازی ارزش شرکت در نظر گرفته شده و ابزاری برای کسب مزیت رقابتی است (صنوبر و حیدریان ۱۳۹۰).

ارزش‌گذاری شرکت‌ها از ضروریات برنامه‌ریزی برای مدیران و سرمایه‌گذاران است. ارزش‌گذاری نشان‌دهنده چگونگی تأثیر استراتژی و ساختار مالی بر ارزش بازار سهام شرکت‌هاست. ارزش شرکت برای سهامداران، سرمایه‌گذاران، مدیران، اعتباردهندگان، و سایر ذی‌نفعان شرکت در ارزیابی آن‌ها از آینده شرکت و تأثیر آن بر برآورد ریسک و بازدهی سرمایه‌گذاری و قیمت سهام اهمیت بسزایی دارد (پورزمانی و خریدار ۱۳۹۲). بنابراین، نکته حائز اهمیت این است که مدیران بتوانند به متغیرها یا عواملی توجه کنند که در فرایند تعیین ارزش اوراق بهادار مورد توجه سرمایه‌گذاران قرار می‌گیرند. با توجه به اهمیت ارزش شرکت و



سودآوری و رعایت حقوق کلیه ذی‌نفعان بر بقای شرکت، اقداماتی که بر این موضوعات تأثیر می‌گذارند باید بررسی شوند.

امروزه سازمان‌ها در زمینه‌های گوناگون تحت فشار شدید برای جلب اعتماد عمومی و حفظ رقابت در بازار جهانی‌اند. پاسخگویی به خواسته‌های سهامداران و نیز سعی در ارتقای ارزش‌های اجتماعی تناقض پیچیده‌ای است که سازمان‌های تجاری متعهد در زمینه‌های مختلف با آن درگیرند (Jamali 2007). شرکت‌ها برای انجام دادن وظایف خود در قبال همه ذی‌نفعان باید هزینه‌هایی را پردازند. مدیران برای ایجاد ذهنیت مناسب در ذی‌نفعان این هزینه‌ها را متحمل می‌شوند و بر آن‌اند که جلب رضایت جامعه باعث رغبت جامعه به شرکت می‌شود و عملکرد آن را بهبود می‌بخشد. مسئولیت اجتماعی شرکت بر اساس ابعادی که دارد می‌تواند بهره‌وری کارکنان را از طریق افزایش علاقه آن‌ها و ایجاد حس مسئولیت در آن‌ها افزایش دهد؛ طوری که کارکنان احساس ارزشمند بودن کنند و کارهای محوله را به‌درستی انجام دهند که این باعث افزایش کارکرد مفید کارکنان خواهد شد. معمولاً دولت از شرکت‌هایی که به مسئولیت‌های خود در قبال جامعه عمل می‌کنند حمایت مالی و غیرمالی می‌کند و تشویق‌هایی برای این شرکت‌ها در نظر می‌گیرد. شرکت‌هایی که منافع جامعه را در نظر می‌گیرند مورد حمایت مردم خواهند بود. حمایت‌های مردمی می‌تواند تصویر رقابتی شرکت را بهبود بخشد و عملکرد مالی را تحت تأثیر قرار دهد. عملکرد مالی شرکت بر اساس سودی که شرکت به دست آورده سنجیده می‌شود. افزایش سود می‌تواند بر اساس اعتماد جامعه به شرکت حاصل شود. مردم و دولت از شرکتی که منافع آن‌ها را در نظر می‌گیرد حمایت می‌کنند و این باعث بهبود عملکرد مالی شرکت می‌شود و به تبع آن ارزش شرکت افزایش می‌یابد. ارزش شرکت در افزایش قیمت سهام دخیل است و رفاه سهامداران را حداکثر می‌کند (Chieh-Tse Hou 2019).

کارکرد درونی مسئولیت اجتماعی می‌تواند به بهبود جایگاه شرکت منجر شود و افزایش بازده و سودآوری و سرانجام بقای بلندمدت آنان را در پی داشته باشد (حساس‌یگانه و برزگر ۱۳۹۱). حسن و همکارانش (۲۰۱۸) اعلام کردند مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها در اندازه‌گیری عملکرد مالی تأثیر می‌گذارد. مسئولیت‌پذیری اجتماعی با ارزش شرکت، در شرکت‌هایی که میزان آگاهی مشتریان یا عموم مردم از طریق تبلیغاتی که شرکت انجام می‌دهد بیشتر باشد، رابطه مثبت دارد و

برای شرکت‌هایی که آگاهی مشتریان یا عموم مردم از فعالیت آن‌ها پایین است این رابطه ضعیف یا منفی است (Servaes & Tamayo 2013). بنابراین، پیرو پیشینه پژوهش، فرضیه اول بدین صورت تدوین شده است:

#### فرضیه اول. مسئولیت‌پذیری اجتماعی بر ارزش شرکت تأثیر مثبت می‌گذارد.

با وجود این، رشد روش‌های مسئولیت‌پذیری اجتماعی در شرکت‌ها، به دلیل نامشخص بودن تمایلات بسیاری از مدیران برای استفاده از این روش‌ها، فضای شک و تردید بین بسیاری از ذی‌نفعان ایجاد کرده است که باعث شده برخی پژوهشگران مسئولیت‌پذیری اجتماعی را هر گونه فعالیت اختیاری شرکت تعریف کنند که با هدف بالا بردن رفاه شخصی مدیر انجام می‌شود (Barnett 2007). مطابق پژوهش هندلمن و آرنولد (۱۹۹۹)، مدیران می‌توانند روش‌های مسئولیت‌پذیری اجتماعی را به مثابه ابزار خودارتقای و با هدف افزایش ثروت شخصی مورد استفاده قرار دهند. مسئولیت اجتماعی را مدیران برای متقاعد کردن سهامداران درباره شایستگی‌های خود به کار می‌برند (Ferrero et al 2017). بنابراین، طبق استراتژی تحکیم‌بخشی، به نظر می‌رسد مدیران از اختیار خود در اجرای رفتارهای مسئولانه اجتماعی به مثابه یک استراتژی حفظ منافع شخصی در جهت افزایش پاداش و حفظ شغل خود بهره می‌برند.

اقدامات اختیاری مدیریت، که نتیجه تفکیک مالکیت از کنترل است، می‌تواند هزینه نمایندگی در نظر گرفته شود (Davidson et al 2004). زیرا مدیران شرکت‌ها می‌توانند، بر اساس منافع شخصی، تصمیمات سرمایه‌گذاری غیربهره‌ای بگیرند که نه تنها علیه منافع سهامداران باشد بلکه علیه منافع سایر ذی‌نفعان نیز باشد. پژوهشگران بسیاری (Cespa & Cestone 2007; Almahrog et al 2018; Moratis & Egmond 2018) نشان داده‌اند که سازمان‌ها در زمینه مسئولیت‌پذیری اجتماعی، به منزله ابزار مخفی کردن سوءمدیریت مدیران، اقدامات متعددی می‌کنند. بدین ترتیب، سازمان‌ها، به وسیله مسئولیت‌پذیری اجتماعی، از تحریم‌های شدید و کمپین‌های مخرب در رسانه‌ها (Bansal 2005) و همچنین جبران خسارت مالی، که ممکن است توسط سهامداران و سایر ذی‌نفعان برای زیان‌هایی که متحمل شده‌اند تقاضا شود، جلوگیری می‌کنند (Zahra et al 2005).

همان‌طور که سسپا و سستون (۲۰۰۷) نشان دادند، مدیران اغلب برای اجتناب از واکنش‌های

منفی و نظارت‌های بعدی توسط ذی‌نفعانی که ممکن است تحت تأثیر رفتارهای اختیاری مدیر قرار گیرند مسئولیت‌پذیری اجتماعی را به مثابه یک اقدام تدافعی برمی‌گزینند. مسئولیت‌پذیری اجتماعی، به منزله ابزار امنیت شغلی (و حفاظت از منافع خصوصی)، حاصل درگیر شدن در مجموعه‌ای منظم از فعالیت‌هاست که به توسعه روابط با ذی‌نفعان شرکت و فعالان محیط زیست کمک می‌کند و به دریافت حمایت از این گروه‌ها می‌انجامد و شامل فعالیت‌هایی همچون وارد کردن جنبه اجتماعی به محصول و فرایند تولید و اتخاذ برنامه‌های ترقی منابع انسانی و رسیدن به درجه بالاتری از روابط دوستانه با محیط زیست، از طریق بازیافت و کاهش آلودگی یا پیشرفت در اهداف اجتماعی سازمان، است (McWilliams et al 2006). چنین فعالیت‌هایی می‌تواند احتمال تحریم بودن محصولات شرکت را کاهش دهد و از لابی‌گری در مقابل شرکت ممانعت کند. در اصل یک مدیر باور دارد که از طریق خشنودی ذی‌نفعان و برجسته کردن یک تصور مثبت و نگرانی‌ها و آگاهی‌های زیست‌محیطی می‌تواند احتمال مورد بررسی قرار گرفتن خویش توسط ذی‌نفعان، با هدف بررسی وقوع یا عدم وقوع مدیریت سود، را کاهش دهد. مدیر، به کمک فعالیت‌های مسئولیت‌پذیری اجتماعی، به دنبال اهداف متفاوتی از دستیابی به پوشش مناسب و مطلوب خبری در رسانه‌ها، مقبولیت در جامعه، قوانین مساعد، و بررسی‌های کمتر سرمایه‌گذاران و کارمندان است. مدیران ممکن است در فعالیت‌های مسئولیت‌پذیری اجتماعی، برای سرپوش نهادن بر اثر منفی سوءرفتارهای شرکت‌های بزرگ، درگیر شوند (Kim et al 2012).

مدیرانی که به مدیریت سود مبادرت می‌ورزند تمایل دارند از طریق فعالیت در خصوص مسئولیت‌پذیری اجتماعی حمایت جامعه و ذی‌نفعان را به دست آورند (McWilliams et al 2006). درگیر شدن در فعالیت‌های مسئولیت اجتماعی نه تنها رضایت ذی‌نفعان را بهبود می‌بخشد، بلکه بر شهرت شرکت اثر مثبت می‌گذارد. ازین‌رو، پرداختن به فعالیت‌های اجتماعی شرکت‌ها را در دریافت حمایت از انواع گروه‌های ذی‌نفع توانمندتر می‌کند (Chieh-Tse Hou 2019). مدیران مایل‌اند مدیریت سود خود را، با هدف افزایش پاداش، از سرمایه‌گذاران پنهان کنند (Ferrero et al 2017).

گزارش زیست‌محیطی و اجتماعی ابزاری است جهت پاسخگویی (حساب‌دهی) شرکت‌ها در قبال عملکرد خویش. گزارش‌ها باید اطلاعاتی بی‌طرفانه فراهم آورند که به ذی‌نفعان اجازه دهد از عملکرد زیست‌محیطی و اجتماعی سازمان برآوردی قابل اطمینان به دست آورند (مران‌جوری و علی‌خانی ۱۳۹۳). مقصود اساسی روش‌های مسئولیت‌پذیری اجتماعی هم‌سوسازی منافع همه گروه‌های متنوع تأثیرگذار بر سازمان و تأثیرپذیر از سازمان است.

رولی و برمن (۲۰۰۰) و اشنیر و گیلن (۲۰۰۴) نشان دادند ترویج روش‌های مسئولیت‌پذیری اجتماعی یا بی‌اعتنایی به آن‌ها می‌تواند توسط مدیر به منزله استراتژی تحکیم‌بخشی، به منظور تثبیت جایگاه و منافع شخصی، در پاسخ به تقاضای ذی‌نفعان متفاوت، به‌ویژه آن‌ها که توان تأثیر بر تصویر مدیران را دارند، مورد استفاده قرار گیرد. با این حال، تئوری نمایندگی پیش‌بینی می‌کند که اگر مدیران اختیار خود را برای رسیدن به اهداف شخصی به کار گیرند، اختیار مدیریتی و تثبیت موقعیت ناشی از آن با ارزش شرکت رابطه منفی دارند. مطالعات متعددی از مفهوم عملکرد منفی اختیار مدیریتی پشتیبانی کرده‌اند (Bebchuk et al 2009; Berger et al 1997; Palmer 1973; Williamson 1963). بر اساس مطالعات سوروکا و ترایبو (۲۰۰۸) و پرایر و همکارانش (۲۰۰۸)، مدیرانی که به دنبال حفظ موقعیت خود هستند، اگر قصد تقویت این استراتژی و ادامه فعالیت بر پایه منافع شخصی، بدون کاهش ارزش شرکت، را داشته باشند می‌توانند ذی‌نفعان را تحت تأثیر قرار دهند. بنابراین، اقدامات اقتصادی و اجتماعی و زیست‌محیطی مدیران اگر به طور اختیاری انجام شود احتمالاً بر ارزش سهام شرکت اثر منفی می‌گذارد (Sundaramurthy 2000). مدیرانی که شیوه‌های مسئولیت‌پذیری اجتماعی را به منزله استراتژی تحکیم‌بخشی، برای حفظ و افزایش منافع خود، به کار می‌برند مسئولیت‌پذیری اجتماعی را با هدف اجتناب از واکنش و کنترل محتمل توسط برخی ذی‌نفعان به کار می‌گیرند که این موضوع اثری مخرب بر عملکرد و در واقع ارزش شرکت می‌گذارد و از آنجا که این شرکت‌ها، به نسبت شرکت‌های با اختیارات مدیریتی کمتر، وضعیت نامطلوبی دارند، اقدامات مسئولیت‌پذیری اجتماعی می‌تواند انعطاف‌پذیری سازمان را کاهش دهد (Ferrero et al 2017).

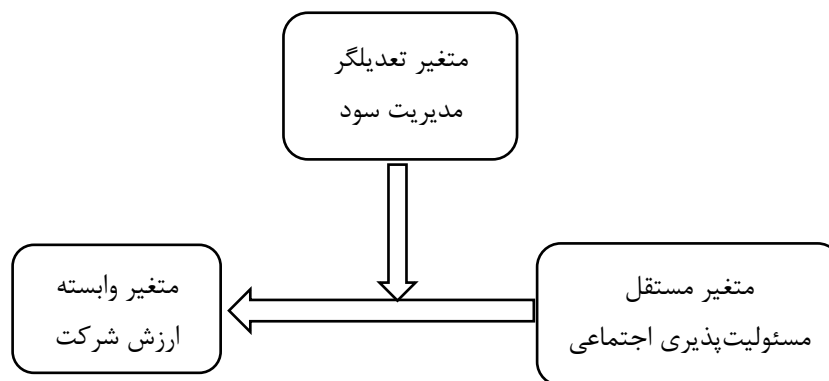
با این حال، به نظر می‌رسد تشخیص سوءاستفاده مدیریت از اقدامات مسئولیت‌پذیری اجتماعی به توانایی سرمایه‌گذاران و بازار در شناسایی آن و همین‌طور جریمه کردن شرکت‌ها برای این رفتار اختیاری بستگی دارد. استانداردهای حسابداری در کشورهای مختلف سطوح مختلف حمایت از سرمایه‌گذار و اجبار قانونی داشتن فعالیت‌های اجتماعی را نشان می‌دهند.

با توجه به تأکید سهامداران به ارقام سود، مدیران شرکت‌ها انگیزه بالایی جهت دستکاری آن به منظور تأمین سیاست‌ها و اهداف خود دارند. بر اساس مقاصد و اهداف مختلف مدیریت، ممکن است سود افزایش یا کاهش یابد یا هموار شود. زمانی که ذی‌نفعان دستکاری در سود بدگمان می‌شوند بلافاصله ارزش سهام شرکت در بازار سقوط می‌کند (Cline et al 2018) و حمایت ذی‌نفعان از دست می‌رود و اقدامات آن‌ها افزایش می‌یابد. بنابراین، مدیران مایل‌اند از ابزارهای مسئولیت اجتماعی به مثابه یک استراتژی جهت پنهان کردن مدیریت سود، با هدف افزایش اعتبار و پاداش خود، استفاده کنند. مسئولیت اجتماعی توسط مدیران، برای متقاعد کردن سهامداران در زمینه شایستگی‌های خود، به کار می‌رود. هنگ و اندرسن (۲۰۱۱) در پژوهشی به بررسی ارتباط بین مسئولیت اجتماعی شرکت و مدیریت سود پرداختند. نتایج آن‌ها نشان داد شرکت‌هایی که مسئولیت اجتماعی بیشتری دارند از کیفیت اقلام تعهدی بالاتری برخوردارند و مدیریت سود کمتری اعمال می‌کنند.

سالوسکی و زولج (۲۰۱۴) در پژوهشی با عنوان «تأثیر مسئولیت اجتماعی شرکت بر کیفیت گزارشگری مالی» به بررسی رابطه بین مسئولیت اجتماعی شرکت و میزان مدیریت سود، میزان محافظه‌کاری حسابداری، و کیفیت اقلام تعهدی به منزله سه معیار کیفیت گزارشگری مالی پرداختند. در این پژوهش از تعریف کارول برای مسئولیت اجتماعی به طور گسترده استفاده شده است و مسئولیت اجتماعی شرکت شامل چهار بعد مسئولیت اقتصادی سودآور، مسئولیت قانونی، مسئولیت اخلاقی، و مسئولیت بشردوستانه است. نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد: ۱. مسئولیت اجتماعی شرکت با مدیریت سود رابطه مثبت دارد و ۲. مسئولیت اجتماعی شرکت با میزان محافظه‌کاری رابطه منفی دارد. یعنی شرکت‌ها با میزان مسئولیت اجتماعی بالاتر بیشتر احتمال دارد که به مدیریت سود پردازند و نیز خبرهای بد را کمتر به موقع گزارش کنند. مدل مفهومی پژوهش

در شکل ۱ ارائه شده است. بنابراین، بر اساس مبانی یادشده، فرضیه دوم پژوهش بدین شکل تدوین شده است:

فرضیه دوم. مدیریت سود رابطه‌ی مسئولیت‌پذیری اجتماعی و ارزش شرکت را تعدیل می‌کند.



شکل ۱. مدل مفهومی پژوهش

### روش پژوهش

#### جامعه و نمونه آماری، ابزارها، و روش‌های گردآوری داده‌ها

جامعه آماری این پژوهش را کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تشکیل دادند. نمونه مورد استفاده برای آزمون فرضیه‌ها، پس از اعمال محدودیت‌ها، شامل ۱۵۰ شرکت (۹۰۰ سال- شرکت) طی سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۵ بود. شرکت‌های مالی، به دلیل تفاوت در ویژگی‌های حقوق صاحبان سهام و عدم قابلیت مقایسه با شرکت‌های غیرمالی، از جامعه آماری پژوهش حذف شدند (La Porta et al 2002). در این پژوهش، بخشی از اطلاعات متغیرها، با استفاده از داده‌های دست‌دوم و از طریق پایگاه‌های داده متعدد، شامل نرم‌افزارهای موجود و تارنماهای مرتبط با بورس اوراق بهادار تهران، گردآوری شد و بخش دیگر- مثلاً اطلاعات لازم برای اندازه‌گیری متغیر مسئولیت‌پذیری اجتماعی- به صورت دستی از گزارش هیئت‌مدیره شرکت‌ها استخراج شد. محدودیت‌های اعمال‌شده برای انتخاب نمونه عبارت بود از: ۱. مشاهدات بدون اطلاعات کافی مرتبط با متغیرها؛ ۲. شرکت‌های خارج‌شده از بورس طی دوره پژوهش؛ ۳.

شرکت‌هایی که طی دوره پژوهش تغییر سال مالی دهند؛ ۴. شرکت‌هایی که طی دوره پژوهش فعالیت مستمر نداشته باشند.

### مدل آزمون فرضیه‌ها و متغیرهای آن

به منظور آزمون فرضیه نخست پژوهش، مبنی بر اثر مسئولیت‌پذیری اجتماعی بر ارزش شرکت، رابطه (۱) مشابه پژوهش فررو و همکارانش (۲۰۱۷) مورد استفاده قرار گرفت:

$$FV_{it} = \beta_0 + \beta_1 CSR_{it} + \beta_2 Size_{it} + \beta_3 Debt_{it} + \beta_4 Risk_{it} + \beta_5 Working_{capital_{it}} - \beta_6 Subs_{it} + \beta_7 Loss_{it} + \beta_8 Busy_{it} + \beta_9 Age_{it} + \beta_{10} ROA_{it} + \beta_{11} Gro_{it} + \sum \beta_j IndustryDum_{it} + \beta_k YearDum_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

به منظور آزمون فرضیه دوم پژوهش، مبنی بر اثر تعدیلگری مدیریت سود بر رابطه بین مسئولیت‌پذیری اجتماعی و ارزش شرکت، رابطه (۲) مشابه پژوهش فررو و همکارانش (۲۰۱۷) مورد استفاده قرار گرفت:

$$FV_{it} = \beta_0 + \beta_1 CSR_{it} + \beta_2 DEM_{it} + \beta_3 CSR * DEM_{it} + \beta_4 Size_{it} + \beta_5 Debt_{it} + \beta_6 Risk_{it} + \beta_7 Working_{capital_{it}} + \beta_8 Subs_{it} + \beta_9 Loss_{it} + \beta_{10} Busy_{it} + \beta_{11} Age_{it} + \beta_{12} ROA_{it} + \beta_{13} Gro_{it} + \sum \beta_j IndustryDum_{it} + \beta_k YearDum_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

### متغیر وابسته

ارزش شرکت (FV): میان معیارهای متعددی که برای ارزیابی ارزش شرکت (FV) استفاده می‌شود، در این پژوهش، از ارزش بازار شرکت بهره برده شده است که به صورت لگاریتم حاصل ضرب تعداد سهام شرکت در پایان سال و قیمت سهام در همین تاریخ اندازه‌گیری می‌شود. هیلمن و کایم (۲۰۰۱) اندازه بازار را برای اندازه‌گیری ارزش شرکت مد نظر قرار داده‌اند. این پژوهشگران اعلام کردند معیارهای حسابداری، از آنجا که بر عملکرد گذشته شرکت متمرکزند و می‌توانند موضوع احتمال دستکاری توسط مدیر قرار بگیرند، قادر به در بر داشتن ارزش شرکت در بلندمدت نیستند و به نسبت معیارهای بازار، در نشان دادن ارزش شرکت، موفقیت کمتری دارند. علاوه بر این، معیارهای مبتنی بر بازار، برای مشاهده اینکه آیا سرمایه‌گذاران قادر به شناسایی استفاده مدیریت از مسئولیت‌پذیری اجتماعی به منظور تحکیم موقعیت خود هستند یا خیر، مناسب‌ترند. ارزش بازار یک تابع خطی از ادغام دو معیار ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام و سود خالص عملیاتی است. با به‌کارگیری ارزش بازار

ارزش شرکت قابلیت مقایسه خواهد داشت و از تفاوت‌های محتمل در ارزش بازار، که به موجب اندازه شرکت‌های مورد مطالعه حاصل می‌شود، جلوگیری می‌شود. این سازه، همانند سایر معیارهای بازار، منعکس‌کننده اعتمادی است که ذی‌نفعان- نه فقط در حال حاضر، بلکه در گذشته و آینده- به شرکت داشته‌اند و خواهند داشت. این متغیر ارزش جریان سود آتی را به شکل مناسب‌تری در بر می‌گیرد (Hillman & Keim 2001) و در چندین مطالعه مورد استفاده قرار گرفته است (Chen et al 2005; Luo & Bhattacharya 2006; Lourenco et al 2012).

### متغیر مستقل

مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت (CSR): مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت شامل چهار بعد میزان افشای اطلاعات مربوط به روابط کارکنان (EMPD)، میزان افشای اطلاعات مربوط به مشارکت اجتماعی (COMD)، میزان افشای اطلاعات مربوط به تولید (PROD)، و میزان افشای اطلاعات مربوط به محیط زیست (ENVVD) است. برای تجزیه و تحلیل محتوا از جملات در متن یادداشت‌های پیوست صورت‌های مالی استفاده می‌شود. ارزش کلی افشای مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها از جمع ارزش جزئی ابعاد مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها به دست می‌آید و به کمک رابطه ۳ قابل محاسبه است (saleh et al 2010):

$$CSR = EMPD + COMD + PROD + ENVVD \quad (3)$$

نمره کل افشای مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت‌ها:

$$CSR_j = \frac{\sum_{i=1}^{n_j} X_{ij}}{n_j}$$

که در آن  $CSR_j$ : نمره افشای مسئولیت اجتماعی شرکت،  $j$ : تعداد موارد برآورد شده برای شرکت،  $X_{ij}$ : اگر موارد افشا به صورت کمی و جزئیات آن به صورت اعداد شرح مفصلی از فعالیت و در صورت امکان تصاویر و نمودارها و جداول باشد، نمره افشا ۳، اگر اطلاعات به صورت غیرکمی و توضیحات به صورت شرح بند باشد، نمره افشا ۲، اگر موارد افشا به صورت کیفی و توضیحات به صورت جمله یا پاراگراف باشد، نمره افشا ۱ است. و اگر موردی افشا نشود، نمره افشا صفر است.



## متغیر تعدیلگر

مدیریت سود (DEM): اختیار مدیریتی فرصت پرداختن به اهداف شخصی، از قبیل متحمل شدن مخارج کارکنان و کسب پاداش مدیریتی بزرگتر (Williamson 1963) یا حداکثرسازی فروش (Baumol 1959)، به منظور افزایش وجوه در دسترس برای استفاده اختیاری، را به مدیر می‌دهد. این فعالیت‌ها محدودیت‌هایی برای رسیدن به سطوح رضایت‌بخش سود ایجاد می‌کنند؛ هرچند موجب کاهش فشارهای مربوط به عملکرد بر مدیر خواهند شد. در واقع، از یک سو با تعهداتی در جهت خرج کردن مقادیر زیادی وجه نقد (Jensen 1986) و از سوی دیگر با کاهش احتمال تصاحب در صنعت همراه خواهند بود (Stulz 1988). این رفتارهای اختیاری، به‌رغم زیان‌آور بودن برای ارزش شرکت، می‌توانند تابع مطلوبیت شخصی مدیر را حداکثر کنند. به منظور سنجش مدیریت سود از مدل جونز تعدیل‌شده (Dechow et al 1995) استفاده شد.

در گام نخست، بر پایه مدل استاندارد جونز (۱۹۹۱)، رابطه زیر به صورت مقطع-صنعتی با استفاده از رگرسیون OLS برآورد می‌شود:

$$\frac{TAA_{it}}{A_{it-1}} = \alpha_1 \left( \frac{1}{A_{it-1}} \right) + \alpha_2 \left( \frac{\Delta Sales_{it}}{A_{it-1}} \right) + \alpha_3 \left( \frac{PPE_{it}}{A_{it-1}} \right) + \varepsilon_t \quad (4)$$

رابطه «۴»، که در آن A: مجموع دارایی‌ها،  $\Delta Sales$ : تغییر در فروش، PPE: اموال و ماشین‌آلات و تجهیزات است.

کل اقلام تعهدی به صورت رابطه (۵) محاسبه می‌شود:

$$TAA_{it} = [(\Delta CA_{it}) - (\Delta CASH_{it})] - [(\Delta CL_{it}) - (\Delta RLTTP_{it})] - DA_{it} \quad (5)$$

رابطه «۵»، که در آن  $\Delta CA$ : تغییر در دارایی‌های جاری،  $\Delta CASH$ : تغییر در وجوه نقد نگهداری‌شده و سرمایه‌گذاری‌های مالی کوتاه‌مدت،  $\Delta CL$ : تغییر در بدهی‌های جاری،  $\Delta RLTTP$ : تغییر در طبقه‌بندی بدهی‌های بلندمدت، و DA: استهلاک دارایی‌های مشهود و نامشهود است.

با استفاده از ضرایب برآوردشده از مدل پایه جونز (۱۹۹۱)، اقلام تعهدی اختیاری در رابطه (۶)، که مدیریت سود (EM) نامیده می‌شود، محاسبه می‌شود:

$$EM = TAA_{it} - \left[ \hat{\alpha}_{1,t} \left( \frac{1}{A_{i,t-1}} \right) + \hat{\alpha}_{2,t} \left( \frac{\Delta (Sales - A^*R)_{it}}{A_{i,t-1}} \right) + \hat{\alpha}_{3,t} \left( \frac{PPE_{it}}{A_{i,t-1}} \right) \right] \quad (6)$$

در رابطه (۵)  $A * R$  نشان‌دهنده حساب‌های دریافتی است.

### متغیرهای کنترل

برای پیشگیری از نتایج جانبدارانه، چندین متغیر کنترل وارد مدل شده است که اثر آنها را بر مسئولیت‌پذیری اجتماعی (CSR)، عملکرد مالی (FP)، و نقش مدیریت سود (EM) لحاظ می‌کنیم: اندازه شرکت، اهرم، ریسک، نقدینگی عملیاتی، و صنعت (Prior et al 2008; Surroca et al 2010).

اندازه شرکت (Size). لگاریتم طبیعی مجموع دارایی‌های شرکت.

اهرم (Debt). نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام.

ریسک (Risk). ریسک سیستماتیک که با بتا محاسبه می‌شود و بیانگر میزان حساسیت بازده شرکت نسبت به بازده بازار است.

نقدینگی (Working\_capital) یا سرمایه در گردش. تفاوت بین دارایی‌های جاری و بدهی‌های جاری.

نوع مؤسسه حسابرسی (AudTop). همانند پژوهش محمدرضایی و مهربان‌پور (۱۳۹۵)، برای مؤسسه‌های باکیفیت، که جزء طبقه اول حساب‌رسان معتمد بورس محسوب می‌شوند، ۱ و برای سایر مؤسسه‌ها صفر لحاظ شده است.

زیان (Loss). متغیری ساختگی است که اگر شرکت زیان گزارش کرده باشد عدد ۱ و در غیر این صورت عدد صفر می‌گیرد.

مطابق سال مالی (Busy). برای شرکت‌هایی که پایان سال مالی آنها ۲۹ اسفند باشد عدد ۱ اختصاص می‌یابد و در غیر این صورت صفر لحاظ می‌شود (سرلک و همکاران ۱۳۹۷).

سن شرکت (Age). لگاریتم طبیعی سن شرکت از تاریخ تأسیس آن.

بازده دارایی‌ها (ROA). نسبت سود خالص قبل از بهره و مالیات بر کل دارایی‌ها.

درصد رشد فروش (Gro). درصد تغییرات در فروش طی سال.

## یافته‌های پژوهش

### آماره‌های توصیفی

در بخش اول جدول ۱، مفاهیم آمار توصیفی متغیرهای پیوسته ارائه شده است.

جدول ۱. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

بخش اول. پنل متغیرهای پیوسته						
متغیرهای پژوهش	میانگین	میانه	حداکثر	حداقل	انحراف معیار	
FV	۸/۴۵۸	۸/۳۳۱	۱۰/۲۱۷	۶/۹۰۳	۰/۹۳۷	ارزش شرکت
CSR	۰/۴۷۸	۰/۵۱۷	۰/۶۸۳	۰/۲۰۰	۰/۱۵۲	مسئولیت‌پذیری اجتماعی
EM	۰/۰۴۶	۰/۰۵۴	۰/۳۶۷	-۰/۳۵۲	۰/۱۸۳	مدیریت سود
Age	۳/۵۹۸	۳/۷۶۱	۳/۹۸۹	۲/۷۰۸	۰/۳۷۲	سن شرکت
Risk	۰/۵۶۵	۰/۴۵۳	۲/۲۲۴	-۰/۸۲۹	۰/۸۰۳	ریسک
Debt	۰/۶۳۳	۰/۵۴۱	۱/۰۸۸	۰/۲۳۲	۰/۲۲۳	اهرم
ROA	۰/۰۸۷	۰/۰۷۲	۰/۳۴۸	-۰/۱۶۰	۰/۱۲۶	بازده دارایی‌ها
WC	۰/۰۹۳	۰/۱۹۱	۰/۶۷۱	-۱/۰۵۷	۰/۴۳۱	سرمایه در گردش
Size	۱۴/۰۷۸	۱۴/۰۱۰	۱۶/۶۴۶	۱۱/۸۲۹	۱/۲۲۸	اندازه شرکت
Gro	۰/۰۹۴	۰/۰۸۰	۰/۵۳۶	-۰/۳۲۰	۰/۲۱۶	تغییرات فروش
بخش دوم. متغیرهای گسسته		گروه صفر	گروه یک			
AudTop	نوع حسابرس	۵۳/۳۹۰	۴۶/۶۱۰			
Loss	زیان‌دهی شرکت	۸۲/۵۱۰	۱۷/۱۹۰			
Busy	تطابق پایان سال مالی	۱۹/۵۳۰	۸۰/۴۷۰			

منبع: یافته‌های پژوهش

همان‌طور که در جدول ۱ مشاهده می‌شود، مقدار میانگین مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت ۰/۴۸ است. با توجه به اینکه نمره افشای مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت‌ها طبق نتایج صالح و همکارانش (۲۰۱۰) بین صفر و ۳ است، میانگین ۰/۴۸ گویای ضعف شدید در اجرا و افشای مسئولیت‌های اجتماعی شرکت‌هاست؛ هم در تعداد مواردی که افشا شده هم در کیفیت افشا. حداکثر افشا نمره ۰/۶۸۳ و حداقل آن نمره ۰/۲ گرفته است. فاصله کم بین حداکثر و حداقل اهمیت دادن به موضوع مسئولیت‌پذیری اجتماعی را در همه شرکت‌های نمونه، در حد تقریباً

نزدیک به هم، نشان می‌دهد که البته میزان انحراف معیار داده‌ها نیز گویای این موضوع است. همچنین، مقدار میانگین لگاریتم ارزش بازار شرکت ۸/۴۵۸ است که هم‌سوست با پژوهش معبادی و همکارانش (۱۳۹۳). میانگین مدیریت سود ۰/۰۴۶ است که اندکی کمتر از پژوهش محمدرضایی و همکارانش (۱۳۹۶) و کاشانی‌پور و همکارانش (۱۳۹۷) است و به نظر می‌رسد شرکت‌های نمونه این پژوهش از سود باکیفیت‌تری برخوردارند. برخی متغیرهای پژوهش از نوع نسبت و لگاریتم‌اند که این موضوع موجب همگنی خوبی بین داده‌ها شده است. به علاوه، میانگین نسبت بدهی حدود ۶۳ درصد است که با مباحث مطرح‌شده توسط محمدرضایی و محدصالح (۲۰۱۶) و سرلک و همکارانش (۱۳۹۷) درباره نوع تأمین مالی شرکت‌های ایرانی مطابقت دارد.

آزمون‌های گزارش‌نشده (نتایجی که جداول آن‌ها در متن مقاله ارائه نشده است) نشان می‌دهد همبستگی دو به دوی هیچ‌یک از متغیرهای پژوهش از ۸۰ درصد بیشتر نیست و البته عامل تورم واریانس که ارائه می‌شود نیز از حد آستانه‌ای ۱۰ بیشتر نیست. بنابراین، می‌توان گفت هم‌خطی مشکل عمده‌ای در این پژوهش نیست (گجراتی ۱۳۸۶). همچنین، داده‌های پژوهش در ۱ درصد و ۹۹ درصد وینزوری شده‌اند.

### نتایج آزمون فرضیه‌ها

برای رفع مشکلاتی از قبیل ناهمسانی واریانس و خودهم‌بستگی خطاها، رگرسیون به روش خطای استاندارد مقاوم انجام شده است (Petersen 2009). نتایج آزمون فرضیه نخست پژوهش در جدول ۲ نشان‌دهنده ارتباط مستقیم و معنادار مسئولیت‌پذیری اجتماعی و ارزش شرکت است که عدم رد فرضیه نخست پژوهش را نشان می‌دهد و با تئوری‌های موجود مطابق است؛ بدان معنا که شرکت‌های متعهد به مسئولیت‌های اجتماعی توسط سرمایه‌گذاران با افزایش تقاضای سهام روبه‌رو می‌شوند و بدین صورت ارزش سهام آن‌ها افزایش می‌یابد. در واقع بازار پاداش شرکت‌های مسئولیت‌پذیر اجتماعی را با افزایش تقاضای سهام آن‌ها می‌دهد. این نتیجه مطابق پژوهش زهرا و همکارانش (۲۰۰۵) مبنی بر ارزش‌گذاری بالاتر بازار برای شرکت‌های پایدار نسبت به شرکت‌های ناپایدار است.

نتایج مربوط به فرضیه دوم، مبنی بر استفاده از مسئولیت‌پذیری اجتماعی، به مثابه راهبرد تحکیم موقعیت مدیریت و اثر آن بر ارزش شرکت، نیز در جدول ۲ ارائه شده است. استفاده مدیریت از اختیارات خود در مورد اقلام تعهدی بر ارزش شرکت اثر مخرب می‌گذارد (ضریب: ۰/۱۷۴-). زیرا باعث از دست دادن حمایت و ایجاد کنش اجتماعی علیه شرکت توسط سهامداران و ذی‌نفعان می‌شود. البته که این رابطه معنادار نیست و صرفاً از بعد جهت رابطه با پژوهش مهرانی و نوروزی (۱۳۹۴) و تانگجیتیرم (۲۰۱۳) مطابق است.

متغیر تعاملی مدل مربوط به فرضیه دوم، که نشان‌دهنده استفاده مدیریت از مسئولیت‌پذیری اجتماعی به منزله یک راهبرد تحکیم‌بخش برای اجتناب از پیامدهای منفی سوءاستفاده از اختیاراتش بر ارزش شرکت است، هرچند معنادار نیست و گویای رد فرضیه دوم است، جهت مثبت آن، که هم‌زمان با جهت مثبت متغیر مسئولیت‌پذیری اجتماعی حاصل شده است، نشان می‌دهد بازار و سرمایه‌گذاران بهره‌گیری مدیریت از مسئولیت‌پذیری اجتماعی، به منظور جبران اقدامات اختیاری در مقابل ذی‌نفعان، را شناسایی نمی‌کنند. بنابراین، شرکت‌ها را با ارزش‌گذاری کمتر جریمه نمی‌کنند. این موضوع، با توجه به محیط پژوهشی ایران، که حمایت از سرمایه‌گذار در آن به‌خوبی انجام نشده و نقص در کارایی بازار وجود دارد، قابل پیش‌بینی بود. افزایش بازده دارایی‌ها و نقدینگی و اندازه شرکت، مطابق انتظار، موجب افزایش ارزش بازار هر سهم می‌شود که به ترتیب مشابه پژوهش‌های دارابی و داودخانی (۱۳۹۴) و رضایی و پیری (۱۳۹۰) و مهرانی و نوروزی (۱۳۹۴) است. افزایش ریسک و نسبت بدهی نیز کاهش ارزش بازار هر سهم را به دنبال دارد که به ترتیب مشابه پژوهش‌های زنجیردار و همکارانش (۱۳۸۹) و پورزمانی و خریدار (۱۳۹۲) است. منفی و معنادار بودن ضریب متغیر تطابق پایان سال مالی با پایان اسفند ممکن است به این دلیل باشد که از سوی سهامداران این تطابق به منزله کیفیت ضعیف‌تر حسابرسی شرکت به علت قرارگیری در فصل پرمشغله حسابرسی قلمداد می‌شود و اثر معکوس بر ارزش شرکت می‌گذارد. معناداری ضرایب متغیرها در سطح اطمینان ۹۵ درصد بررسی شده است.

جدول ۲. نتایج آزمون فرضیه‌ها

نتایج آزمون فرضیه دوم			نتایج آزمون فرضیه اول			متغیرهای پژوهش
VIF	آماره t	ضریب	VIF	آماره t	ضریب	
۲/۲۵۰	*۲/۰۲	۰/۴۷۸	۱/۱۳۰	*۳/۴۳	۰/۵۷۶	مسئولیت‌پذیری اجتماعی
۱/۸۹۰	-۱/۰۸۰	-۰/۱۷۴				مدیریت سود
۳/۱۳۰	۰/۶۰۰	۰/۱۹۵				مسئولیت‌پذیری اجتماعی*مدیریت سود
۱/۱۵۰	۱/۱۵۰	۰/۰۷۹	۱/۱۱۰	۱/۱۴۰	۰/۰۷۷	سن شرکت
۱/۰۳۰	*-۲/۲۴	-۰/۰۷۱	۱/۰۳۰	*-۲/۲۱	-۰/۰۷۱	ریسک
۲/۸۶۰	*-۸/۲۴	-۱/۸۰۷	۲/۸۵۰	*-۸/۲۸	۱/۸۰۹-	اهرم
۳/۲۸۰	*۱۶/۹۷	۶/۴۵۴	۳/۲۲۰	*۱۶/۸۴	۶/۳۸۰	بازده دارایی‌ها
۱/۹۰۰	*۳/۴۲	۰/۲۸۹	۱/۸۸۰	*۳/۴۵	۰/۲۹۰	سرمایه در گردش
۱/۲۴۰	*۲/۶۵	۰/۰۵۸	۱/۲۲۰	*۲/۶	۰/۰۵۶	اندازه شرکت
۱/۳۹۰	۰/۸۷۰	۰/۱۰۳	۱/۳۹۰	۰/۸۶۰	۰/۱۰۲	تغییرات در فروش
۱/۱۳۰	۱/۰۰۰	۰/۰۵۱	۱/۱۳۰	۰/۹۵۰	۰/۰۴۸	نوع حسابرس
۱/۸۷۰	- ۱/۶۲۰	- ۰/۱۴۲	۱/۸۷۰	۱/۵۹۰	-۰/۱۴۰	زیان‌دهی شرکت
۱/۰۹۰	*-۱/۸۳	-۰/۱۲۲	۱/۰۹۰	-۱/۷۹۰	-۰/۱۱۹	تطابق پایان سال مالی با پایان اسفند
---	*۱۶/۶۴	۷/۳۱۶	---	*۱۶/۴۸	۷/۲۲۱	عدد ثابت
	کنترل شد			کنترل شد		متغیرهای ساختگی صنعت
	کنترل شد			کنترل شد		متغیرهای ساختگی سال
	۰/۵۱۵			۰/۵۱۳		ضریب تعیین تعدیل‌شده
	۳۱/۶۶			۳۴/۱۶		Fآماره
	۰/۰۰۰			۰/۰۰۰		Fاحتمال آماره

### آزمون‌های اضافی

بال و همکارانش (۲۰۱۲) تأیید کرده‌اند که استفاده از مدل با اثرهای ثابت برای تخمین مدل‌های رگرسیونی می‌تواند اثر عوامل حذف‌شده خاص شرکت را، که در طول زمان نامعتبرند، کنترل کند. اما قدرت برآوردکنندگی مدل را به شدت کاهش می‌دهد. بنابراین، با توجه به رد فرضیه دوم، در یک عمل جایگزین، مدل دوم پژوهش با خطای استاندارد خوشه‌بندی‌شده (کلاستر پنل)

نیز برازش شد که نتایج آن در جدول ۳ آمده است. بدین ترتیب نتایج آزمون حساسیت (آزمون‌های اضافی) نتایج اصلی را پشتیبانی می‌کند.

جدول ۳. نتایج آزمون‌های اضافی

نتایج آزمون فرضیه دوم			نتایج آزمون فرضیه اول			متغیرهای پژوهش
VIF	آماره t	ضریب	VIF	آماره t	ضریب	
۲/۲۵۰	۱/۵۶	۰/۴۷۸	۱/۱۳۰	*۲/۵۵	۰/۵۷۶	مسئولیت‌پذیری اجتماعی
۱/۸۹۰	-۱/۰۵	-۰/۱۷۴				مدیریت سود
۳/۱۳۰	۰/۵۵	۰/۱۹۵				مسئولیت‌پذیری اجتماعی*مدیریت سود
۱/۱۵۰	۰/۸۷	۰/۰۷۹	۱/۱۱۰	۰/۷۶	۰/۰۷۷	سن شرکت
۱/۰۳۰	*-۲/۲۴	-۰/۰۷۱	۱/۰۳۰	*-۲/۲۱	-۰/۰۷۱	ریسک
۲/۸۶۰	*-۶/۲۶	-۱/۸۰۷	۲/۸۵۰	*-۶/۲۸	۱/۸۰۹-	اهرم
۳/۲۸۰	*۱۳/۵۵	۶/۴۵۴	۳/۲۲۰	*۱۳/۳۸	۶/۳۸۰	بازده دارایی‌ها
۱/۹۰۰	*۲/۶۳	۰/۲۸۹	۱/۸۸۰	*۲/۶۹	۰/۲۹۰	سرمایه در گردش
۱/۲۴۰	۱/۷۴	۰/۰۵۸	۱/۲۲۰	*۱/۶۹	۰/۰۵۶	اندازه شرکت
۱/۳۹۰	۰/۸۴	۰/۱۰۳	۱/۳۹۰	۰/۸۳	۰/۱۰۲	تغییرات در فروش
۱/۱۳۰	-۰/۸۳	۰/۰۵۱	۱/۱۳۰	۰/۶۹	۰/۰۴۸	نوع حسابرس
۱/۸۷۰	-۱/۴۶	-۰/۱۴۲	۱/۸۷۰	-۱/۴۳	-۰/۱۴۰	زیان‌دهی شرکت
۱/۰۹۰	*-۱/۱۶	-۰/۱۲۲	۱/۰۹۰	-۱/۱۴	-۰/۱۱۹	تطابق پایان سال مالی با پایان اسفند
---	*۱۰/۷۱	۷/۳۱۶	---	*۱۰/۵۷	۷/۲۲۱	عدد ثابت
	کنترل شد			کنترل شد		متغیرهای ساختگی صنعت
	کنترل شد			کنترل شد		متغیرهای ساختگی سال
	۰/۵۱۵			۰/۵۱۴		ضریب تعیین تعدیل شده
	۱۹/۹۹			۲۱/۳۳		Fآماره
	۰/۰۰۰			۰/۰۰۰		Fاحتمال آماره

### بحث و نتیجه

بر اساس استراتژی تحکیم‌بخشی، مدیریت، تحت پوشش فعالیت‌های مسئولیت‌پذیری اجتماعی، تلاش می‌کند غرامت ذی‌نفعان را به واسطه سوءاستفاده از اختیاراتش جبران کند. زیرا

سرمایه‌گذاران قادر به درک این استراتژی نیستند و مسئولیت‌پذیری اجتماعی را فقط یک هدف و تعهد اخلاقی می‌پندارند. با وجود این، اگر حمایت قوی از سرمایه‌گذار انجام گیرد، سهامداران و بازار توان شناخت این استراتژی غیراخلاقی را خواهند داشت و شرکت‌هایی را که درگیر این استراتژی شده‌اند از طریق ارزش‌گذاری کمتر جریمه می‌کنند. از این رو، سهامداران باید شرکت‌هایی را که در زمینه مسئولیت‌پذیری اجتماعی گزارش می‌دهند با دقت زیاد مورد توجه قرار دهند که آن گزارش به قصد گمراه کردن سهامداران از مدیریت سودی که توسط مدیریت انجام شده است ارائه نشده باشد. بنابراین، هدف این پژوهش شفاف‌سازی اثر استراتژی تحکیم‌بخشی با استفاده از مسئولیت‌پذیری اجتماعی بود که با نیت مخفی کردن تأثیر رفتار اختیاری مدیریت بر ارزش شرکت و به طور ویژه بر ارزش بازار انجام شده است.

نتایج مرتبط با فرضیه نخست پژوهش نشان داد بین مسئولیت‌پذیری اجتماعی و ارزش بازار شرکت رابطه مثبت و معنادار وجود دارد. این یافته با پژوهش نمازی و مقیمی (۱۳۹۷) تطابق دارد. نمازی و مقیمی (۱۳۹۷) نشان دادند با افزایش مسئولیت‌پذیری اجتماعی عملکرد شرکت‌ها نیز بهبود می‌یابد. شرکت‌هایی که به مشارکت در مسئولیت اجتماعی پایبندند و خود را ملزم به رعایت شاخص‌های مسئولیت اجتماعی می‌کنند، در بلندمدت، عملکرد مالی بهتری بروز می‌دهند. به منظور همسوسازی اهداف شرکت با منافع جامعه، شرکت‌ها ممکن است متحمل هزینه‌هایی شوند. اما اگر منافع حاصل از آن بیشتر از هزینه‌های آن شود، عملکرد مالی و بهره‌وری و کارایی شرکت بهبود می‌یابد. نتایج این فرضیه به طور مستقیم و غیرمستقیم با نتایج حاجی‌ها و سرافراز (۱۳۹۳)، فلاح و کرمی (۱۳۹۵)، مرسدس (۲۰۱۶)، استیفانیوس و همکارانش (۲۰۱۴)، لی و همکارانش (۲۰۱۷)، و وانگ و سارکیس (۲۰۱۷) هم‌سو بود.

نتایج مرتبط با فرضیه دوم پژوهش گویای آن بود که مدیریت سود رابطه بین مسئولیت‌پذیری اجتماعی و ارزش شرکت را تعدیل نمی‌کند. این نتیجه نشان می‌دهد برخلاف پیش‌بینی مبانی نظری و پیشینه پژوهش، مبتنی بر استفاده مدیریت از مسئولیت‌پذیری اجتماعی در استراتژی تحکیم‌بخشی، مدیریت سود در تعدیل رابطه مسئولیت‌پذیری اجتماعی و ارزش شرکت نقشی ندارد. به نظر می‌رسد رد فرضیه دوم ناشی از عدم درک کیفیت گزارش‌های مسئولیت‌پذیری



اجتماعی توسط بازار سرمایه به دلیل نقص کارایی بازار سرمایه ایران (قالیباف اصل و ناطقی، ۱۳۸۵) و همچنین نو بودن انجام فعالیت‌های مسئولیت‌پذیری اجتماعی و افشای آن در ایران و مدیران به اثر حفاظتی افشای فعالیت‌های اجتماعی بر تصمیمات دستکاری سود و فعالیت‌هایشان واقف نیستند. این موضوع، فرصت مناسبی در اختیار قانون‌گذاران قرار می‌دهد که پیش از اقدام مدیریت برای سوءاستفاده از اختیارات خود در جهت افشای مسئولیت‌پذیری اجتماعی و اثر نامطلوب بر ارزش بازار شرکت، با ایجاد سازوکارهای الزام‌آور، مانعی در مقابل این‌گونه بهره‌برداری‌های منفعت‌طلبانه ایجاد کنند.

یافته‌های پژوهش بیانگر آن است که سیاست‌گذاران و قانون‌گذاران باید با معرفی الزامات جدید در جهت محدود کردن اختیار مدیریتی در فرایند تصمیم‌گیری، به بهبود شفافیت در بازار و حمایت از سرمایه‌گذار کمک کنند. سرمایه‌گذاران در زمان ارزیابی اقدامات مسئولانه اجتماعی شرکت‌ها و مالکان در زمان ارزیابی اثربخشی فعالیت‌های مسئولیت‌پذیری اجتماعی باید کیفیت این اقدامات را مد نظر قرار دهند. از سوی دیگر، به دلیل تأثیر مثبت فعالیت‌های مرتبط با مسئولیت‌پذیری اجتماعی بر شهرت و ارزش شرکت، بهتر است مدیران خود را به فعالیت‌های اجتماعی متعهد بدانند و به انجام فعالیت‌های مسئولیت اجتماعی و افشای درست آن بپردازند.

این پژوهش اثر مسئولیت‌پذیری اجتماعی را بر ارزش شرکت به طور کلی آزموده است. پژوهش‌های آتی می‌توانند مسئولیت‌پذیری اجتماعی را به ابعاد آن تفکیک و اثر هر بعد را بر ارزش شرکت بررسی کنند. پژوهش‌های آتی می‌توانند به بررسی رفتارهای مسئولانه اجتماعی در صنایع مختلف و همین‌طور به تفکیک شرکت‌های دولتی و غیردولتی بپردازند. در پژوهش‌های آتی می‌توان از سایر ویژگی‌های شرکت - از قبیل وجود کمیته حسابرسی، دوگانگی وظیفه مدیرعامل، وجود دولت و بانک‌ها به عنوان مالک - به منزله متغیر تعدیل‌کننده رابطه مسئولیت‌پذیری اجتماعی و ارزش شرکت بهره برد. همان‌طور که قابل مشاهده است، این پژوهش فضای گسترده و جذابی برای مطالعات بعدی به وجود آورده است.

با این حال، از آنجا که محدودیت‌هایی وجود دارد، نتایج این پژوهش باید با دقت تفسیر شود و مورد استفاده قرار گیرد. صحت داده‌های پژوهش مشروط به صحت اطلاعاتی است که سازمان

بورس و اوراق بهادار و تارنماهای مرتبط با شرکت‌ها منتشر کرده‌اند. در مورد برخی از شرکت‌ها نبود داده‌های مورد نیاز و قابل اتکا برای محاسبه متغیرهای پژوهش و عدم افشای کامل اطلاعات مورد نیاز در صورت‌های مالی و یادداشت‌های توضیحی آن، به‌ویژه در مورد متغیر مسئولیت‌پذیری اجتماعی در دوره مد نظر این پژوهش، محدودیت‌هایی را برای تعمیم نتایج این پژوهش ایجاد کرده است. در ضمن، به دلیل افزایش شرایط تحریمی طی دوره زمانی این پژوهش و تأثیرگذاری مستقیم آن بر متغیرهای کلان اقتصادی و استفاده این پژوهش از ارزش بازار سهام، باید در تفسیر نتایج موارد یادشده را مد نظر قرار داد.

## منابع

۱. پورزمانی، زهرا؛ احسان رضا خریدار (۱۳۹۲). «تأثیر مالکان نهادی عمده بر ارزش شرکت»، دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، ۶(۲۰)، صص ۷۹-۸۹.
۲. تقوی، مهدی؛ فرهاد غفاری؛ سید یاسر غیبی (۱۳۸۹). «اثر بحران مالی غرب بر بورس اوراق بهادار تهران»، دانش مالی تحلیل اوراق بهادار (مطالعات مالی)، ۳(۱)، صص ۱۳۷-۱۶۰.
۳. حاجیها، زهره؛ بهمن سرافراز (۱۳۹۳). «بررسی رابطه بین مسئولیت پذیری اجتماعی شرکت‌ها و هزینه حقوق صاحبان سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، پژوهش‌های تجربی حسابداری، ۲(۱۴)، صص ۱۰۵-۱۲۳.
۴. حساس یگانه، یحیی؛ قدرت الله برزگر (۱۳۹۱). «مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها، سیر تکامل مفاهیم و تعاریف»، حسابدار رسمی، ۱۷(۲۹)، صص ۲۲-۳۱.
۵. \_\_\_\_\_ (۱۳۹۴). «مدلی برای افشای مسئولیت اجتماعی و پایداری شرکت‌ها و وضعیت موجود آن در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار ایران»، بورس اوراق بهادار، ۸(۲۹)، صص ۹۱-۱۱۰.
۶. دارابی، رؤیا؛ محمود داوودخانی (۱۳۹۴). «تأثیر معاملات با اشخاص وابسته بر ارزش شرکت»، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، ۷(۲۸)، صص ۱۳۱-۱۵۲.
۷. دموری، داریوش؛ زهره عارف‌منش؛ خلیل عباسی موصولو (۱۳۹۰). «بررسی رابطه بین هموارسازی سود، کیفیت سود، و ارزش شرکت در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، پژوهش‌های حسابداری مالی، ۳(۱)، صص ۳۹-۵۴.
۸. رضایی، فرزین؛ عبدالله پیری (۱۳۹۰). «تأثیر ساختار مالکیت، ساختار سرمایه، و نقدینگی بر ارزش بازار شرکت‌ها»، حسابداری مالی و حسابرسی، ۳(۱۱)، صص ۱۵۵-۱۷۴.
۹. زنجیردار، مجید؛ اشرف معتمد؛ سید مصطفی سجادی (۱۳۸۹). «ارزیابی کفایت متغیرهای ریسک سیستماتیک، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار، اندازه شرکت، نسبت قیمت به درآمد، نسبت درآمد به قیمت، بازده بازار، بازده بدون ریسک و صرف ریسک بازار در تبیین بازده واقعی سهام در بازار سرمایه ایران»، مدیریت صنعتی دانشکده علوم انسانی دانشگاه آزاد اسلامی، ۵(۱۱)، صص ۱۳۷-۱۵۱.

۱۰. سرلک، نرگس؛ امید فرجی؛ مصطفی ایزدپور؛ زهرا جودکی چگنی (۱۳۹۷). «بیش‌اعتمادی مدیران و نگاه‌داشت وجه نقد با تأکید بر نقش تعدیل‌کننده کیفیت حسابرسی»، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۲۵(۲)، صص ۱۹۹-۲۱۴.
۱۱. صفری گرایلی، مهدی (۱۳۹۷). «مسئولیت‌پذیری اجتماعی و ارزش‌گذاری بازار از نگاه‌داشت وجه نقد شرکت»، راهبرد مدیریت مالی، ۶(۲۰)، صص ۱۶۳-۱۸۳.
۱۲. صنوبر، ناصر؛ بهنام حیدریان (۱۳۹۰). «شناسایی و اولویت‌بندی عوامل مؤثر بر مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها در ایران»، جامعه‌شناسی اقتصادی و توسعه، ۱(۱)، صص ۷۱-۸۹.
۱۳. صنوبر، ناصر؛ محمد خلیلی؛ حامد ثقفیان (۱۳۹۰). «بررسی رابطه بین مسئولیت‌پذیری اجتماعی با عملکرد مالی شرکت‌ها»، کاوش‌های مدیریت بازرگانی، ۲(۴)، صص ۲۸-۵۲.
۱۴. فلاح، علی؛ سینا کرمی (۱۳۹۵). «بررسی رابطه مسئولیت اجتماعی با عملکرد مالی و غیرمالی شرکت (مطالعه موردی: شرکت‌های صنعتی استان گلستان)»، پنجمین کنفرانس بین‌المللی حسابداری و مدیریت و دومین کنفرانس کارآفرینی و نوآوری‌های باز.
۱۵. قالیباف اصل، حسن؛ محبوبه ناطقی (۱۳۸۵). «بررسی کارآیی در سطح ضعیف در بورس اوراق بهادار تهران (بررسی زیربخش‌های بازار)»، تحقیقات مالی، ۸(۲۲)، صص ۴۷-۶۶.
۱۶. کاشانی پور، محمد؛ غلام‌رضا جندقی؛ محمد رحمانی (۱۳۹۷). «بررسی رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی با افشای اطلاعات پایداری شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران»، پژوهش‌های تجربی حسابداری، ۸(۱)، صص ۱۱-۳۱.
۱۷. کیوان‌لو، احسان؛ علی‌رضا بابایی؛ محمد بابایی (۱۳۹۴). «رابطه بین مسئولیت اجتماعی و عملکرد مالی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران»، بورس، ۱۲۸، صص ۸۹-۹۱.
۱۸. گجراتی، دامودار (۱۳۸۶). مبانی اقتصادسنجی، مترجم: حمید ابریشمی، تهران، انتشارات دانشگاه تهران.
۱۹. گروسی، حبیب‌الله؛ ناصر ایزدی‌نیا؛ محسن دستگیر (۱۳۹۷). «تأثیر رتبه مسئولیت‌پذیری اجتماعی بر برآورد سرمایه‌گذاران از ارزش بنیادی شرکت»، مدیریت توسعه و تحول، ۳۳، صص ۱۷-۳۰.

۲۰. محمدرضایی، فخرالدین؛ امید فرجی (۱۳۹۸). «معمای سنجش کیفیت حسابرسی در پژوهش‌های آرشیوی: نقد و ارائه پیشنهادات برای فضای پژوهشی ایران»، *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۲۶(۱)، صص ۸۷-۱۲۲.
۲۱. محمدرضایی، فخرالدین؛ خسرو منطقی؛ اسماعیل عباسی (۱۳۹۶). «بررسی اثر رکود تورمی بر مدیریت سود واقعی و تعهدی»، *حسابداری مدیریت*، ۱۰(۳۳)، صص ۱۲۳-۱۳۸.
۲۲. محمدرضایی، فخرالدین؛ محمدرضا مهربان پور (۱۳۹۵). «نوع گزارش و تعداد بندهای حسابرسی، اثر رتبه مؤسسات حسابرسی معتمد سازمان بورس و اوراق بهادار»، *دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت*، ۵(۱۷)، صص ۶۵-۷۷.
۲۳. مران‌جوری، مهدی؛ راضیه علی‌خانی (۱۳۹۳). «افشای مسئولیت اجتماعی و راهبری شرکتی»، *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۲۱(۳)، صص ۳۲۹-۳۴۸.
۲۴. معبادی، مجید؛ فرهاد دهدار؛ محمدرضا عبدلی؛ محسن دارایی (۱۳۹۳). «تحقیقی پیرامون ارتباط بین نگاه‌داشت نقدینگی و ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در شرایط عدم تقارن اطلاعاتی»، *دانش حسابرسی*، ۱۴(۵۵)، صص ۱۵۱-۱۷۴.
۲۵. مهرانی، ساسان؛ سونا نوروزی (۱۳۹۴). «بررسی اثر حاکمیت شرکتی بر ارتباط بین ارزش شرکت و مدیریت سود»، *دانش حسابداری مالی*، ۲(۳)، صص ۱۰۵-۱۲۲.
۲۶. ندری، کامران؛ سید محمدرضا حسینی (۱۳۹۴). «تأثیر حمایت از حقوق مالکیت سهامداران خرد بر ارزش بازار سرمایه کشورهای منتخب با استفاده از روش پانل دیتا، توصیه‌هایی برای قوانین و مقررات بازار سرمایه ایران»، *تحقیقات مالی اسلامی*، ۴(۲)، صص ۱۵۹-۱۸۶.
۲۷. نمازی، محمد؛ فاطمه مقیمی (۱۳۹۷). «تأثیر نوآوری و نقش تعدیلی مسئولیت‌پذیری اجتماعی بر عملکرد مالی شرکت‌ها در صنایع مختلف»، *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۲۵(۲)، صص ۲۸۹-۳۱۰.

## References

1. Adams, C. & Zutshi, A. (2004). Corporate social responsibility: Why business should act responsibly and be accountable. *Australian Accounting Review*, 14(34), pp. 31-39.
2. Adams, C. A. (2002). Internal organisational factors influencing corporate social and ethical reporting: beyond current theorising. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 15(2), pp. 23-50.

3. Almaharog, Y., Aribi, Z. A., Arun, T. (2018). Earnings management and corporate social responsibility: UK evidence. *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 16(2), pp. 311-332.
4. Ball, R., Jayaraman, S., Shivakumar, L. (2012). Audited financial reporting and voluntary disclosure as complements: a test of the confirmation hypothesis. *Journal of accounting and economics*, 53(2), pp. 136-166.
5. Bansal, P. (2005). Evolving sustainably: A longitudinal study of corporate sustainable development. *Strategic Management Journal*, 26(3), pp. 197-218.
6. Barnett, M. L. (2007). Stakeholder influence capacity and the variability of financial returns to corporate social responsibility, *Academy of Management Review*, 32(3), pp. 794-816.
7. Baumol, W. J. (1959). *Business behavior, value and growth*, Macmillan, New York.
8. Bebchuk, L. A., Cohen, A., Ferrell, A. (2009). What matters in corporate governance?. *Review of Financial Studies*, 22, pp. 783-827.
9. Berger, P. G., Ofek, E., Yermack, D. L. (1997). Managerial entrenchment and capital structure decisions. *The Journal of Finance*, 52 (4), pp. 11-38.
10. Cespa, G. & Cestone, G. (2007). Corporate social responsibility and managerial entrenchment. *Journal of Economics & Management Strategy*, 16(3), pp. 41-71.
11. Chang, B. & Hong, H. (2019). Selection versus talent effects on firm value. *Journal of Financial Economics*, 133(3), pp. 751-763.
12. Chen, M. C., Cheng, S. J., Hwang, Y. (2005). An empirical investigation of the relationship between intellectual capital and firms' market value and financial performance. *Journal of Intellectual Capital*, 6(2), pp. 59-76.
13. Chieh-Tse Hou, 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.
14. Cline, B. N., Walkling, R. A., Yore, A. S. (2018). The consequences of managerial indiscretions: Sex, lies, and firm value, *Journal of Financial Economics*, 127, pp. 389-415.
15. Dagiliene, L. (2013). The influence of corporate social reporting to companys value in a developing economy. *Procedia Economics and Finance*. 5, pp. 212-221.
16. Damoori, D., Arefmanesh, Z., Abasi Muselo, KH. (2011). Investigating the relation between income smoothing, earnings quality and firm value. *Financial Accounting Researches*, 3(1), pp. 39-54. (in Persian)
17. Darabi, R. & Davoodkhani, M. (2016). The effect of transactions with related parties on firm's value. *The Financial Accounting and Auditing Researches*, 7(28), pp. 131-152. (in Persian).
18. Davidson, W. N., Xie, B., Xu, W. (2004). Market reaction to voluntary announcements of audit committee appointments: The effect of financial expertise. *Journal of Accounting and Public Policy*, 23(4), pp. 79-93.
19. Dechow, P. M., Sloan, G. R., Sweeney, A. P. (1995). Detecting earnings management. *Accounting Review*, 70(2), pp. 193-225.
20. Fallah, A. & Karami, S. (2017). Investigating the Relationship between Corporate Responsibility and Corporate Financial & Non-financial Performance. Case Study:

- Industrial Companies of Golestan Province, *5th International Conference on Accounting & Management & the Second International Conference on Entrepreneurship and Open Innovation*. (in Persian)
21. Ferrero, J. M., Peramato, O. V., Sanchez, I. M. G. (2017). Can investors identify managerial discretion in corporate social responsibility practices? The moderate role of investor protection. *Australian Accounting Review*, 27(1), pp. 4-16.
  22. Font, X., Guix, M., Bonilla-Priego, M. J. (2016). Corporate social responsibility in cruising: using materiality analysis to create shared value. *Tourism Management*, 53, pp. 175-186.
  23. Garousi, H., Izadinia, N., Dastgir, M. (2018). Impact Rating of Social Responsibility on Investors' Estimates of Company Fundamental Value. *Journal of Development Evolution Management*, 33, pp. 17-30. (in Persian)
  24. Ghalibaf Asl, H. & Nateghi, M. (2006). studying efficiency in weak level in Tehrans' securities exchange. *Financial /Research Journal*, 8(22), pp. 47-66. (in Persian)
  25. Gujarati, D. (2007). *Fundamentals of Econometrics*. Translated by: Hamid Abrishami, Tehran: Tehran University Press. (in Persian)
  26. Hajiha, Z. & Sarfaraz, B. (2015). The Relation between Corporate Social Responsibility and Cost of Equity Capital of Firms Listed in Tehran Stock Exchange. *Journal of Empirical Research In Accounting*, 2(14), pp. 105-123. (in Persian)
  27. Handelman, J. M. & Arnold, S. J. (1999). The role of marketing actions with a social dimension: Appeals to the institutional environment. *Journal of Marketing*, 63(3), pp. 33-48.
  28. Hasan, I., Kobeissi, N., Liu, I., Wang, H. (2018). Corporate social responsibility and firm financial performance: The moderating role of productivity. *Journal of Business Ethics*, 149(3), pp. 671-688.
  29. Hassas-Yegane, Y. & Barzegar, GH. (2015). A model for social responsibility disclosure and lasting of companies and its current situation on those listed in Tehran Stock Exchange. *Journal of Securities Exchange*, 8(29), pp. 91-110. (in Persian)
  30. ----- (2012). Corporate Social Responsibility: Development of Concepts and Definitions. *Official Accountant*, 17(29), pp. 22-31. (in Persian)
  31. Heal, G. (2005). Corporate social responsibility: an economic and financial framework. *The Geneva Papers on Risk and Insurance – Issues and Practice*, 30(3), pp. 387-409.
  32. Hillman, A. J. & Keim, G. D. (2001). Shareholder value, stakeholder management, and social issues: What's the Bottom Line?. *Strategic Management Journal*, 22(2), pp. 25-39.
  33. Hong, Y. & Andersen, M. L. (2011). the relationship between corporate social responsibility and earnings management: An explanatory study. *Journal of Business Ethics*, 104, pp. 461-471.
  34. Ingley, C. B. (2008). Company growth and board attitudes to corporate social responsibility. *International Journal of Business Governance and Ethics*, 4(1), pp. 17-39.
  35. Jamali, D. (2007). The case for strategic corporate social responsibility in developing countries. *Business and Society Review*, 112, pp. 1-27.

36. Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), pp. 23–29.
37. Jones, J. J. (1991). Earnings management during import relief investigations. *Journal of Accounting Research*, 29(2), pp. 193–228.
38. Kashanipour, M., Jandaghi, Gh., Rahmani, M. (2018). Financial Reporting Quality and Sustainability Information Disclosure. *Journal of Empirical Research In Accounting*, 8(1), pp. 11-31. (in Persian)
39. Keivan Loo, E., Babaei, A., Babaei, M. (2016). The Relationship between Social Responsibility and Financial Performance in Companies Listed in Tehran Stock Exchange. *Bourse Magazine*, 128, pp. 89-91. (in Persian)
40. Kim, Y., Park, M. S., Wier, B. (2012). Is earnings quality associated with corporate social responsibility?. *Accounting Review*. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1899071>, accessed 7 March 2016.
41. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R.W. (2002). Investor protection and corporate valuation. *Journal of Finance*, 57, pp. 47–71.
42. Lara, G. J. M., Osma, G. B., Penalva, F. (2012). Accounting conservatism and the limits to earnings management. *Working Papers Series*, pp. 1-55.
43. Li, D., Cao, C., Zhang, L., Chen, X., Ren, Sh., Zhao, Y. (2017). Effects of corporate environmental responsibility on financial performance: The moderating role of government regulation and organizational slack. *Journal of Cleaner Production*. 166(8), pp. 1323-1334.
44. Lourenco, I. C., Castelo, M., Curto, J., Eugenio, T. (2012). How does the market value corporate sustainability performance?. *Journal of Business Ethics*, 108(4), pp. 17–28.
45. Luo, X. & Bhattacharya, C. B. (2006). Corporate social responsibility, customer satisfaction, and market value. *Journal of Marketing*, 70(4), pp. 1–18.
46. Maabadi, M., Dehdar, F., Abdoli, M. R., Daraei, M. (2014). Investigating the Relationship between Liquidity Holdings and the Value of Companies Listed in Tehran Stock Exchange under Information Asymmetry. *Journal of Audit Science*, 14(55), pp. 151-174. (in Persian)
47. Maranjory, M. & Alikhani, R. (2014). Social Responsibility Disclosure and Corporate Governance. *Accounting and Auditing Review*, 3(21), pp. 329-348. (in Persian)
48. McWilliams, A., Siegel, D. S., Wright, P. M. (2006). Corporate social responsibility: Strategic implications. *Journal of Management Studies*, 43(1), pp. 1-18.
49. Mehrani, S. & Noruzi, S. (2015). Examining the effect of corporate governance on the relationship between firm value and earnings management. *The Journal of Financial Accounting Knowledge*, 2(3), pp. 105-122. (in Persian)
50. Mercedes, R. (2016). Social responsibility and financial performance: The role of good corporate governance. *BRQ Business Research Quarterly*, 19(2), pp. 137-151.
51. Mohammad Rezaei, F. & Mohd-Saleh, N. (2016). Audit report lag: the role of auditor type and increased competition in the audit market, *Accounting and Finance*, Accepted manuscript, doi: 10.1111/acfi.12237.
52. Mohammadrezaei, F. & Faraji, O. (2019). The Dilemma of Audit Quality Measuring in Archival Studies: Critiques and Suggestions for Iran's Research Setting. *Accounting and Auditing Review*, 26(1), pp. 87-122. (in Persian)



53. Mohammadrezaei, F. & Mehrabanpour, M. (2016). Audit Firms Ranking and Audit Opinions: Evidence from Iran. *Journal of Accounting Knowledge and Management Auditing*, 5(17), pp. 65-77. (in Persian)
54. Mohammadrezaei, F., Manteghi, Kh., Abbasi, E. (2017). The Effects of Stagflation on Real and Accrual-based Earnings Management. *Management Accounting*. 10(33), pp. 123-138. (in Persian)
55. Moratis, L. & Egmond, M. V. (2018). Concealing social responsibility? Investigating the relationship between CSR, earnings management and the effect of the Industry through quantitative analysis. *International journal of corporate social responsibility*, 3(8), <https://doi.org/10.1186/s40991-018-0030-7>.
56. Nadri, K., & Hosseini, S. M. (2015). The Effect of Protecting Minority Investors on the Capital Market Value in Selected Countries by Using Panel Data Analysis; Corrective Recommendations for Iran's Laws and Regulations. *Islamic Finance Researches*, 2(4), pp. 159-186. (in Persian)
57. Namazi, M. & Moghimi, F. (2018). 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), pp. 289-310. (in Persian)
58. Palmer, J. (1973). The profit-performance effects of the separation of ownership from control in large US industrial corporations. *The Bell Journal of Economics and Management Science*, 4(Spring), pp. 293-303.
59. Petersen, M. A. (2009). Estimating standard errors in finance panel data sets: comparing approaches. *The Review of Financial Studies*, 22(1), pp. 435-480.
60. Poorzamani, Z. & Kharidar, E. (2014). The effect of institutional owners on value of company. *Journal of Financial Knowledge of Security Analysis*, 6(20), pp. 79-89. (in Persian)
61. Preston, L. E. & O'Bannon, D. P. (1997). The corporate social-financial performance relationship. *Business and Society*, 36(4), pp. 19-29.
62. Prior, D., Surroca, J., Tribo, J. A. (2008). Are socially responsible managers really ethical? Exploring the relationship between earnings management and corporate social responsibility. *Corporate Governance: An International Review*, 16(3), pp. 60-77.
63. Rezaei, F. & Piri, A. (2011). The influence of ownership structure, capital structure and cash holding on firm's market value. *The Financial Accounting and Auditing Researches*, 3(11), pp. 155-174. (in Persian)
64. Rowley, T. & Berman, S. (2000). A brand new brand of corporate social performance. *Business & Society*, 39(4), pp. 397-418.
65. Safari Gerayeli, M. (2018). Corporate Social Responsibility and Market Value of Corporate Cash Holdings. *Journal of Financial Management Strategy*, 6(20), pp. 163-183. (in Persian)
66. Saleh, M., Zulkifli, N., Muhamad, R. (2010). Corporate social responsibility disclosure and its relation on institutional ownership: Evidence from public listed companies in Malaysia. *Managerial Auditing Journal*, 25(6), pp. 591-613.

67. Salewski, M. & Zulch, H. (2014). The association between corporate social responsibility (CSR) and earnings quality-Evidence from European blue chips. HHL Working paper series, 112.
68. Sarlak, N., Faraji, O., Ezadpour, M., Joudaki Chegeni, Z. (2018). CEO Over-confidence and Corporate Cash Holdings: Emphasizing the Moderating Role of Audit Quality. *Accounting and Auditing Review*, 25(2), pp. 199-214. (in Persian)
69. Schnepfer, W. D. & Guillen, M. F. (2004). Stakeholder rights and corporate governance: A cross-national study of hostile takeovers. *Administrative Science Quarterly*, 49(2), pp. 63-95.
70. Senobar, N. & Heydariyan, B. (2012). Identifying and Prioritizing Factors Affecting Corporate Social Responsibility in Iran. *Quarterly Journal of Economic Sociology and Development*, 1(1), pp. 71-89. (in Persian)
71. Senobar, N., Khalili, M., Saghafiyani, H. (2012). Investigating relationship between social responsibility and financial performance of companies, *Quarterly scientific research of exploring business management*, 2(4), pp. 28-52. (in Persian)
72. Servaes, H. & Tamayo, A. (2013). The impact of corporate social responsibility on firm value: The role of customer awareness. *Management Science*, 59(5), pp. 1045-1061.
73. Stephanus, R. W., Michelle, D. W., Toto, R. (2014). CSR and financial performance analysis: Evidence from top ASEAN listed companies. *Procedia Social and Behavioral Sciences*, 164(2), pp. 493-500.
74. Stevens, J. M., Steensma, H. K., Harrison, D. A., Cochran, P. L. (2005). Symbolic or substantive document? The influence of ethics codes on financial executives' decisions. *Strategic Management Journal*, 26(2), pp. 81-95.
75. Stulz, R. (1988). Managerial control of voting rights: Financing policies and the market for corporate control. *Journal of Financial Economics*, 20, pp. 25-54.
76. Sundaramurthy, C. (2000). Antitakeover provisions and shareholder value implications: A review and a contingency framework. *Journal of Management*, 26(5), pp. 5-30.
77. Surroca, J. & Tribo, J. A. (2008). Managerial entrenchment and corporate social performance. *Journal of Business Finance & Accounting*, 35(5-6), pp. 48-89.
78. Surroca, J., Tribo, J. A., Waddock, S. (2010). Corporate responsibility and financial performance: The role of intangible resources. *Strategic Management Journal*, 31(5), pp. 63-90.
79. Taghavi, M., Ghaffari, F., Gheybi, Y. (2010). The Impact of the Western Financial Crisis on Tehran Stock Exchange. *Journal of Financial Knowledge of Security Analysis*, 3(1), pp. 137-160. (in Persian)
80. Tangjitprom, N. (2013). The role of corporate governance in reducing the negative effect of earnings management. *International Journal of Economics and Finance*, 5(3), pp. 213-220.
81. Waddock, S. (2003). Stakeholder performance implications of corporate responsibility. *International Journal of Business Performance Management*, 5(2), pp. 14-24.
82. Waddock, S. A. & Graves, S. B. (1997). Corporate social performance-financial performance link. *Strategic Management Journal*, 18(4), pp. 3-19.
83. Wang, Zh. & Sarkis, J. (2017). Corporate social responsibility governance, outcomes, and financial performance. *Journal of Cleaner Production*, 162(3), pp. 1607-1616.

84. Weber, O., Scholz, R. W., Michalik, G. G. (2010). Incorporating sustainability criteria into credit risk management. *Business Strategy and the Environment*, 19(1), pp. 39–50.
85. Williamson, O. E. (1963). Managerial discretion and business behavior. *The American Economic Review*, 53(5), pp. 32–57.
86. Zahra, S. A., Priem, R. L., Rasheed, A. A. (2005). The antecedents and consequences of top management fraud. *Journal of Management*, 31(6), pp. 3–28.
87. Zanjirdar, M., Motamed, A., Sajjadi, S. M. (2010). Evaluating the sufficiency of variables systematic risk, book-to-market ratio of equity, company size, price-to-earnings ratio, earnings-to-price ratio, market rate of return, non-risk return, and risk premium to determine the actual return of stock in iran stock exchange. *Journal of Industrial Management*. 5(11), pp. 151-137. (in Persian)