



## تأثیر افق مالکیت نهادی بر مسئولیت اجتماعی و ارزش سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

فاطمه صراف<sup>۱</sup>

مجتبی کریمی<sup>۲</sup>

فاطمه بشارت پور<sup>۳</sup>

تاریخ دریافت: ۱۴۰۰/۱۰/۲۵ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۰/۱۲/۲۸

### چکیده

سرمایه‌گذاران نهادی با مالکیت بخش قابل توجهی از سهام شرکت‌ها، از نفوذ زیادی در شرکت‌های سرمایه‌پذیر برخوردار هستند و می‌توانند رویه‌های مدیریت را تحت تأثیر قرار دهند. کارکرد درونی مسئولیت اجتماعی و مالکیت نهادی می‌تواند منجر به بهبود جایگاه شرکت، افزایش بازدهی، سودآوری، ارزشمندی و بقای بلندمدت شرکت‌ها شوند. با افشای مسئولیت اجتماعی، می‌توان حمایت مادی و غیرمادی سرمایه‌گذاران نهادی را توسط شرکت‌ها به دست آورد. هدف این پژوهش بررسی تأثیر افق مالکیت نهادی بر مسئولیت اجتماعی و ارزش سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، طی بازه زمانی ۱۳۸۹ الی ۱۳۹۹ است. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد، افق مالکیت نهادی بلندمدت بر مسئولیت اجتماعی و ارزش سهام شرکت‌ها تأثیر مثبت و معنادار دارد. همچنین نتایج بیانگر آن است که افق مالکیت نهادی کوتاه مدت بر مسئولیت اجتماعی و ارزش سهام شرکت‌ها تأثیر منفی و معنادار دارد؛ بنابراین به سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه پیشنهاد می‌گردد به‌منظور سرمایه‌گذاری بهتر با ریسک کمتر به نوع مالکان نهادی شرکت‌ها توجه کنند.

واژه‌های کلیدی: افق مالکیت نهادی، مسئولیت اجتماعی، ارزش سهام شرکت.

طبقه بندی JEL: G32, H14, G23

1. Aznyobe@yahoo.com - گروه حسابداری واحد تهران جنوب، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران. نویسنده مسئول.

2. tabakarimi622@gmail.com - گروه مدیریت مالی، مدرس دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران.

3. f.besharatpour@gmail.com - گروه حسابداری واحد تهران جنوب، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران.

۱- مقدمه

امروزه تأثیر شرکت‌ها بر جامعه یک دغدغه جهانی است و انتظارات ذینفعان از نقش واحدهای تجاری در جامعه، روزبه‌روز بیشتر می‌شود. رسوایی‌های مالی شرکت‌ها و مؤسسات بزرگ در آغاز قرن حاضر، بیانگر شواهدی از رویه‌های تجاری غیرمسئولانه از بعد اجتماعی است. این وقایع، سهامداران، اعتباردهندگان و طرفداران محیط‌زیست را بر آن داشت که علاوه بر ابعاد مالی، به تعهدات واحدهای تجاری در زمینه مسئولیت اجتماعی و افشای آن در بازار سرمایه، بیش‌ازپیش توجه کنند.

بر اساس تئوری حل تعارض، فعالیت‌های CSR<sup>۱</sup> با کاهش تضاد منافع، بین مدیران و مالکان، می‌تواند باعث بهبود، اصلاح اعتبار و افزایش سودآوری شرکت شود که به تبع آن ارزش شرکت نیز افزایش خواهد یافت. در همین حال، تئوری سرمایه‌گذاری بیش‌ازحد، چنین شیوه‌هایی را هزینه‌بر و باعث نگرانی می‌داند. نتایج پژوهش‌های تجربی نیز هر دو تأثیرات مثبت و منفی CSR بر ارزش شرکت را نشان می‌دهند. برای مثال، برد، هال، مُمنته و رگیانی<sup>۲</sup> (۲۰۰۷) و هارجتو و جو<sup>۳</sup> (۲۰۱۵)، نشان دادند 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.

عوامل خارج از شرکت مانند عوامل اقتصادی و اجتماعی، نیز بر ارزش شرکت‌ها که یکی از مورد توجه‌ترین اطلاعات در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران است، مؤثر هستند. در این میان سرمایه‌گذاران نهادی با توجه به مالکیت بخش قابل توجهی از سهام شرکت‌ها، از نفوذ قابل توجهی در شرکت‌های سرمایه‌پذیر برخوردارند و به دنبال راهی برای پیش‌بینی مسئولیت اجتماعی و عوامل تأثیرگذار بر آن هستند. کارکرد درونی مسئولیت اجتماعی و مالکیت نهادی می‌تواند منجر به بهبود جایگاه شرکت و سپس افزایش بازده و سودآوری و درنهایت ارزش و بقای بلند مدت شرکت‌ها می‌شود. با افشای مسئولیت اجتماعی، می‌توان حمایت سهامداران، به‌خصوص سرمایه‌گذاران نهادی را از نظر مادی و غیرمادی (اجتماعی) توسط شرکت‌ها به دست آورد. همچنین می‌تواند در جذب سرمایه‌گذاران نهادی مؤثر باشد (پور علی و حجامی، ۱۳۹۲).

با وجود پژوهش‌های متعددی در رابطه با مسئولیت‌پذیری اجتماعی، هنوز دامنه گزارشگری و افشای مسئولیت‌پذیری اجتماعی برای شرکت‌ها، مشخص نیست. برخی از پژوهشگران حوزه مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها، معتقدند که نظریه یا رویکرد عام پذیرفته‌شده‌ای برای مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها وجود ندارد. آن‌ها مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها را یک مفهوم وسیع و پیچیده و در حال تکامل مستمر می‌دانند که نگرش‌ها و ایده‌های گوناگونی را شامل می‌شود (گادفری و هاج<sup>۴</sup>، ۲۰۰۷). با توجه به موارد مطرح شده، برنامه‌های سهامداران نهادی، به ویژه افق‌های سرمایه‌گذاری متفاوت سهامداران نهادی می‌تواند بر انگیزه‌های نظارتی و شیوه‌ها و تصمیمات مختلف شرکت‌ها تأثیرگذار باشد.

<sup>۱</sup>. Corporate Social Responsibility

<sup>۲</sup>. Hall, Momentè & Reggiani.

<sup>۳</sup>. Harjoto & Jo.

<sup>۴</sup>. Godfrey and Hatch.

با توجه به موارد مطرح شده در این پژوهش تأثیر افق مالکیت نهادی از دیدگاه مالکان نهادی کوتاه‌مدت و مالکان نهادی بلندمدت بر مسئولیت اجتماعی و ارزش شرکت مورد بررسی قرار گرفته و این سؤالات مطرح می‌شود که آیا بین افق مالکیت نهادی و مسئولیت اجتماعی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد؟ همچنین آیا بین افق مالکیت نهادی و ارزش سهام شرکت در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد؟ مقاله حاضر در پنج بخش سازمان‌دهی شده است: پس از مقدمه، ادبیات مرور می‌شود. سپس، روش تحقیق بیان می‌شود. بخش چهارم، شامل یافته‌هاست و بخش پایانی به نتیجه‌گیری و پیشنهادها اختصاص یافته است

## ۲- مروری بر ادبیات پژوهش

در اکثر کشورهای جهان حجم بزرگی از سرمایه‌گذاری‌ها در بازار سرمایه، توسط مالکان نهادی و عمدتاً به شکل غیرمستقیم صورت می‌گیرد. آن‌ها پس‌اندازها و سرمایه‌گذاری‌های کوچک افراد جامعه را جمع‌آوری کرده و سپس سرمایه‌گذاری در طرح‌ها و پروژه‌های تجاری به وسیله مالکان نهادی انجام می‌گردد. این مالکان، در تجزیه و تحلیل اطلاعات حسابداری نسبت به مالکان انفرادی تواناتر هستند و از صورت‌های مالی به‌عنوان محرک برای نظارت بر گزارشگری مالی استفاده می‌کنند. بزرگ‌ترین گروه سهامداران شرکت‌های سهامی عام، سرمایه‌گذاران نهادی هستند و سه دیدگاه متفاوت در این زمینه وجود دارد که عبارت‌اند از:

در فرضیه نظارت کارا، یک نهاد به علت ملاحظات ریسک خود، بیشتر متقاضی نظارت بر مدیران است. البته هزینه‌های نظارت بالاست و سرمایه‌گذاران نهادی بزرگ، فرصت، منابع، تخصص و توانایی نظارت و تأثیرگذاری بر مدیران را دارند.

طبق فرضیه تضاد منافع سرمایه‌گذاران نهادی به علت تضاد منافع به مدیریت کنونی رأی می‌دهند. این رفتار تابعی از ساختار مقررات کنونی است. در فرضیه همسویی راهبردی، سرمایه‌گذاران نهادی با مدیریت کنونی نوعی اتحاد راهبردی به وجود می‌آورند. آن‌ها حفظ نقدینگی سهام خود و تمایل به کسب سود در کوتاه‌مدت را، بر مزایای حاصل از نظارت بر مدیریت به امید کسب سود بیشتر در بلندمدت ترجیح دادند.

مالکیت نهادی از معیارهای راهبردی شرکتی است که به دلیل در اختیار داشتن درصد قابل توجهی از سهام شرکت‌ها و همچنین حرفه‌ای بودن در امر سرمایه‌گذاری، نقش بااهمیتی در شرکت‌ها دارد. سرمایه‌گذاران نهادی برای نظارت بر رویه‌های اتخاذ شده شرکت‌ها انگیزه یکسانی ندارند (بوکانان و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۱۹)

سهامداران نهادی بزرگ، دارای تمرکز بلندمدت بوده و با توجه به حجم سرمایه‌گذاری و توان نظارت بر حوزه مدیریتی و جلوگیری از مدیریت سود، می‌توانند، موجب توجه به حداکثر سازی ارزش بلندمدت سهام شرکت شود. در مقابل سرمایه‌گذاران نهادی کوتاه‌مدت، سهامداران موقتی بوده و در حوزه مدیریتی تأثیرگذار نمی‌باشند. آن‌ها به خرید و فروش سریع و سودهای جاری توجه زیادی دارند که این امر موجب ایجاد انگیزه در مدیران برای

<sup>۱</sup>. Buchanan et al.

جلوگیری از انتشار اخبار کاهنده قیمت سهام می‌گردد. در نتیجه مدیران شرکت‌هایی که دارای مالکان انفرادی بیشتری هستند، انگیزه بالاتری برای دست‌کاری سود دارند.

مطابق با نظریه ریسک‌گریزی، مالکان نهادی، با در نظر گرفتن ریسک و بازده مربوط به هر سرمایه‌گذاری مطرح، به دنبال سرمایه‌گذاری کارآمد و منطقی می‌گردند؛ بنابراین، ممکن است به برنامه‌ها و اقدامات اجتماعی شرکت‌ها به‌عنوان ابزاری برای کاهش ریسک بالقوه بنگرند (وهاب<sup>۱</sup>، ۲۰۱۰). مطابق با این نظریه، تأثیر مسئولیت اجتماعی بر مالکیت مؤسسه مثبت خواهد بود. به عبارتی دیگر، شرکت‌هایی که بیشتر بر روی کسب اعتبار اجتماعی خود سرمایه‌گذاری می‌کنند قادر به جذب مالکیت نهادی بیشتری خواهند بود (وهاب و الساید<sup>۲</sup>، ۲۰۱۵). با حضور روزافزون سهامداران نهادی، محققان آن‌ها را ناظرانی قدرتمند می‌دانند که نتایج نظارت آن‌ها بسیار سودمندتر از سرمایه‌گذاران عادی است (کسکس و مانسی<sup>۳</sup>، ۲۰۱۳).

در ایران معمولاً پاداش مدیران بر اساس عملکرد مالی و سود محاسبه و پرداخت می‌شود. برخی معتقدند که مسئولیت اجتماعی شرکت موجب افزایش عملکرد مالی، ارزش شرکت و در نهایت افزایش سود شرکت و پاداش مدیران می‌شود در مقابل عده‌ای معتقدند مسئولیت اجتماعی شرکت موجب کاهش منابع، افزایش هزینه‌ها و در نهایت کاهش سود شرکت و پاداش مدیران می‌گردد. از دیدگاه نظری، نظریه ذینفعان و اثر موازنه، چارچوب روابط بین مسئولیت‌پذیری، رابطه اجتماعی و عملکرد مالی را مشخص می‌کند. (مولایی ایل ذوله و همکاران، ۱۳۹۹).

تغییرات در ساختار مالکیت همراه با افزایش منافع مالکیت نهادی نظیر بانک‌ها، صندوق‌های سرمایه‌گذاری، شرکت‌های بیمه و صندوق‌های بازنشستگی، محققان را بر آن داشته است تا رابطه بین مسئولیت اجتماعی و مالکیت نهادی را بررسی نمایند (ساندارا مورتی و همکاران<sup>۴</sup>، ۲۰۰۵). این امکان که شرکت‌ها با تغییراتی در رفتار و نگرش‌های سرمایه‌گذاران نسبت به اجتماع و سرمایه‌گذاری بر روی مسئولیت اجتماعی، می‌توانند یک مزیت رقابتی به وجود آورند؛ باعث شده مفهوم مسئولیت اجتماعی جایگاه بالایی در سازمان‌ها به دست آورد. (وهاب و الساید، ۲۰۱۵)

مسئولیت اجتماعی می‌تواند شهرت و اعتبار مطلوبی برای شرکت ایجاد کند که منجر به ارزش‌گذاری بیشتر شرکت در بلندمدت می‌شود. بر اساس دیدگاه حداکثر سازی ارزش ذینفعان، با گسترش وفاداری مشتریان، فروشندگان، کارکنان، بستانکاران و جامعه، برای خودش ارزش بلندمدت خلق می‌کند (فریمن و همکاران<sup>۵</sup>، ۲۰۰۴).

پژوهشگران با استفاده از روش‌های متعدد به بررسی اثر مالکیت نهادی بر مسئولیت اجتماعی و ارزش سهام شرکت پرداخته‌اند. به‌عنوان مثال، محمد رمضان و همکاران (۲۰۲۱) بررسی کردند که چگونه مسئولیت اجتماعی

<sup>1</sup>. Wahba.

<sup>2</sup>. Wahba & Elsayed.

<sup>3</sup>. Kecskes & Mansi.

<sup>4</sup>. Sundaramurthy et al.

<sup>5</sup>. Freeman et al.

شرکت بر عملکرد مالی، ثبات مالی و شمول مالی در بخش بانکداری تأثیر می‌گذارد و دریافته‌اند که مسئولیت اجتماعی و همچنین سن و اندازه بانک، تأثیر مثبتی بر هر سه فاکتور دارد. با این حال، سطح بالای اهرم موجب کاهش شمول مالی و ثبات مالی می‌شود، در حالی که شمول مالی ارتباط منفی با ملموس بودن دارایی‌ها دارد. هوانگ و ارهمجام<sup>۱</sup> (۲۰۱۹) به بررسی رابطه افق مالکیت نهادی، مسئولیت‌پذیری اجتماعی و ارزش شرکت پرداختند. نتایج نشان داد که افق مالکیت نهادی بلندتر، باعث ترفیع در رتبه مسئولیت اجتماعی می‌شوند. همچنین نسبت بالاتری از افق مالکیت نهادی بلند مدت، باعث اثرگذاری بالاتر مسئولیت اجتماعی بر بازده‌های خرید و فروش می‌شود.

بوکانان و همکاران (۲۰۱۹) به بررسی رابطه مسئولیت اجتماعی شرکت، ارزش شرکت و مالکیت نهادی پرداختند. نتایج نشان داد که رابطه بین مسئولیت اجتماعی و ارزش شرکت به سطح مالکیت نهادی بستگی دارد. همچنین تأثیر مالکیت نهادی برای شرکت‌های دارای مسئولیت اجتماعی که ریسک‌های بازپرداخت بدهی زیادی دارند، اهمیت چندانی ندارد.

ارهان و آزگر<sup>۲</sup> (۲۰۱۸) به بررسی رابطه افق سرمایه‌گذاری سهامداران نهادی و سیاست تقسیم سود در کشور انگلستان پرداختند. نتایج نشان داد که افق سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران نهادی بر تصمیم‌های سود سهام شرکت تأثیر می‌گذارد و مؤسسات سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت، (بلند مدت) اثر منفی (مثبت) در سیاست‌های سود سهام دارند. همچنین سرمایه‌گذاران نهادی بلند مدت سود سهام بیشتری را برای افزایش نظارت بر بازار سرمایه ترجیح می‌دهند.

سالواسکی و زالچ<sup>۳</sup> (۲۰۱۷) به بررسی تأثیر مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها بر کیفیت گزارشگری مالی پرداختند. نتایج نشان داد شرکت‌هایی که مدیریت سود بالاتر دارند امتیاز مسئولیت اجتماعی آن‌ها بالاتر است، هرچه میزان محافظه‌کاری بیشتر باشد مسئولیت اجتماعی کمتر و کیفیت اقلام تعهدی تأثیر چندانی بر مسئولیت اجتماعی ندارند. همچنین بین مسئولیت اجتماعی و مدیریت سود رابطه مثبت وجود دارد و بین CSR و کیفیت اقلام تعهدی رابطه معناداری وجود ندارد.

گراس گیل و همکاران<sup>۴</sup> (۲۰۱۶) به بررسی رابطه بین مسئولیت‌پذیری اجتماعی و مدیریت سود پرداختند. نتایج نشان داد که مسئولیت‌پذیری اجتماعی بهتر باعث بهبود کارایی منابع می‌شود که این اثر منفی بر روی مدیریت سود دارد.

آروری و پیجولت<sup>۵</sup> (۲۰۱۵) به بررسی مسئولیت اجتماعی و ارزش وجه نقد پرداختند. نتایج نشان داد که سرمایه‌گذاران ارزش بالاتری از پول نقد را به شرکت‌های یا ضریب مسئولیت اجتماعی بالاتر اختصاص می‌دهند.

<sup>۱</sup> Erhemjants & Huang.

<sup>۲</sup> Erhan & Ozgur.

<sup>۳</sup> Salewski & Zulch.

<sup>۴</sup> Gil Gras et al.

<sup>۵</sup> Arouri & Pijourlet.

چانگ و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۱۵) به بررسی رابطه مالکیت نهادی بلند مدت با نسبت پرداخت سود سهام پرداختند. نتایج نشان داد که رابطه مثبتی بین مالکیت نهادی بلند مدت با نسبت پرداخت سود سهام وجود دارد، این رابطه در شرکت‌هایی با هزینه‌های نمایندگی بالاتر و زمانی که نظارت خارجی کمتر است برجسته‌تر می‌گردد. حساس یگانه و همکاران (۱۳۹۹) ارتباط گزارشگری مسئولیت اجتماعی با ارزش شرکت را مورد تجزیه و تحلیل قرار دادند نتایج به دست آمده نشان دهنده همبستگی مثبت بین ارزش شرکت و امتیاز گزارشگری مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها است. همچنین با در نظر گرفتن هم‌زمان اطلاعات مالی گزارش‌های سالانه و اطلاعات مسئولیت اجتماعی نسبت به توجه صرف به اطلاعات مالی به نحو بهتری تغییرات ارزش سهام را توضیح می‌دهد.

گروسی و همکاران (۱۳۹۹) ارتباط سطح افشای مسئولیت‌پذیری اجتماعی با ارزش بازار شرکت را بررسی کردند و دریافتند که شرکت‌ها با مسئولیت‌پذیری اجتماعی بالاتر، ارزش بازار بیشتر و هزینه سرمایه کمتری دارند ولی جریان نقدی عملیاتی بالاتری ندارند.

عنایت پور شیاوه و همکاران (۱۳۹۹) به بررسی تأثیر مالکیت نهادی بر ارزش و ریسک شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌پردازد. نتایج حاصل تأثیر معنادار مالکیت نهادی بر ارزش و ریسک را تأیید می‌کند.

بیابانی و همکاران (۱۳۹۸) در پژوهشی به بررسی تبیین رابطه رتبه‌بندی مسئولیت‌پذیری اجتماعی و یچئو با عملکرد مالی و ارزش شرکت پرداختند. نتایج حاکی از ارتباط منفی بین رتبه مسئولیت‌پذیری شرکت‌ها بر اساس شاخص‌های مسئولیت اجتماعی و یچئو با ارزش شرکت و رابطه مثبت با عملکرد مالی می‌باشد.

صراف و همکاران (۱۳۹۷) هموارسازی سود، مسئولیت اجتماعی و ارزش شرکت را مورد تجزیه و تحلیل قرار دادند. نتایج بیانگر آن است که بین هموارسازی و مسئولیت اجتماعی با کیوتوبین در شرکت‌های هموارساز پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار با مسئولیت اجتماعی بالا، رابطه معناداری وجود دارد؛ یعنی ارزش، در شرکت‌های هموارساز با مسئولیت اجتماعی بالا، نسبت به شرکت‌های غیر هموارساز با مسئولیت اجتماعی پایین، بیشتر است.

خرمنی مقدم و امیدی پور (۱۳۹۶) به بررسی رابطه بین سهامداران نهادی، فرصت‌های سرمایه‌گذاری و سیاست تقسیم سود شرکت‌ها پرداختند. طبق یافته‌های این پژوهش، بین سهامداران نهادی و سیاست تقسیم سود رابطه معناداری وجود دارد ولی بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و سیاست تقسیم سود رابطه معناداری وجود ندارد.

صراف و همکاران (۱۳۹۴) به تأثیر نوع مالکیت نهادی بر ریسک و ارزیابی عملکرد شرکت در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج نشان می‌دهد که بین مالکیت نهادی و سطح ریسک شرکت یک رابطه منفی و معنادار وجود دارد همچنین بین مالکیت نهادی فعال و سطح ریسک رابطه منفی و معنادار وجود دارد و نیز بین سطح مالکیت نهادی و هر دو معیار عملکرد شرکت رابطه مثبت و معناداری وجود

<sup>۱</sup>. Chang et al.

دارد در حالی که بین مالکیت نهادی فعال و بازده دارایی‌ها رابطه مثبت و معنادار وجود دارد ولی بین متغیر مالکیت نهادی فعال و کیوتوبین رابطه معناداری مشاهده نشد.

حساس یگانه و همکاران (۱۳۹۴) مدلی برای افشاء مسئولیت اجتماعی و پایداری شرکت‌ها و وضعیت موجود آن در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار ایران تدوین نمودند. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که از ۶۰ شاخص سنجش شده در این تحقیق، به طور متوسط ۷۵٪ آن‌ها در گزارش‌های سالانه فعالیت هیئت مدیره شرکت‌های بورسی افشاء نمی‌گردد. از این رو، سطح پایین افشاء ابعاد مسئولیت اجتماعی در شرکت‌های بورسی، نشان دهنده شکاف وضعیت موجود از انتظارات ذی‌نفعان است.

سرلک و کلوانی (۱۳۹۴)، به رابطه بین انواع مالکیت نهادی و محافظه‌کاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج حاکی از این است که هیچ‌گونه رابطه معنی‌داری بین مالکیت‌نهادی مستقل با افق سرمایه‌گذاری بلندمدت و محافظه‌کاری، مالکیت‌نهادی وابسته با افق سرمایه‌گذاری بلندمدت و محافظه‌کاری و نیز مالکیت نهادی با افق سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت و محافظه‌کاری وجود ندارد.

با تحلیل مطالعات پیشین می‌توان دریافت ارتباط متغیرهای پژوهش از جهات مختلف مورد بررسی قرار گرفته اما ارتباط بین متغیرهای پژوهش تاکنون مورد مطالعه قرار نگرفته است؛ بنابراین نوآوری پژوهش حاضر، در افق مالکیت نهادی (کوتاه‌مدت و بلندمدت) و ارتباط آن با متغیرهای دیگر پژوهش است.

### ۳- معرفی و بررسی متغیرهای پژوهش

داده‌های این پژوهش مبتنی بر ارقام و اطلاعات واقعی بازار سهام و صورت‌های مالی شرکت‌هاست که از طریق مراجعه به صورت‌های مالی، یادداشت‌های توضیحی و نرم‌افزارهای ره‌آورد و تدبیر پرداز گردآوری شده است. بازه زمانی پژوهش ده سال، از سال ۱۳۸۹ الی ۱۳۹۹ جامعه آماری این پژوهش متشکل از کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. شرکت‌های مورد بررسی به لحاظ افزایش مقایسه، باید دوره مالی آن‌ها منتهی به پایان اسفندماه بوده و طی بازه زمانی مذکور تغییر سال مالی نداشته باشد و همچنین به دلیل ماهیت خاص فعالیت، جزو صنعت بانک‌ها و مؤسسات مالی و سرمایه‌گذاری نباشد. علاوه بر این کلیه اطلاعات مالی و غیرمالی مورد نیاز از جمله یادداشت‌های همراه صورت‌های مالی، در دسترس باشد. با توجه به محدودیت‌های ذکر شده تعداد ۱۳۸ شرکت برای این پژوهش انتخاب شده است. متغیرهای مورد استفاده و نحوه محاسبه آن‌ها در جدول ۱ ارائه شده است.

به منظور شناخت بیشتر جامعه آماری و متغیرهای مورد مطالعه آمار توصیفی متغیرهای پژوهش در جدول ۲ ارائه گردیده است. ارزش شرکت بیشترین و نوسانات قیمت سهام کمترین انحراف از میانگین را دارند.

جدول ۱ - متغیرهای پژوهش

نوع متغیر	نام متغیر	علامت اختصاری	نحوه محاسبه
مستقل	افق مالکیت نهادی کوتاه مدت و بلند مدت	SIO LIO	بعد از محاسبه میانگین نرخ گردش، مالکان نهادی به دو دسته تقسیم می‌شوند. در صورتی که نرخ بدست آمده آن‌ها بالاتر از میانه نرخ کلی در سال مورد بررسی باشد به‌عنوان مالکان کوتاه مدت (SIO) و اگر نرخ بدست آمده آن‌ها کمتر از میانه نرخ کلی باشد به‌عنوان مالکان بلندمدت در نظر گرفته می‌شوند (LIO) $AVGCR_{k,t} = \frac{1}{4} \sum_{t=0}^3 CR_{k,t-t}$
وابسته	ارزش شرکت	Q. Tobin	که در آن $Q. Tobin_{i,t} = \frac{MVE_{i,t} + be_{i,t}}{TA_{i,t}}$ $MVE_{i,t}$ : ارزش بازار سهام شرکت $i$ سال $t$ ؛ $BVE_{i,t}$ : ارزش دفتری بدهی‌های شرکت $i$ سال $t$ ؛ $TA_{i,t}$ : جمع کل دارایی‌های شرکت $i$ سال $t$ ؛
وابسته	مسئولیت اجتماعی شرکت	CSR	برای اندازه‌گیری مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها از مجموع معیارهای Environment، Diversity و Community استفاده خواهد شد. Community: اگر شرکت برنامه حمایت از آموزش برای اعضای حرفه و یا صنعت و یا جامعه داشته باشد برابر با یک و در غیر این صورت برابر با صفر است. Diversity: از لگاریتم تعداد اعضای هیئت مدیره استفاده می‌شود. Environment: از دو معیار استفاده شده است: -نسبت دارایی‌های ثابت به کل دارایی‌ها -اگر شرکت دارای گواهی‌نامه ISO2014 باشد برابر با یک و در غیر این صورت برابر صفر است.
کنترلی	فروش شرکت	Sales	لگاریتم کل فروش شرکت
	عمر شرکت	Firm Age	لگاریتم طبیعی تعداد سنوات تأسیس شرکت
	نوسانات بازده سهام	Stock Volatility	انحراف معیار سالیانه بازده سهام در طی دوره پژوهش
	اهرم مالی	Leverage	میزان کل بدهی به کل دارایی‌های شرکت
	بحران مالی	Z	عبارت است از امتیاز z آلتمن
کنترلی	تمرکز بازار صنعت	HHI	در این پژوهش میزان این متغیر بر اساس شاخص هرفیندال-هیرشمن و از حاصل جمع توان دوم سهم بازار کلیه بنگاه‌های فعال در صنعت، حاصل می‌شود

منبع: یافته‌های پژوهشگر



جدول ۲ - آمار توصیفی متغیرها در طی دوره پژوهش

متغیر	تعداد	میانگین	میانه	انحراف معیار	واریانس	حداقل	حداکثر
مسئولیت اجتماعی شرکت	۱۳۸۰	۰/۵۹۵۷۶	۰/۵۶۸۹۰	۰/۲۰۶۶۰۷	۰/۰۴۳	۰/۱۷۶	۱/۲۰۵
افق مالکیت نهادی کوتاه مدت	۱۳۸۰	۰/۵۲۹۷۱	۱/۰۰۰۰۰	۰/۴۹۹۲۹۷	۰/۲۴۹	۰/۰۰۰	۱/۰۰۰
افق مالکیت نهادی بلند مدت	۱۳۸۰	۰/۴۷۰۲۹	۰/۰۰۰۰۰	۰/۴۹۹۲۹۷	۰/۲۴۹	۰/۰۰۰	۱/۰۰۰
کیو-توبین	۱۳۸۰	۱/۱۶۵۹۷۲	۱/۴۴۹۶۱	۰/۷۰۴۳۰۲	۰/۴۹۶	۰/۵۸۴	۱/۵۹۸
فروش شرکت	۱۳۸۰	۰/۸۹۶۹۷	۰/۷۸۴۱۵	۰/۶۰۲۰۹۸	۰/۳۶۳	۰/۰۰۰	۶/۱۲۳
عمر شرکت	۱۳۸۰	۰/۸۹۶۹۷	۳/۷۳۷۶۷	۰/۳۹۱۴۲۸	۰/۱۵۳	۲/۳۰۳	۴/۲۲۷
نوسانات بازده سهام	۱۳۸۰	۰/۰۶۸۹۶	۰/۰۵۴۲۷	۰/۰۵۸۲۵۰	۰/۰۰۳	۰/۰۰۰	۱/۵۲۱
اهرم مالی	۱۳۸۰	۰/۶۳۱۲۷	۰/۶۲۴۵۸	۰/۲۴۱۷۵۷	۰/۰۵۸	۰/۰۹۰	۲/۶۵۸
بحران مالی	۱۳۸۰	۰/۵۳۴۷۸	۱/۰۰۰۰۰	۰/۴۹۸۹۷۰	۰/۲۴۹	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰
تمرکز بازار صنعت	۱۳۸۰	۰/۰۸۴۹۷	۰/۰۵۲۸۹	۰/۰۹۹۹۳۷	۰/۰۱۰	۰/۰۰۰	۰/۷۴۰

منبع: یافته‌های پژوهشگر

به‌منظور بررسی ایستایی متغیرها از آزمون لوین، لین و چو<sup>۱</sup>، آزمون ریشه واحد فیشر-دیکی فولر تعمیم‌یافته<sup>۲</sup> و آزمون ریشه واحد فیشر-فلیپس پرون<sup>۳</sup> استفاده شده است. طبق جدول ۳، نتایج این آزمون‌ها نشان می‌دهد که تمامی متغیرها در سطح ۹۹ درصد مانا می‌باشند.

در جدول ۵ نتایج آزمون  $F$  لیمر، نشان می‌دهد احتمال به دست آمده از ۵ درصد کمتر است، پس برای آزمون این فرضیه، داده‌ها باید به روش اثرات تابلویی مورد آزمون قرار گیرند. نتایج آزمون هاسمن، نشان می‌دهد احتمال به دست آمده برای آماره کای دو در مدل از ۵ درصد بیشتر است، لذا هر دو مدل مورد استفاده برای پژوهش، دارای اثرات تصادفی است.

به‌منظور بررسی نرمال بودن توزیع متغیرها از آزمون کلموگروف اسمیرنوف استفاده شده است. نتایج این آزمون نشان می‌دهد که متغیر مسئولیت اجتماعی و ارزش شرکت به‌عنوان متغیر وابسته در سطح ۹۹ درصد غیر نرمال می‌باشند. در ادامه جهت نرمال‌سازی از تبدیل جانسون استفاده شده است. مطابق با جدول ۴ نتایج نشان می‌دهد متغیرهای تبدیل یافته حاصل از تبدیل جانسون نرمال است.

<sup>1</sup> Levin, Lin and Chu

<sup>2</sup> Fisher – Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test (Fisher-ADF)

<sup>3</sup> Fisher-Phillips-Perron (Fisher-PP)

جدول ۳ - آزمون مانایی متغیرها در طی دوره پژوهش

متغیرها	آزمون‌ها	لوین، لین و چو	فیشر - دیکی فولر تعمیم یافته	فیشر - فیلیپس، پرون
مسئولیت اجتماعی شرکت	I(0)	I(0)	I(0)	I(0)
افق مالکیت نهادی کوتاه مدت	I(0)	I(0)	I(0)	I(0)
افق مالکیت نهادی بلند مدت	I(0)	I(0)	I(0)	I(0)
کیو-توبین	I(0)	I(0)	I(0)	I(0)
فروش شرکت	I(0)	I(0)	I(0)	I(0)
عمر شرکت	I(0)	I(0)	I(0)	I(0)
نوسانات بازده سهام	I(0)	I(0)	I(0)	I(0)
اهرم مالی	I(0)	I(0)	I(0)	I(0)
بحران مالی	I(0)	I(0)	I(0)	I(0)
تمرکز بازار صنعت	I(0)	I(0)	I(0)	I(0)

منبع: یافته‌های پژوهشگر

جدول ۴ - آزمون کلموگروف اسمیرنوف بررسی نرمال بودن متغیرهای پژوهش

مقدار احتمال	مقدار Z کلموگروف اسمیرنوف	بیشترین تفاوت			پارامترهای نرمال		تعداد	متغیرها
		منفی	مثبت	قدر مطلق	انحراف معیار	میانگین		
۰/۰۰۰	۰/۰۸۷	-۰/۰۸۷	۰/۰۵۷	۰/۰۸۷	۰/۲۰۶۶۰۷	۰/۵۹۵۷۶	۱۳۸۰	مسئولیت اجتماعی شرکت
۰/۰۰۰	۰/۳۵۷	-۰/۳۵۷	۰/۳۲۶	۰/۳۵۷	۰/۴۹۹۲۹۷	۰/۵۲۹۷۱	۱۳۸۰	افق مالکیت نهادی کوتاه مدت
۰/۰۰۰	۰/۳۵۷	-۰/۳۲۶	۰/۳۵۷	۰/۳۵۷	۰/۴۹۹۲۹۷	۰/۴۷۰۲۹	۱۳۸۰	افق مالکیت نهادی بلند مدت
۰/۰۰۰	۰/۱۳۵	-۰/۱۱۷	۰/۱۳۵	۰/۱۳۵	۰/۷۰۴۳۰۲	۱/۶۵۹۷۲	۱۳۸۰	کیوتوبین
۰/۰۰۰	۰/۱۴۳	-۰/۱۰۵	۰/۱۴۳	۰/۱۴۳	۰/۶۰۲۰۹۸	۰/۸۹۶۹۷	۱۳۸۰	فروش شرکت
۰/۰۰۰	۰/۱۴۹	-۰/۱۴۹	۰/۰۸۱	۰/۱۴۹	۰/۳۹۱۴۲۸	۳/۵۹۸۹۸	۱۳۸۰	عمر شرکت
۰/۰۰۰	۰/۱۲۰	-۰/۱۲۰	۰/۱۰۱	۰/۱۲۰	۰/۰۵۸۲۵۰	۰/۰۶۸۹۶	۱۳۸۰	نوسانات بازده سهام
۰/۰۰۰	۰/۰۶۴	-۰/۰۳۵	۰/۰۶۴	۰/۰۶۴	۰/۲۴۱۷۵۷	۰/۶۳۱۲۷	۱۳۸۰	اهرم مالی
۰/۰۰۰	۰/۳۵۹	-۰/۳۵۹	۰/۳۲۳	۰/۳۵۹	۰/۴۹۸۹۷۰	۰/۵۳۴۷۸	۱۳۸۰	بحران مالی
۰/۰۰۰	۰/۱۹۸	-۰/۱۹۸	۰/۱۶۷	۰/۱۹۸	۰/۰۹۹۹۳۷	۰/۰۸۴۹۷	۱۳۸۰	تمرکز بازار صنعت

منبع: یافته‌های پژوهشگر

جدول ۵- آزمون F لیمر و آزمون هاسمن

مدل مورد استفاده	آماره فیشر مقطعی (کای دو)	مقدار سطح اهمیت	نوع آزمون	پارامترها
اثرات تابلویی	۰/۰۰۰۰	۷/۱۶۹۷	F لیمر	مدل اول
اثرات تصادفی	۰/۷۴۵۱	۴/۹۶۴۷۸	هاسمن	
اثرات تابلویی	۰/۰۰۰۰	۸/۲۱۵۶۹۱	F لیمر	مدل دوم
اثرات تصادفی	۰/۲۳۶۹	۴/۵۵۷۴۱۲	هاسمن	

منبع: یافته‌های پژوهشگر

#### ۴- برآورد الگوی پژوهش

به منظور پاسخگویی به سؤال اول پژوهش از رابطه (۱) برای سؤال دوم از رابطه (۲) استفاده شده است:

$$CSR_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 SIO_{i,t} + \beta_2 LIO_{i,t} + \beta_x X'_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$QTobin_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 SIO_{i,t} + \beta_2 LIO_{i,t} + \beta_x \quad (2)$$

نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل رگرسیون مدل پژوهش برای بررسی سؤال اول پژوهش نشان می‌دهد که ارتباطی منفی و معناداری بین افق مالکیت نهادی کوتاه‌مدت و مسئولیت اجتماعی و رابطه معنادار و مثبت بین افق مالکیت نهادی بلندمدت و مسئولیت اجتماعی وجود دارد که بیان می‌کند افزایش مالکیت نهادی بلندمدت منجر به افزایش مسئولیت اجتماعی شرکت می‌شود. افزایش بحران مالی در شرکت‌ها نیز، به دلیل کاهش منابع، باعث کاهش فعالیت‌های مسئولیت اجتماعی می‌گردد. همچنین شرکت‌های با طول عمر بالاتر، ثبات مالی بیشتری داشته و انگیزه بیشتری برای حفظ اعتبار خود و جذب سرمایه‌گذاران نهادی دارند. این شرکت‌ها تمایل دارند به درخواست‌های ذینفعان خود توجه بیشتری داشته باشند. علاوه بر این، افزایش فروش شرکت موجب ورود نقدینگی به شرکت و منجر به سودآوری می‌گردد. در شرکت‌های سودآور که منابع مالی بیشتری دارند، مسئولیت اجتماعی نیز بیشتر مورد توجه قرار می‌گیرد. میانگین اهرم مالی نشان می‌دهد ۶۳ درصد از دارایی‌های شرکت‌های نمونه آماری از طریق بدهی تأمین شده است. البته اگر شرکت، سرمایه‌گذاری‌های مطلوبی از محل بدهی‌های خود انجام داده باشد به طوری که بازده این سرمایه‌گذاری‌ها از هزینه بهره شرکت بیشتر باشد، آنگاه می‌توان گفت فعالیت‌های شرکت سبب افزایش ثروت سهامداران شده است و لذا ریسک سرمایه‌گذاری در این شرکت‌ها نیز بالطبع کاهش می‌یابد.

جدول ۶ - نتایج برآورد مدل پژوهش

پارامترها	مقدار ضرایب	مقدار t	مقدار احتمال	نتیجه	VIF
مقدار ثابت	-۰/۰۳۵۱۶۲	-۰/۰۶۱۱۲۹	۰/۹۵۱۳	بی‌معنی	-
افق مالکیت نهادی کوتاه مدت	-۱/۱۳e-۰۶	-۲/۰۳۶۹۳۹	۰/۰۰۰۵	معنادار و منفی	۱/۰۲۱
افق مالکیت نهادی بلند مدت	۰/۰۰۰۸۹۵	۳/۵۱۵۲۸۰	۰/۰۰۰۶	معنادار و مثبت	۱/۰۱۹
فروش شرکت	۵/۸۰e-۰۶	۶/۰۶۹۱۷۸	۰/۰۰۰۰	معنادار و مثبت	۱/۰۳۳
عمر شرکت	۰/۳۰۴۷۷	۵/۲۹۰۸۸۵	۰/۰۰۰۰	معنادار و مثبت	۱/۰۳۳
نوسانات بازده سهام	-۴/۲۷E-۰۵	-۰/۰۰۶۱۷۵	۰/۹۹۵۱	بی‌معنی	۱/۰۳۰
اهرم مالی	۰/۰۰۲	۲/۰۶۶	۰/۰۳۹	معنادار و مثبت	۱/۱۲۵
بحران مالی	-۳/۷۸	-۱/۶۷۲۳۵۴	۰/۰۹۵۱	معنادار و منفی	۱/۱۱۴
تمرکز بازار صنعت	-۰/۰۱۵۳۶۱	۰/۳۹۶۹۸۶	۰/۶۹۱۵	بی‌معنی	۱/۰۳۹
مقدار احتمال F	۰/۰۰۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰۰۰	مقدار آماره F		۶/۷۱۸۰۱
ضریب تعیین	۰/۶۴۹۳۰۲	۰/۶۴۹۳۰۲	دوربین واتسون		۱/۹۸۶۹۷

منبع: یافته‌های پژوهشگر

طبق جدول ۶، برای متغیر مالکیت نهادی کوتاه‌مدت، فرض این‌که بین افق مالکیت نهادی کوتاه‌مدت و مسئولیت اجتماعی شرکت، در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنادار و منفی وجود دارد، در سطح اطمینان ۹۵٪ تأیید می‌گردد. یعنی با افزایش یا کاهش یک واحد در افق مالکیت نهادی کوتاه‌مدت، مسئولیت اجتماعی شرکت در جهت معکوس تغییر می‌یابد.

همچنین برای متغیر مالکیت نهادی بلندمدت، فرض مبنی بر این‌که بین افق مالکیت نهادی بلندمدت و مسئولیت اجتماعی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنادار و مثبت وجود دارد، در سطح اطمینان ۹۵٪ تأیید می‌گردد؛ یعنی با افزایش یا کاهش یک واحد در افق مالکیت نهادی بلند مدت، مسئولیت اجتماعی شرکت در جهت مستقیم تغییر می‌یابد.

با توجه به توضیحات مطرح‌شده مدل آماری برازش شده برای متغیر وابسته مسئولیت اجتماعی رابطه (۳) است:

$$CSR_{i,t} = -1.13E - 0.6SIO_{i,t} + 0.000895LIO_{i,t} - 5.80E - 0.6Sales_{i,t} + 0.30477FirmAge_{i,t} + 0.002Leverages_{i,t} - 3.78 - 05Z_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

نتایج برآورد مدل دوم پژوهش به‌منظور پاسخ به سؤال دوم در جدول ۷ گزارش گردیده است. نتایج نشان می‌دهد از بین متغیرهای مورد بررسی، حضور مالکان نهادی بلندمدت در یک شرکت بیشترین تأثیر در افزایش ارزش شرکت را دارد؛ و ارزش شرکت‌هایی که دارای درصد بالاتری از سهامداران نهادی کوتاه‌مدت هستند، رشد کمتری خواهند داشت. همچنین استفاده از اهرم مالی و ورود منابع به شرکت، می‌تواند منجر به افزایش حجم تولید و یا

سرمایه‌گذاری در طرح‌های سودآور شده و افزایش ارزش شرکت را در پی داشته باشد. نوسانات بازده سهام نیز باعث کاهش ارزش شرکت می‌شود. ثبات در رشد ارزش شرکت، در مطلوبیت آن در بین سهامداران، به‌خصوص سهامداران نهادی بلندمدت، اهمیت زیادی دارد.

بنابراین برای متغیر مالکیت نهادی کوتاه‌مدت، این فرض که بین افق مالکیت نهادی کوتاه‌مدت و ارزش سهام شرکت در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه منفی و معنادار وجود دارد، در سطح اطمینان ۹۰٪ تأیید می‌گردد؛ یعنی با افزایش یا کاهش یک واحد در افق مالکیت نهادی کوتاه‌مدت، ارزش شرکت در جهت معکوس تغییر می‌یابد.

همچنین برای متغیر مالکیت نهادی بلندمدت، این سوال که آیا بین افق مالکیت نهادی بلندمدت و ارزش سهام شرکت در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه مثبت و معنادار وجود دارد، در سطح اطمینان ۹۰٪ تأیید می‌گردد؛ یعنی با افزایش یا کاهش یک واحد در افق مالکیت نهادی بلندمدت، ارزش شرکت در جهت مستقیم تغییر می‌یابد.

جدول ۷- نتایج برآورد مدل پژوهش

پارامترها	مقدار ضرایب	مقدار t	مقدار احتمال	نتیجه	VIF
مقدار ثابت	۹/۱۸۲۸۲۵	۲/۰۰۳۴۸۲	۰/۰۴۵۵	معنادار و مثبت	-
افق مالکیت نهادی کوتاه مدت	-۰/۰۰۳۶۹۴	-۱/۹۷۱۰۵۱	۰/۰۴۹۶	معنادار و منفی	۱/۰۴۷
افق مالکیت نهادی بلند مدت	۰/۰۸۶۳۲۵	۳/۲۷۰۳۱۹	۰/۰۰۷۰	معنادار و مثبت	۱/۰۱۸
فروش شرکت	۰/۰۹۶۳۹۳	۰/۸۷۰۶۳۳	۰/۳۸۴۲	معنادار و مثبت	۱/۰۳۰
عمر شرکت	۰/۰۰۲۲۰۴	۰/۲۴۹۹۷۱	۰/۸۰۲۷	بی‌معنی	۱/۰۳۳
نوسانات بازده سهام	-۰/۴۶۲۷۳۹	-۲/۴۰۶۹۹۹	۰/۰۰۰۰	معنادار و منفی	۱/۰۶۴
اهرم مالی	۰/۰۱۳۲۴۰	۲/۸۰۵۵۷۶	۰/۰۰۱۳	معنادار و مثبت	۱/۰۱۷
بحران مالی	۰/۰۱۲۰۶۴	۰/۸۰۰۱۶۵	۰/۴۲۴۰	بی‌معنی	۱/۰۱۸
تمرکز بازار صنعت	-۰/۵۹۹۱۵۴	-۶/۶۰۰۷۷۰	۰/۰۰۰۰	معنادار و منفی	۱/۱۱۴
مقدار F		۵/۰۲۹۷۹۷	مقدار احتمال F		۰/۰۰۲۵۶۳
ضریب تعیین		۰/۲۰۵۷۸۰	دوربین واتسون		۲/۱۵۷۷۴۱

منبع: یافته‌های پژوهشگر

با توجه به توضیحات مطرح شده مدل آماری برازش شده برای متغیر وابسته ارزش سهام شرکت رابطه (۴) است:

$$Q\_Tobin_{i,t} = 9.182825 - 0.003694SIO_{i,t} + 0.086325LIO_{i,t} - 0.462739StkVolatility_{i,t} + 0.013240Leverage_{i,t} - 0.599154HHI_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

## ۵- نتیجه‌گیری و پیشنهادات

امروزه با گسترش فعالیت‌های اقتصادی و پیشرفت بازار سرمایه و توجه سرمایه‌گذاران نهادی بلندمدت به وضعیت شرکت‌ها، تأثیر مؤلفه‌های رفتاری بر متغیرهای حسابداری از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است. نتایج پژوهش بیانگر وجود رابطه معناداری بین افق مالکیت نهادی بر مسئولیت اجتماعی و ارزش شرکت است. این نتایج مبنایی برای هم‌سویی منافع مدیریت با منافع سهامداران در راستای حداکثر سازی ارزش شرکت است. وجود سرمایه‌گذاران نهادی بزرگ به دلیل افزایش نظارت مؤثر بر شرکت، اثر مثبت بر مسئولیت اجتماعی و ارزش شرکت خواهد داشت. چرا که این سرمایه‌گذاران انگیزه و توانایی نظارت کارآمد بر افراد درون سازمان را دارند، بنابراین احتمال اخذ تصمیمات غیر بهینه آن‌ها و مسئله نزدیک‌بینی مدیریت کاهش می‌یابد به‌نحوی که برای مدیران امکان سرمایه‌گذاری در پروژه‌های سودآور بلندمدت را فراهم می‌نماید. همچنین تخصص و منابع لازم برای نظارت بر شرکت در اختیار مالکان نهادی است، آن‌ها به ارزش ذاتی شرکت توجه دارند و به‌عنوان حاکمیت شرکتی عمل می‌کنند.

وجود رابطه مثبت و معنادار بین افق مالکیت نهادی بلندمدت بر مسئولیت اجتماعی و ارزش سهام شرکت، بیان می‌کند که سرمایه‌گذاران بلندمدت نسبت به مسئولیت اجتماعی بی‌تفاوت نبوده و از آن به‌عنوان یک مزیت اطلاعاتی استفاده می‌کنند. این امر موجب می‌شود که این سهامداران، محرک‌هایی برای بهبود عملکرد اجتماعی و ارزش شرکت داشته باشند و پرتفوی خود را به‌صورت فعال مدیریت نمایند همچنین مدیران را به اخذ تصمیمات بهینه در زمینه‌های اجتماعی و عملکرد شرکت ترغیب کنند؛ به عبارت دیگر وجود دید بلندمدت در سرمایه‌گذاری سهامداران نهادی، موجب بهبود عملکرد اجتماعی و افزایش ارزش شرکت است. نکته دیگر این است که اندازه و عمر شرکت با متغیر مالکیت نهادی رابطه مستقیم و معناداری دارد. سهامداران نهادی، سرمایه‌گذاری در شرکت‌های بزرگ و معتبر قدیمی را ترجیح می‌دهند. چرا که ریسک ورشکستگی و خطرات مالی کمتری آن‌ها را تهدید می‌کند.

در شرکت‌هایی که دارای سرمایه‌گذاران کوتاه‌مدت بیشتری هستند، مدیران انگیزه بالاتری برای دست‌کاری سود دارند؛ به عبارت دیگر، در این شرکت‌ها به احتمال قوی‌تر می‌توان به دنبال رد پای استفاده از اقلام تعهدی برای مدیریت سود بود؛ که این امر موجب کاهش کیفیت اقلام تعهدی، افشای مسئولیت اجتماعی و ارزش شرکت‌ها می‌شود. این نوع سرمایه‌گذاران جذب شرکت‌هایی با افشای کمتر مسئولیت اجتماعی می‌شوند، چرا که شرکت‌هایی که افشای مسئولیت اجتماعی بالاتری دارند نسبت به سایرین، تأکید بیشتری بر اثرات بلندمدت تصمیمات خود دارند. افشای این اطلاعات در دوره‌های کوتاه‌مدت، شرکت‌ها را با هزینه‌هایی روبرو می‌کند که باعث افزایش ریسک سرمایه‌گذاری در شرکت می‌شود، چون که منافع این هزینه‌ها در کوتاه‌مدت نصیب سرمایه‌گذاران نمی‌شود. ولی در صورت داشتن چشم‌انداز بلندمدت، مسئولیت اجتماعی، نه به‌عنوان یک سیاست هزینه‌بر که می‌تواند برای شرکت یک سرمایه‌گذاری اجتماعی تلقی شده و جایگاه و ارزش شرکت را در بین گروه صنعت افزایش دهد.

به‌طور کلی نتایج نشان می‌دهد که سطح افشای مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت‌ها جزء اطلاعات مربوط به شمار می‌آید. هر چقدر دیدگاه سرمایه‌گذاران نهادی بلندمدت‌تر باشد، شرکت‌ها مسئولیت‌پذیری اجتماعی و ارزش بالاتری دارند که این موضوع مورد توجه تمام ذینفعان خواهد بود. به بیان دیگر، سرمایه‌گذاران نهادی با آگاهی از رتبه مسئولیت‌پذیری اجتماعی، آن را در تصمیم‌های خود لحاظ کرده و به شرکت‌هایی که رتبه مسئولیت‌پذیری اجتماعی بالاتری دارند، جهت سرمایه‌گذاری، ارزش بیشتری می‌دهند. بنابراین، سهامداران نهادی به‌عنوان یکی از سازوکارهای مهم نظام راهبری شرکت‌ها، می‌توانند نقش‌ها و کارکردهای مهمی در بازار سرمایه داشته باشند. کانون سهامداران نهادی نیز می‌تواند با انتشار بیانیه‌های لازم در رابطه با نحوه فعالیت این سهامداران در بازار سرمایه و نیز ارائه آموزش‌های لازم در این زمینه، باعث ارتقا نقش و جایگاه سهامداران نهادی در بازار سرمایه کشورمان گردد. همچنین، مدیران و متصدیان بازار سرمایه، با اتخاذ سیاست‌های مناسب، در جهت شفاف‌سازی فضای اطلاعاتی بازار و کاهش عدم تقارن اطلاعاتی، بستری مناسب برای افزایش سرعت افشای اطلاعات در بازار سرمایه را فراهم کنند. این اقدام، کارایی اطلاعاتی و به‌تبع آن کارایی بازار سرمایه را به دنبال خواهد داشت.

به فعالان بازار سرمایه، تصمیم‌گیرندگان، تحلیلگران مالی و سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار نیز پیشنهاد می‌شود در شرکت‌هایی سرمایه‌گذاری نمایند که از سطوح بالای مالکیت نهادی نسبت به سایر شرکت‌ها برخوردار باشند؛ چرا که این شرکت‌ها از درمادگی مالی کمتری نسبت به سایر شرکت‌ها برخوردار و وضعیت بهتری دارند. همچنین در تحلیل طرح‌های سرمایه‌گذاری به ترکیب، چشم‌انداز و استراتژی‌های معاملاتی سرمایه‌گذاران نهادی شرکت‌ها و روابط بین مدیریت گزارشگری مالی و مسئولیت اجتماعی، توجه داشته باشند؛ لحاظ این عوامل مهم منجر به انتخاب سبد سرمایه‌گذاری بهینه با کمترین مخاطره و بیشترین بازدهی می‌گردد، ضمن آن‌که شفافیت محیط تصمیم‌گیری و نتایج حاصل را نیز دو چندان می‌نماید. مدیران نیز می‌توانند به مسئولیت‌پذیری اجتماعی، به‌عنوان یک عامل جهت بقای سازمان در بلندمدت، توجه بیشتری داشته و سیاست‌های مؤثر مربوط به مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها که برای به حداکثر رساندن ثروت در بلندمدت ضروری می‌دانند را توسعه داده و برای شرکت‌ها در زمینه نقش مسئولیت اجتماعی در کسب منافع آتی، بینشی را فراهم کنند.

فهرست منابع

- ۱) بیابانی، میلاد، لشگری، زهرا، یعقوب نژاد، احمد، حیدرپور، فرزانه. (۱۳۹۹). تبیین رابطه رتبه بندی مسئولیت پذیری اجتماعی ویجنو با عملکرد مالی و ارزش شرکت. دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت، ۹(۳۴)، ۱۵۶-۱۴۵.
- ۲) پورعلی، محمدرضا، حجامی، محدثه. (۱۳۹۲). بررسی رابطه بین افشای مسئولیت اجتماعی و مالکیت نهادی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت، ۳(۱۰)، ۱۵۰-۱۳۵.
- ۳) حاجیهها، زهرا و چناری بوکت، حسن. (۱۳۹۵). مسئولیت پذیری اجتماعی شرکت و چولگی بازده سهام. حسابداری ارزشی و رفتاری، ۱، ۰۱، ۰۱، ۷۷-۹۸.
- ۴) حساس یگانه، یحیی، سهرابی، حسینعلی، غواصی کناری، محمد. (۱۳۹۹). ارتباط گزارشگری مسئولیت اجتماعی با ارزش شرکت. پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، ۱۲(۴۵)، ۲۰-۱.
- ۵) حساس یگانه، یحیی و برزگر، قدرت اله. (۱۳۹۴). مدلی برای افشای مسئولیت اجتماعی و پایداری شرکت‌ها. فصلنامه بورس اوراق بهادار، ۸، ۲۹، ۰۸، ۹۱-۱۱۰.
- ۶) حساس یگانه، یحیی، برزگر، قدرت اله. (۱۳۹۱). مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها سیر تکامل و تعاریف. حسابدار رسمی، ۲۲، ۱۷-۳۱.
- ۷) خرمی مقدم، فرشته، امیدی پور، رضا. (۱۳۹۶). بررسی رابطه بین سهامداران نهادی، فرصت‌های سرمایه‌گذاری و سیاست تقسیم سود شرکت‌ها. پایان نامه کارشناسی ارشد، مؤسسه آموزش عالی مولوی.
- ۸) سرلک، نرگس، کلوانی، داود. (۱۳۹۴). رابطه بین انواع مالکیت نهادی و محافظه کاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پژوهش‌های تجربی حسابداری، ۵(۱)، ۱۶۴-۱۴۹.
- ۹) عباسی آقا ملکی، حامد، عبدلی، قهرمان، سوری، علی، ابراهیمی، محسن. (۱۳۹۷). تأثیر نوآوری بر نوسانات سهام شرکتهای داروسازی بورس اوراق بهادار تهران. اقتصاد مالی، ۱۲(۴۵)، ۴۹-۲۷.
- ۱۰) عنایت پور شیاده، ابراهیم، قلی پور پاشا، مهدی، درخشان، جواد، فرقانی، ابوالقاسم. (۱۳۹۹). تأثیر مالکیت نهادی بر ارزش و ریسک شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. چشم انداز حسابداری و مدیریت، ۳(۲۳)، ۱۶-۲۶.
- ۱۱) گروسی، حبیب اله، ایزدی نیا، ناصر، دستگیر، محسن. (۱۳۹۹). تأثیر سطح افشای مسئولیت پذیری اجتماعی بر ارزش بازار شرکت. پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، ۱۲(۴۶)، ۷۶-۵۱.
- ۱۲) مرادی رامز، زهرا، سهرابی، شهلا. (۱۳۹۷). بررسی رابطه سهامداران نهادی به عنوان مالک و مدیر بردرماندگی مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. اقتصاد مالی، ۱۲(۴۴)، ۸۷-۱۰۲.



۱۳) مولایی ایل ذوله، علی، نوراله زاده، نوروز، جعفری، سیده محبوبه، دارابی، رویا. (۱۳۹۹). بررسی رابطه مسئولیت اجتماعی شرکت و پاداش مدیران باگزارشگری متهورانه مالیاتی. اقتصاد مالی، ۱۴(۵۲)، ۱۰۱-۱۲۸.

- 14) Arouri, M and Pijourlet. (2015). CSR Performance and the Value of Cash Holdings: International Evidence, *Journal of Business Ethics*, Vol 140, Issue 2, pp. 263-284.
- 15) Attig, N., Cleary, S., El Ghouli, S., & Guedhami, O. (2013). Institutional investment horizons and the cost of equity capital. *Financial Management*, 42(2), 441-477.
- 16) Bird, R., Hall, A. D., Momentè, F., & Reggiani, F. (2017). What corporate social responsibility activities are valued by the market? *Journal of Business Ethics*, Vol. 78(2), PP. 127-218.
- 17) Buchanan, B., Cao, C. X., & Chen, C. (2019). Corporate social responsibility, firm value, and influential institutional ownership. *Journal of Corporate Finance*, Vol. 22, PP. 73-72
- 18) Chang, Yen-cheng, Harrison, Hang, Inessa, Liskovich, (2015), Regression discontinuity and the price effects of stock market indexing, *Review of Financial Studies*, 28, PP, 212-246.
- 19) Chen, X., Harford, J., Li, K., (2007). Monitoring: Which institutions matter? *Journal of Financial Economics* 86, 279-305.
- 20) Erhan Kilincarslan, Ozgur Ozdemir, (2018), Institutional investment horizon and dividend policy: An empirical study of UK firm, *Finance Research Letters*, Volume 24, PP, 291-300.
- 21) Erhemjamts, otgontsetseg & Kershen, Huang, (2019), Institutional Owner Horizon, Corporate Social Responsibility and Shareholder Value, *Journal of Business Research*, for the coming.
- 22) Gaspar, J. M., Massa, M., Matos, P., Patgiri, R., & Rehman, Z. (2013). Payout policy choices and shareholder investment horizons. *Review of Finance*, 17(1), 261-320.
- 23) Gil Gras, Ester, Palacios, Manzona, Joaquin, Hernandez, (2016), Investigating the relationship between corporate social responsibility and earnings management: Evidence from Spain, *BRQ Business Research Quarterly*, Vol, 19(4), PP, 289-299.
- 24) Godfrey, P. C. & Hatch, N. W. (2007), Researching Corporate Social Responsibility: An Agenda for the 21st Century, *Journal of Business Ethics*, 70, 87- 98.
- 25) Harford, J., Keckes, A., Mansi, S., (2013). Investor horizons and corporate cash holdings. Working paper, University of Washington
- 26) Harjoto, M. A., & Jo, H. (201۰). "Legal vs. normative CSR: Differential impact on analyst dispersion, stock return volatility, cost of capital, and firm value". *Journal of Business Ethics*, Vol. 122(1), PP. 1-21.
- 27) Jory, R, Ngo, T, & Sakaki, H.(2017), Institutional Ownership Stability and Dividend Payout Policy, *Managerial Finance*, 1-11.
- 28) Muhammad, R. & Muhammad, A. & Muhammad, A. (2021), How does corporate social responsibility affect financial performance, financial stability, and financial inclusion in the banking sector, *Research in International Business and Finance*, Research, for the coming.
- 29) Kim, Y, Park, M.S, & Wier, B, (2012), Is earnings quality associated with corporate social responsibility?, *The Accounting Review*, 87(3), PP, 761-796.
- 30) Salewski, Marcus, Zulch, Hening, (2017), The Responsibility and Earnings Quality, papers, SSRN.com.
- 31) Sundaramurthy, C., Rhoades, D., & Rechner, P. (2005). A meta-analysis of the effects of executive and institutional ownership on firm performance. *Journal of Managerial Issues*, 15, 494-510.

۱۹۰ / تأثیر افق مالکیت نهادی بر مسئولیت اجتماعی و ارزش سهام شرکت‌های پذیرفته شده در ... / فاطمه صراف و همکاران

---

- 32) Wahba, H. (2010). How do institutional shareholders manipulate corporate environmental strategy to protect their equity value? A study of the adoption of ISO 14001 by Egyptian firms. *Business Strategy and the Environment*, 19, 8, 495- 511.
- 33) Wahba, Hayam; Elsayed, Khaled. (2015). The Mediating Effect of Financial Performance on the Relationship between Social Responsibility and Ownership Structure. *Future Business Journal*

**The Effect of Institutional Ownership Horizon on Social Responsibility and Stock Value of Companies Listed on the Tehran Stock Exchange**

Fatemeh Sarraf<sup>1</sup>  
Mojtaba Karimi<sup>2</sup>  
Fatemeh Besharatpour<sup>3</sup>

Received: 15/ January /2021 Accepted: 19/ March /2021

**Abstract**

Institutional investors with a significant shareholding in corporate stocks have a lot of influence in investable companies and can influence the practices of managers. The internal functioning of social responsibility and institutional ownership can lead to improved corporate position, increased efficiency, profitability, value and long-term survival of companies. By disclosing social responsibility, companies can obtain the material and non-material support of institutional investors. The purpose of this study is to investigate the effect of institutional ownership horizon on social responsibility and stock value of companies listed on the Tehran Stock Exchange during the period 2009-2010. Findings show that the long-term institutional ownership horizon has a positive and significant effect on corporate social responsibility and stock value. The results also show that the horizon of short-term institutional ownership has a negative and significant effect on social responsibility and stock value of companies. Therefore, it is important to pay attention to the type of institutional owners in better investment with less risk.

**Keywords:** Institutional Ownership Horizon, Firm Social Responsibility, Firm Stock Value.

**JEL classification codes:** G32, H14, G23

---

<sup>1</sup>. Assistant Professor of Islamic Azad University, South Tehran, Tehran, Iran (corresponding author). Aznyobe@yahoo.com

<sup>2</sup>. Ph.D. Financial, Lecturer, Islamic Azad University, Tehran, Iran. tabakarimi622@gmail.com

<sup>3</sup>. M.A. in Accounting, Islamic Azad University, South Tehran, Tehran, Iran. f.besharatpour@gmail.com