



فصلنامه علمی پژوهشی  
دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت  
سال نهم / شماره ۳۴ / تابستان ۱۳۹۹

## مشوق‌های ریسک‌پذیری مدیریتی، مسئولیت اجتماعی شرکت و ریسک شرکت

### آناهیتا زندی

دانشجوی دکتری حسابداری، واحد سمنان، دانشگاه آزاد اسلامی، سمنان، ایران  
zandi\_anna@yahoo.com

### خسرو فغانی ماکرانی

دانشیار حسابداری، واحد سمنان، دانشگاه آزاد اسلامی، سمنان، ایران (نویسنده مسئول)  
kh.makrani@chmail.ir

### نقی فاضلی

استادیار حسابداری، واحد سمنان، دانشگاه آزاد اسلامی، سمنان، ایران  
fazeli.nphd@gmail.com

تاریخ دریافت: ۹۸/۰۷/۰۹ تاریخ پذیرش: ۹۸/۰۹/۱۹

### چکیده

در این مطالعه، به بررسی این موضوع پرداخته می‌شود که آیا مسئولیت اجتماعی شرکت بر رابطه‌ی مستحکمی که بین مشوق‌های مدیر جهت انجام ریسک و ریسک شرکت وجود دارد تأثیری می‌گذارد یا خیر. این پژوهش با استفاده از داده‌های سالانه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره ۱۳۹۰-۱۳۹۶ انجام پذیرفت. جهت آزمون فرضیه‌های پژوهش از رگرسیون خطی چند متغیره مبتنی بر داده‌های تابلویی بهره گرفته شده است. نتایج تجربی نشان می‌دهند که وگا<sup>۱</sup> (حساسیت حقوق و مزایای مدیران ارشد اجرایی نسبت به نوسانات بازده سهام) تنها بر ریسک شرکت‌هایی که مسئولیت اجتماعی پایین دارند و سعی می‌کنند سرمایه‌گذاری را تنها در راستای منافع ذینفعان سرمایه‌گذار به حداکثر برسانند تأثیر مثبت و قابل توجهی دارد. در شرکت‌هایی که مسئولیت اجتماعی بالادارند، تلاش برای متوازن ساختن منافع ذینفعان سرمایه‌گذار (سهامداران) و غیرسرمایه‌گذار (مشتریان، کارمندان، اجتماع و ...) تأثیری بر ریسک شرکت ندارد.

**واژه‌های کلیدی:** مسئولیت اجتماعی شرکت؛ ریسک کردن؛ پاداش مدیر؛ مشوق‌های مدیریتی.

## ۱- مقدمه

مفهوم مسئولیت اجتماعی شرکتی توجه زیادی را از طرف محققان و متخصصان جلب کرده است زیرا شرکت‌ها با فشارهایی از طرف سهامداران داخلی و خارجی متعدد برای گنجاندن مسئولیت اجتماعی شرکتی در فعالیت‌ها و عملیات شرکت مواجه هستند (بارگسی و همکاران ۲۰۱۴، کریفو و فورگت ۲۰۱۵). مسئولیت اجتماعی شرکتی به عنوان فعالیت‌های داوطلبانه انجام شده توسط شرکت‌ها برای دست یابی به اهداف اجتماعی تعریف می‌شود (مک ویلیامز و سیگل ۲۰۰۱، طالقانی ۱۳۹۰).

تحقیقات تجربی بین‌المللی به طور گسترده به بررسی رابطه‌ی بین پاداش‌های مشوق ریسک که از ناحیه‌ی مدیران ارشد اجرایی به خاطر عملکرد داده می‌شود و ریسک شرکت پرداخته‌اند. اکثر این تحقیقات این مسأله را مورد توجه قرار داده‌اند که مشوق‌های مدیران (اجزای خالص بسته‌های پاداش (یعنی حقوق، انعام، پاداش سهام و حق خرید سهام) چگونه ترغیب به ریسک می‌کنند. زمانی که در شرکت‌ها بحث جدایی مالکیت از کنترل مطرح باشد، منافع مدیر همیشه با منافع ذینفعان سازگاری ندارد. نظریه‌ی نمایندگی (جنسن و مک‌لینگ ۱۹۷۶) بیان می‌کند که پیوند دادن پاداش مدیریتی به عملکرد شرکت‌ها، به هماهنگی منافع مدیریتی و سهامداران کمک می‌کند.

حساسیت حقوق و مزایای مدیران ارشد اجرایی برای تغییر در نوسان نرخ بازده سهام یا وگا عموماً در منابع به عنوان شاخصی برای محرک‌های ریسک‌پذیری مدیران استفاده شده است. چندین مطالعه نشان داده است که مدیران با وگای بالاتر، خط مشی‌ها و سیاست‌های تأمین مالی و سرمایه‌گذاری پرخطرتری را اتخاذ می‌کنند (چاکرابورتی و همکاران، ۲۰۱۸).

مدیران عموماً به صورت ریسک‌گریز و فاقد تنوع در نظر گرفته می‌شود (راجکوپال و شولین ۲۰۰۲). در این رابطه، چالش هیئت مدیره از طرف سهام‌داران، انتخاب سطوح بالایی از محرک‌ها و مشوق‌ها برای مدیران ارشد اجرایی برای ریسک کردن کافی و ارزش‌افزینی بدون تحمیل ریسک‌پذیری بیش از حد می‌باشد. از آنجایی که ارزش شرکت با قیمت سهام (دلتهای پاداش) افزایش می‌یابد، سهامداران برای مدیران انگیزه‌هایی برای تلاش مطلوب ایجاد می‌کنند. در عین حال، این انگیزه‌ها ممکن است به تصمیمات غیربهبه‌نای برای سرمایه‌گذاری منجر شوند (امیهود و لو ۱۹۸۱؛ اسمیت و استولز ۱۹۸۵) چرا که مدیران را در برابر ریسک‌های شرکتی بیشتری قرار می‌دهند. همچنین ارزش این انتخاب‌ها، بدلیل هزینه‌های محسوس خود، با افزایش نوسانات سهام، افزایش می‌یابد. این

اثر (که با نام پاداش وگا شناخته می‌شود) به مدیران برای ریسک‌های شرکتی انگیزه می‌دهد و مدیران را ترغیب می‌کند تا ریسک شرکت را افزایش دهند. گرچه در مورد نحوه‌ی تاثیر دلتا بر ریسک شرکت شواهد متناقضی وجود دارد، تقریباً تمام مطالعات انجام شده بین وگا و ریسک شرکت رابطه‌ی مثبتی را پیدا کرده‌اند (توفانو، ۱۹۹۶؛ گوای ۱۹۹۹؛ راجکوپال و شولین ۲۰۰۲، کولز و همکاران ۲۰۰۶).

تحقیقاتی در کشور در مورد پاداش تشویقی مدیران ارشد اجرایی انجام شده است، اما اکثر این تحقیقات مبتنی بر چهارچوب نظریه‌ی نمایندگی هستند (جنسن و مک‌لینگ ۱۹۷۶) که به حداکثر رساندن سود ذینفعان را هدف اولیه‌ی شرکت در نظر می‌گیرد. تحقیقاتی که اخیراً در مورد مسئولیت اجتماعی شرکت انجام شده‌اند حاکی از این هستند که این تمرکز انحصاری بر به حداکثر رساندن سود ذینفعان در حال تغییر است؛ بخشی از علت این امر به خاطر فعالیت‌های اجتماعی شرکتی است. این تحقیقات نشان می‌دهند که شرکت‌هایی که در مسئولیت اجتماعی شرکتی سرمایه‌گذاری می‌کنند تممدا سعی می‌کنند منافع تمام ذینفعان را متعادل سازند (فریمن ۱۹۸۴). این ذینفعان شامل ذینفعان سرمایه‌گذار (سهامداران) و ذینفعان غیرسرمایه‌گذار (کارمندان، تامین کنندگان، مشتریان و اجتماع و ...) می‌شوند. از آنجایی که تاکنون تحقیقی در این زمینه در کشور انجام نشده است، در این مطالعه، به بررسی این موضوع پرداخته می‌شود که آیا این هدف گسترده‌تر مسئولیت اجتماعی شرکتی بر رابطه‌ی مستحکمی که بین مشوق‌های مدیر جهت انجام ریسک و ریسک شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران وجود دارد تأثیری می‌گذارد یا خیر. به طور ویژه، به بررسی این موضوع پرداخته می‌شود که آیا تأثیری که وگای پاداش مدیر بر ریسک شرکت دارد در شرکت‌هایی که مسئولیت اجتماعی شرکتی بالا دارند متفاوت است یا خیر. این موضوع از آن جهت حائز اهمیت می‌باشد که شرکت‌هایی که مسئولیت اجتماعی شرکتی بالایی دارند با شرکت‌هایی که مسئولیت اجتماعی شرکتی پایین دارند متفاوت هستند و از این جهت، واکنش مدیر به تغییر در وگا ممکن است در این شرکت‌ها متفاوت باشد.

بخش دوم این مقاله به تبیین مبانی نظری و فرضیه‌ها و پیشینه پژوهش‌های صورت گرفته اختصاص دارد. در بخش سوم، روش پژوهش و در بخش چهارم مدل تجربی پژوهش و اندازه‌گیری متغیرها و در بخش پنجم تحلیل آماری و نتایج آزمون فرضیه‌ها بیان می‌شود و در نهایت، بحث و نتیجه‌گیری ارائه می‌گردد.

## ۲- مبانی نظری و فرضیه‌ها و پیشینه پژوهش

بر اساس نظریه مالی سنتی هدف اولیه شرکت‌ها به حداکثر رساندن منافع سهامداران می‌باشد. به همین ترتیب، مدیران کارگزاران سهامدارانی در نظر گرفته می‌شوند که مالک اصلی شرکت‌ها هستند. مدیران بر عملیات شرکت‌های خود کنترل کامل دارند و تمامی تصمیمات اصلی مالی و سرمایه‌گذاری را اتخاذ می‌کنند. از آنجا که مدیران مالک شرکتی که آن را کنترل می‌کنند نیستند، منافع مدیران با منافع سهامداران یکی نیست. بر طبق نظریه نمایندگی (جنسن و مک‌لینگ ۱۹۷۶) مرتبط دانستن پاداش و مشوق‌های مدیران با عملکرد شرکت روش مهمی برای سازگار کردن منافع مدیر و سهامداران است. ارتباط دادن پاداش مدیر به عملکرد شرکت به سازگار کردن منافع سهامداران و مدیران کمک می‌کند، اما در عین حال مدیران را در برابر ریسک شرکت بیشتر قرار می‌دهد. به دلیل اینکه مدیران ریسک‌گریز بوده و تنوع مالی کمی دارند. چرا که اکثر ثروت و سرمایه‌ی مالی و انسانی شان به شرکت‌هایشان گره زده شده است. اما سهامداران تنوع مالی بالایی دارند به دلیل اینکه می‌توانند در بسیاری از دارایی‌های مربوطه سرمایه‌گذاری کنند. در نتیجه مدیران ممکن است ریسک‌های بالایی را مرتکب شوند و در پروژه‌های مثبت NPV سرمایه‌گذاری کنند زیرا که سهامداران سرمایه‌دار از مدیران می‌خواهند که این گونه سرمایه‌گذاری‌ها را بپذیرند. (امیهود و لو ۱۹۸۱؛ اسمیث و استولز ۱۹۸۵).

اکثر مطالعات تجربی بین دلتای پاداش مدیر و ریسک شرکت ارتباط معناداری نیافته‌اند (نظیر تحقیقات کولز و همکاران ۲۰۰۶؛ لو ۲۰۰۹). چند مطالعه انجام شده که بین وگا (حساسیت ثروت مدیران نسبت به نوسانات بازده سهام) و ریسک کردن مدیران ارشد اجرایی ارتباط مثبتی یافته‌اند (توفانو ۱۹۹۶؛ گوی ۱۹۹۹؛ راجکوپال و شولین ۲۰۰۲ کولز و همکاران ۲۰۰۶؛ لو ۲۰۰۹). فرضیه‌ی اول این پژوهش به بررسی این موضوع می‌پردازد که آیا بین وگای پاداش و ریسک شرکت ارتباط مثبتی برقرار است یا خیر. از این رو، فرضیه‌ی نخست به شرح زیر بیان می‌شود:

**فرضیه ۱:** وگای پاداش مدیران ارشد اجرایی با ریسک شرکتی ارتباط مثبت و معناداری دارد.

در دو دهه‌ی اخیر شرکت‌ها به مسئولیت اجتماعی شرکتی توجه فزاینده‌ای داشته‌اند و آن را به طور روزافزون به عنوان بخشی از استراتژی کلی خود در نظر گرفته‌اند (مک ویلیامز و همکاران ۲۰۰۶؛ ارمجانتس و همکاران ۲۰۱۳). هرچند که تحقیقات تجربی که رابطه‌ی بین مسئولیت اجتماعی شرکتی و

عملکرد مالی را سنجیده‌اند کامل و جامع نیستند (نظیر تحقیقات گارسیا- کاسترو و همکاران ۲۰۱۰؛ اورلیتسکی و همکاران ۲۰۰۳؛ وان بردن و گاسلینگ ۲۰۰۸).

در تحقیقات، دو دیدگاه کلی در مورد گسترش مسئولیت اجتماعی شرکتی وجود دارد. یکی نظریه‌ی نمایندگی است که مبتنی بر مفروض داشتن به حداکثر رساندن ثروت سهامداران است. این نظریه مسئولیت اجتماعی شرکتی را به عنوان یک مشکل نمایندگی (فریدمن ۱۹۷۰) و سوء استفاده‌ی مدیران از منابع شرکت در راستای استخراج مزایا و منافع در نظر می‌گیرد (بارنی و رابین ۲۰۱۰). بنابراین نظریه، مسئولیت اجتماعی شرکتی به ضرر سهامداران انجام می‌شود در نتیجه به کاهش ارزش شرکت منجر می‌شود (فردو لانگ؛ ۱۹۹۸، کرونکوویست و همکاران ۲۰۰۹؛ پوگانو و ولپین ۲۰۰۵). دیدگاه متضاد نظریه نمایندگی، نظریه‌ی سهامدار است (فریمن ۱۹۸۴)؛ بر طبق این نظریه سرمایه‌گذاری در مسئولیت اجتماعی شرکتی ثروت سهامدار را افزایش می‌دهد چرا که سایر سهامداران را ترغیب می‌کند تا به شرکت، از طریق متعادل ساختن منافع خود کمک کنند. این نظریه با نظریه‌ی کلاسیک قرارداد و نظریه‌ی شرکت همراستا است (فریمن ۱۹۸۴؛ جنسن ۲۰۰۱؛ فریمن و مک وی ۲۰۰۱؛ فریمن و همکاران ۲۰۰۴)؛ این نظریه‌ها شرکت را به مثابه‌ی پل ارتباطی برای قراردادهای آشکار و ضمنی بین سهامداران و سایر ذینفعان در نظر می‌گیرد. مسئولیت اجتماعی شرکتی اعتبار شرکت را در عمل به تعهدات بالا می‌برد و در نتیجه روابط شرکت با ذینفعان خود را بهبود می‌بخشد. از این رو مسئولیت اجتماعی شرکتی، ارزش شرکت را با مدیریت منافع ذینفعان غیرسرمایه‌گذار (کارمندان، تامین کنندگان، مشتریان، اجتماع و ...) و سرمایه‌گذار (سهامداران) افزایش می‌دهد.

نظریه‌ی مدیریت ریسک، مانند نظریه‌ی نمایندگی بیان می‌کند که مسئولیت اجتماعی شرکتی سرمایه‌ی اخلاقی و ثروت تناسبی حاصل از رابطه با ذینفعان را تولید می‌کند (گادفی ۲۰۰۵). این سرمایه‌ی اخلاقی ذخیره‌ی سرقفلی را ایجاد می‌کند که هنگام ضعف عملکرد، کارکرد حفاظتی بیمه ماندنی دارد و ارزیابی‌های منفی ذینفعان را کاهش می‌دهد. (گادفری ۲۰۰۵، لو و باتاچاریا ۲۰۰۹). یک دلالت این دیدگاه این است که مسئولیت اجتماعی شرکتی بر ریسک شرکتی تأثیر منفی دارد. چندین مطالعه‌ی تجربی به بررسی رابطه‌ی بین مسئولیت اجتماعی شرکتی و ریسک پرداخته‌اند و اکثرشان بین این دو رابطه‌ای منفی و قابل توجه پیدا کرده‌اند (اورلیتسکی. بنجامین ۲۰۰۱، لو و باتاچاریا ۲۰۰۹؛ القول و

همکاران ۲۰۱۱؛ اویکونومو و همکاران ۲۰۱۲؛ جو و نا ۲۰۱۲؛ بوشال و همکاران ۲۰۱۳؛ هرچوت و لاکسمانا ۲۰۱۶).

فرضیه‌ی دوم این پژوهش به بررسی این موضوع می‌پردازد که آیا مسئولیت اجتماعی شرکتی با ریسک شرکتی در ارتباط است یا خیر. این فرضیه به شرح زیر می‌باشد:

**فرضیه ۲:** مسئولیت اجتماعی شرکتی با ریسک شرکتی رابطه‌ی منفی و معناداری دارد.

مطالعاتی انجام شده است که به بررسی رابطه‌ی بین مسئولیت اجتماعی شرکتی و مشوق‌های پاداش مدیران ارشد اجرایی و عملکرد شرکت در مسئولیت اجتماعی شرکتی پرداخته‌اند (مک گیر و همکاران ۲۰۰۳؛ ماهونی و ثورن ۲۰۰۵؛ ماهونی و ثورن ۲۰۰۶؛ دکاپ و همکاران ۲۰۰۶؛ همکاران ۲۰۱۱؛ بوشال و همکاران ۲۰۱۸) مک گیر و همکاران (۲۰۰۳) بین وجوه نقدی که مدیران ارشد اجرایی به عنوان پاداش و تشویقی دریافت می‌کنند و فعالیت‌های مسئولیت اجتماعی شرکتی رابطه‌ی مثبتی پیدا کرده‌اند. ماهونی و ثورن (۲۰۰۶) بین اختیارات سهام مدیران ارشد اجرایی و مسئولیت اجتماعی شرکتی رابطه‌ی مثبتی گزارش می‌کنند و دکاپ و همکاران (۲۰۰۶) بین پاداش‌های کوتاه مدت مدیران ارشد اجرایی و مسئولیت اجتماعی شرکتی رابطه‌ی منفی و بین رابطه‌ی مثبت پیدا کرده‌اند. بوشال و همکاران (۲۰۱۸) به بررسی تاثیر پاداش و مشوق‌های مدیران ارشد اجرایی بر فعالیت‌های اجتماعی غیر مسئولانه پرداختند و در دوره‌ی قبل از بحران مالی رابطه‌ی مثبت و در دوره‌ی پس از بحران مالی رابطه‌ی منفی پیدا کردند.

شرکت‌هایی که مسئولیت اجتماعی شرکتی بالا دارند اساساً بر به حد اکثر رساندن ثروت سهامدار تمرکز نمی‌کنند و تلاش می‌کنند منافع تمام ذینفعان را متوازن و متعادل سازند (فریمن ۱۹۸۴؛ میسن و سیمونز ۲۰۱۴). سطح مطلوب ریسک در شرکت‌هایی که مسئولیت اجتماعی شرکتی بالا دارند ممکن است با سطح ریسک در شرکت‌هایی که مسئولیت اجتماعی شرکتی پایین دارند متفاوت باشد. نظریه‌ی سنتی نمایندگی استدلال می‌کند که سطح ریسک مدیران مخالف با ریسک، اغلب پایین‌تر از سطح بهینه است. بنابر نظریه‌ی نمایندگی بهتر است سطح ریسک شرکت‌هایی که مسئولیت اجتماعی شرکتی بالایی دارند به سطح بهینه نزدیک‌تر باشد. برای نمونه هرچوتو و لاکسمانا (۲۰۱۶) به طور تجربی نشان می‌دهند که عملکرد قوی‌تر در مسئولیت اجتماعی شرکتی با انحرافات کمتری از سطح ریسک بهینه مرتبط است. استدلال آن‌ها این است که متعادل‌سازی منابع بین سهامداران سرمایه‌گذار و غیر

سرمایه‌گذار، از طریق کاهش ریسک‌پذیری بیش از حد و کاهش اجتناب بیش از حد از ریسک‌پذیری، موجب مدیریت بهتر ریسک می‌شود. ذینفعان غیرسرمایه‌گذار می‌توانند بر مدیران تاثیر بگذارند تا آنها بتوانند در حالیکه ذینفعان سرمایه‌گذار به سمت سرمایه‌گذاری‌های ریسک‌آورتر قدم بر می‌دارند از قدرت خود در محدود کردن دسترسی به منابعی که در کنترل دارند استفاده کرده و ریسک کردن را تا سطحی نزدیک به سطح بهینه کاهش دهند. این مسئله اهمیت بسیاری دارد، چرا که شرکت‌هایی با مسئولیت اجتماعی بالا با شرکت‌هایی با مسئولیت اجتماعی پایین متفاوت هستند و به همین ترتیب پاسخ مدیریتی به تغییرات وگا می‌تواند در این شرکت‌ها متفاوت باشد. شرکت‌هایی که در مسئولیت اجتماعی شرکتی سرمایه‌گذاری می‌کنند سرمایه‌ی اخلاقی و اجتماعی تولید می‌کنند که به هنگام بروز رویدادهای منفی، به مثابه‌ی بیمه عمل می‌کند (گادفری و همکاران ۲۰۰۹). از آنجا که وگا نیز با محافظت از مدیران مخالف با ریسک در برابر کاهش قیمت، آنها را به ریسک کردن تشویق می‌کند، حفاظت اضافی که مسئولیت اجتماعی شرکتی فراهم می‌کند ممکن است جایگزین حفاظت وگا شده و تاثیر وگا بر ریسک شرکتی را کاهش دهد. علاوه بر این، مدیران شرکت‌هایی که مسئولیت اجتماعی شرکتی بالا دارند ممکن است از مشوق‌های پولی و غیرپولی بهره‌مند شوند (فابریزی و همکاران ۲۰۱۴؛ جا و کاکس ۲۰۰۵). اگر مدیران شرکت‌هایی که مسئولیت اجتماعی شرکتی بالا دارند خصوصیات شخصیتی متفاوتی به لحاظ انگیزه و تمایل به ریسک کردن داشته باشند، تاثیر وگا در شرکت‌هایی که مسئولیت اجتماعی شرکتی بالاتر دارند ممکن است ضعیف‌تر باشد.

بنابراین در این پژوهش به بررسی اثر متفاوت وگا بر ریسک شرکت، در شرکت‌هایی با مسئولیت اجتماعی شرکتی بالا و پایین پرداخته می‌شود. در نتیجه، در شرکت‌هایی که مسئولیت اجتماعی شرکتی بالاتری دارند باید انتظار تاثیر ضعیف‌تر یا پایین‌تر وگا بر ریسک شرکتی وجود داشته باشد. بر اساس بحث فوق، فرضیه‌های زیر بیان می‌گردد:

**فرضیه ۳-الف:** وگای پاداش مدیران ارشد اجرایی بر ریسک شرکت‌هایی که مسئولیت اجتماعی شرکتی بالا دارند تاثیر مثبت و غیرمعنادار دارد.

**فرضیه ۳-ب:** وگای پاداش مدیران ارشد اجرایی بر ریسک شرکت‌هایی که مسئولیت اجتماعی شرکتی ضعیف‌تری دارند تاثیر مثبت و معنادار دارد.

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

بین افشاگری‌های E و S شرکت و ریسک غیرمتعارف آن و نه ریسک سیستماتیک، پیدا شد.

پارک(۲۰۱۷) به بررسی رابطه بین مسئولیت اجتماعی شرکتی و ریسک سیستماتیک جهت ارزیابی ارزش سهام شرکت‌های غذایی آمریکایی طی بازه زمانی ۲۰۰۳ تا ۲۰۱۳ پرداخت. نتایج نشان داد بین مسئولیت اجتماعی شرکتی و ریسک سیستماتیک رابطه مثبت وجود دارد و تنوع جغرافیایی توانسته تاثیر قابل ملاحظه‌ای بر آن بگذارد.

حسن و همکاران (۲۰۱۷) رابطه بین چرخه عمر شرکت و مسئولیت اجتماعی شرکت (مسئولیت اجتماعی شرکتی) را طی سال‌های ۲۰۰۵-۲۰۱۳ مورد بررسی قرار دادند. نتایج پژوهش حاکی از آن است که مزیت‌های رقابتی و منابع سازمان امکان سرمایه‌گذاری در فعالیت‌های مربوط به مسئولیت اجتماعی شرکتی را برای شرکت‌های کامل و در مرحله بلوغ نسبت به شرکت‌ها در سایر مراحل از چرخه عمر را بیشتر فراهم می‌سازد. همچنین به بررسی نقش منابع مالی در توضیح رابطه بین چرخه عمر شرکت و مسئولیت اجتماعی شرکتی پرداختند. نتایج نشان می‌دهند که اندازه، سوددهی، رابطه بین چرخه عمر شرکت و مسئولیت اجتماعی شرکتی را تعدیل می‌کنند.

چاکرابورتی و همکاران (۲۰۱۸) به بررسی تاثیر مسئولیت اجتماعی شرکت بر رابطه بین انگیزه‌های پاداش مدیران عامل و ریسک شرکت‌های آمریکایی طی دوره ۲۰۰۳ تا ۲۰۱۵ پرداختند. نتایج تجربی نشان داد که میزان تاثیرات و گاه تنها بر روی ریسک شرکت‌هایی تاثیر مثبت و قابل توجه دارد که مسئولیت اجتماعی شرکتی پایین دارند. در شرکت‌هایی با مسئولیت اجتماعی شرکتی بالا، و گاه تاثیر بر ریسک شرکت‌ها ندارد.

کریم(۲۰۱۸) به بررسی رابطه بین مسئولیت اجتماعی و ساختار گرامت مدیر عامل شرکت طی دوره ۲۰۰۵-۲۰۱۵ پرداخت. نتایج نشان داد که عملکرد اجتماعی شرکت به طور منفی با نسبت گرامت مبتنی بر پول همراه است، در حالی که رابطه مثبتی با نسبت گرامت مبتنی بر دارایی دارد. این نتایج به شدت به میزان حاکمیت شرکتی استوار است و برای شرکت‌هایی که دارای سطوح بالای مالکیت اجرایی و مدیریت بلند مدت هستند، بیشتر مورد توجه قرار می‌گیرد. به طور کلی، یافته‌های پژوهش تاثیر مثبت عملکرد مسئولیت اجتماعی شرکتی را بر روی بسته‌های گرامت مدیر عامل را نشان می‌دهد، که حاکی از آن است که رفتار مدیران عامل در مسئولیت اجتماعی شرکتی منجر به کاهش مشکلات نمایندگی و به حداکثر رساندن ارزش شرکت می‌شود.

رکر(۲۰۱۴) در پژوهشی به بررسی ارتباط بین مسئولیت اجتماعی شرکت و بازپرداخت جبران خسارت مدیر عامل طی سال‌های ۲۰۰۵-۲۰۱۲ در شرکت‌های استرالیایی پرداخت. نتایج نشان داد که بین مسئولیت اجتماعی شرکت و بازپرداخت جبران خسارت مدیرعامل رابطه منفی و معناداری وجود دارد. یوئالیان (۲۰۱۵) به بررسی رابطه اهرم، ریسک پذیری و مشوق‌های مدیر عامل شرکت در طول بحران مالی پرداخت. نتایج نشان داد معیارهای معمول انگیزه‌های ریسک‌پذیری مدیران بانک، انگیزه‌های تغییر ریسک را نشان نمی‌دهند. هم-چنین نتایج نشان داد، پس از بحران مالی مشوق‌های مدیر عامل بر ریسک‌پذیری آن‌ها در شرکت‌هایی با اهرم مالی کم، تاثیر بیشتری دارد.

چنگ و همکاران (۲۰۱۵) در پژوهش خود به بررسی رابطه انگیزه‌های ریسک‌پذیری مدیر عامل و هزینه سرمایه طی سال‌های ۲۰۰۶-۲۰۱۳ پرداختند. یافته‌ها نشان دادند که حساسیت‌های ثروت مدیر عامل نسبت به تغییرات قیمت سهام، هزینه سرمایه را می‌کاهد، درحالی‌که حساسیت‌های ثروت مدیرعامل به تغییرات نوسان‌پذیری سهام، هزینه سرمایه را افزایش می‌دهد. هم‌چنین یافته‌ها نشان می‌دهد که سهامداران، ریسک‌های ناشی از پروژه‌های آتی شرکت را در پاداش و مزایای مدیر عامل مستتر می‌بینند و این ریسک‌ها را بر همان اساس در هزینه سرمایه منظور می‌کنند. یافته‌های بدست آمده نتایج ضمنی نیرومندی بر نوع قرارداد پرداخت بهینه پاداش مدیر عامل، ارزیابی پروژه و برآورد هزینه سرمایه، خواهد داشت.

واها (۲۰۱۵) در مطالعه‌ای با عنوان اثر واسطه عملکرد مالی در رابطه بین مسئولیت‌های اجتماعی و ساختار مالکیت به بررسی متغیرهای ضمنی موثر بر عملکرد مالی پرداخت. رگرسیون داده‌های پنل بر روی یک نمونه انجام شد که شامل تمام شرکت‌هایی است که در شاخص مسئولیت اجتماعی مصر طی دوره‌ای از سال ۲۰۰۷ تا سال ۲۰۱۰ ثبت شده‌اند. نتایج نشان می‌دهند که عملکرد مالی بهتر (یا بدتر)، و مسئولیت اجتماعی، راهنما و سرنخی برای سرمایه‌گذاران سازمانی است. بنلمیه و همکاران (۲۰۱۶) به بررسی رابطه بین افشاگری‌های اجتماعی و زیست‌محیطی و ریسک شرکتی پرداختند. در این پژوهش آنها رابطه بین افشاگری‌های زیست‌محیطی (E) و اجتماعی (S) را بررسی کردند و ریسک آن را از جمله ریسک کلی، سیستماتیک و غیرمتعارف را اندازه‌گیری نمودند. در این پژوهش با به کار گرفتن یک مجموعه داده از شرکت‌های لیست شده بریتانیا که سال‌های ۲۰۰۵-۲۰۱۳ را پوشش می‌دهد، یک رابطه منفی و چشمگیر

مورد بررسی قرار گرفت و نتایج نشان داد بین عملکرد اجتماعی، زیست محیطی و اخلاقی و عملکرد مالی شرکت ها تاثیر مستقیم و معناداری وجود دارد.

### ۳- روش شناسی پژوهش

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

- ۱) نمونه تغییر سال مالی نداشته باشد به عبارتی پایان سال مالی آنها ۲۹ اسفند ماه باشد. اگر شرکت ها تغییر سال مالی داشته باشند داده ها در بازه زمانی مشخصی برای انجام تحقیق قرار نمی‌گیرند.
- ۲) قبل از سال ۱۳۹۰ در بورس پذیرفته شده و تا پایان دوره تحقیق در بورس فعال باشند. اگر در دوره زمانی در بورس نباشد نمی‌توانیم از اطلاعات آنها جهت انجام تحلیل داده ها استفاده کنیم.
- ۳) اطلاعات مورد نیاز شرکت ها برای مطالعات و محاسبات تحقیق، در طول دوره در دسترس باشد.
- ۴) بیش از ۶ ماه وقفه معاملاتی نداشته باشند. در صورتی که فعالیتی نداشته باشند نمی‌توانند متغیرهای ما را پوشش دهند.
- ۵) شرکت های واسطه گری مالی (سرمایه گذاری، هلدینگ، لیزینگ و بانک ها) از نمونه آماری حذف گردیدند. به دلیل تفاوت فعالیت ها و صورتهای مالی حذف می‌گردند.

از میان جامعه آماری تنها ۱۵۲ شرکت در ۷ سال تمام معیارهای مذکور را احراز کرده اند و لذا از آنها به عنوان نمونه در پژوهش حاضر استفاده شده است.

### ۴- مدل تجربی پژوهش

مدل تجربی پژوهش مبتنی بر (چاکرابورتی و همکاران<sup>۲</sup>، ۲۰۱۸) است:

در این پژوهش برای سنجش فرضیات، مدلی تخمین زده می‌شود که در آن، سطح ریسک شرکتی تابعی از وگا، عملکرد شرکت در مسئولیت اجتماعی شرکتی و تعامل بین وگا و مسئولیت اجتماعی شرکتی بالا و پایین است.

$$\text{Firm Risk} = \beta_0 + \beta_1 \text{Delta} + \beta_2 \text{Vegait} + \beta_3 \text{CSRit} + \beta_4 \text{High CSRit} \times \text{Vegait} + \beta_5 \text{Low CSRit} \times \text{Vegait} + \beta_i \text{Controls it} + \epsilon$$

عبدلی و همکاران (۱۳۹۲) به بررسی تاثیر ترکیب هیات مدیره و ساختار مالکیت بر میزان مسوولیت پذیری اجتماعی شرکت ها طی سال‌های ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۰ در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج حاکی از آن است که بین مسوولیت پذیری اجتماعی شرکت ها با نسبت اعضای موظف هیات مدیره و تمرکز مالکیت رابطه معنی داری وجود دارد و متغیر تمرکز مالکیت بیشترین تاثیر را نسبت به سایر متغیرها بر روی مسوولیت پذیری اجتماعی شرکت ها می‌گذارد همچنین مطابق با نتایج بدست آمده مشخص گردید بین نقش دوگانه رئیس هیئت مدیره نسبت تغییرات هیئت مدیره و نوع مالکیت با مسوولیت پذیری اجتماعی شرکت ها رابطه معناداری وجود ندارد.

ولی زاده و بزرگر (۱۳۹۴) به بررسی ارتباط بین مدیریت ریسک و سطح افشای مسوولیت اجتماعی شرکت طی سال‌های ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۳ پرداختند. نتایج نشان داده است که بین مدیریت ریسک و سطح افشای ابعاد مسوولیت اجتماعی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه مستقیم وجود دارد.

دارابی و همکاران (۱۳۹۵) به بررسی ارتباط گزارشگری مسوولیت اجتماعی با ارزش و ریسک پرداخته‌اند. هدف این پژوهش بررسی ارتباط گزارشگری مسوولیت اجتماعی و ابعاد آن شامل محیط زیست، رفاه کارکنان، فعالیت اجتماعی و مصرف انرژی با ارزش و ریسک شرکت است. بدین منظور داده‌های مربوط به ۲۷۶ سال - شرکت عضو بورس اوراق بهادار تهران برای دوره زمانی بین سال‌های ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۴ مورد بررسی قرار گرفت. نتایج این پژوهش نشان داد که بین گزارشگری مسوولیت اجتماعی با ریسک و ارزش شرکت رابطه معکوس وجود دارد.

رحیمی و همکاران (۱۳۹۵) به بررسی رابطه بین افشای مسوولیت اجتماعی و ریسک اعتباری بانک‌ها طی سال‌های ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۲ پرداختند. نتایج بدست آمده حاکی از این است که بانک ها با تقویت و افشای جنبه های مختلف مسوولیت اجتماعی می‌توانند بر کاهش ریسک اعتباری خود موثر باشند. به بیان دیگر هر چه میزان افشا در بانک های ایرانی در رابطه با مسوولیت آنها در قبال جامعه بیشتر باشد ریسک اعتباری بانک ها کاهش می‌یابد.

زندى و فغانى (۱۳۹۷) در پژوهشى به بررسى تأثير عملکرد اجتماعى، زیست محیطی (محیطی) و اخلاقی بر عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۴ پرداختند. داده های حاصل از تحلیل محتوا با استفاده از آزمون های مقایسه ای

#### ۴-۱- متغیرهای پژوهش و نحوه اندازه‌گیری آن‌ها

جدول ۱- تعاریف متغیرها (چاکرابورتی و همکاران، ۲۰۱۸)

<p>امتیاز خالص مسئولیت اجتماعی شرکتی که با کم کردن مجموع نقاط قوت مسئولیت اجتماعی شرکتی از کل نقاط ضعف مسئولیت اجتماعی شرکتی در پنج دسته (اجتماع، تنوع، کارمندان، محصول و محیط زیست) به شرح (جدول ۲) به دست می‌آید.</p> <p>برای رتبه بندی شرکت‌های نمونه بر اساس جدول ۲ گزارش های هیات مدیره مورد بررسی قرار گرفت و در قالب ۵ گروه که ۲۰ قلم مربوط به نقاط قوت مسئولیت اجتماعی شرکتی و ۱۶ قلم مربوط به نقاط ضعف (نگرانی ها) مسئولیت اجتماعی شرکتی می باشد اندازه گیری می شود.</p> <p>در واقع برای سنجش متغیر مسئولیت اجتماعی شرکتی یک شرکت به این صورت عمل می کنیم که شرکت به ازای اقلامی که مربوط به نقاط قوت و ضعف دارد کد یک به قلم مربوطه تعلق می گیرد و در غیر این صورت کد صفر. در نهایت برای هر دسته نقاط قوت از نقاط ضعف کسر میشود در نهایت ابعاد به دست آمده از تفاضل در هر دسته با یکدیگر جمع می گردد.</p> <p>در این پژوهش در صورتی مسئولیت اجتماعی شرکتی شرکت بالا در نظر گرفته می شود که امتیاز خالص مسئولیت اجتماعی شرکتی آن شرکت بالاتر از میانگین امتیاز خالص مسئولیت اجتماعی شرکتی های نمونه باشد و اگر امتیاز مسئولیت اجتماعی شرکتی پایین تر از میانگین امتیاز خالص شرکت های نمونه باشد، مسئولیت اجتماعی شرکتی آن شرکت پایین است.</p>	<p>امتیاز خالص مسئولیت اجتماعی شرکتی مبتنی بر چک لیست مسئولیت پذیری اجتماعی (چاکرابورتی و همکاران، ۲۰۱۸)</p>
<p>انحراف استاندارد بازده روزانه سهام طی سال مالی (چاکرابورتی و همکاران، ۲۰۱۸).</p>	<p>ریسک شرکت</p>
<p>حقوق و مزایای مدیران ارشد اجرایی به نوسانات بازده سهام (حساسیت ریسک پرداخت) (چاکرابورتی و همکاران، ۲۰۱۸)</p>	<p>وگای پاداش مدیران ارشد اجرایی</p>
<p>حقوق و مزایای مدیران ارشد اجرایی به نوسانات قیمت سهام یعنی حساسیت حقوق و مزایای مدیران شرکت به گزینه های عملکرد سهام (حساسیت عملکرد پرداخت) (چاکرابورتی و همکاران، ۲۰۱۸)</p>	<p>دلتهای پاداش مدیران ارشد اجرایی</p>
<p>مجموع حقوق و پاداش هیات مدیره به کل پاداش (چاکرابورتی و همکاران، ۲۰۱۸).</p>	<p>پاداش نقدی</p>
<p>لگاریتم طبیعی مجموع دارایی ها</p>	<p>اندازه</p>
<p>نسبت بدهی به دارایی</p>	<p>اهرم مالی</p>
<p>برابر است با نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سرمایه شرکت (زندی و فغانی، ۱۳۹۷)</p>	<p>نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری</p>
<p>سرمایه گذاری در دارایی های ثابت/ مجموع دارایی ها</p>	<p>مخارج سرمایه‌ای</p>
<p>لگاریتم طبیعی تعداد سال‌های فعالیت شرکت</p>	<p>سن شرکت</p>
<p>تعداد سال های فعالیت مدیرعامل. (دوره تصدی)</p>	<p>طول مدت فعالیت مدیرعامل</p>
<p>تعداد اعضای هیئت مدیره</p>	<p>اندازه‌ی هیئت مدیره</p>
<p>تعداد مدیران غیر موظف به تعداد اعضای هیئت مدیره</p>	<p>استقلال هیئت مدیره</p>

جدول ۲- مسئولیت اجتماعی (چاکرابورتی و همکاران، ۲۰۱۸)

ابعاد	نقاط قوت	نگرانی ها
روابط کارمندان	<ul style="list-style-type: none"> <li>اشتراک سود نقدی</li> <li>مشارکت کارکنان</li> <li>قدرت مزایای بازنشستگی</li> <li>سلامت و ایمنی</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>نبود روابط اتحادیه</li> <li>نگرانی بهداشت و ایمنی</li> <li>کاهش نیروی کار</li> <li>ضعف در پرداخت بازنشستگی</li> </ul>
تنوع	<ul style="list-style-type: none"> <li>استمرار حضور مدیر عامل</li> <li>ترقی درجه</li> <li>ارایه سابقه فعالیت هیئت مدیره</li> <li>مزایای کار / زندگی</li> <li>حضور زنان و اقلیت های متعاهد در شرکت</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>اختلاف نظر</li> <li>عدم نمایندگی</li> </ul>

ابعاد	نقاط قوت	نگرانی ها
	• اشتغال معلولین	
محصول	• تحقیق و توسعه / نوآوری • بازاریابی / مشارکت قرارداد	• ایمنی محصول • مشکلات اقتصادی
جامعه	• کمک به خیریه ها • اختلافات سرمایه گذاری • پشتیبانی از آموزش	• پشتیبانی نکردن از مسایل ایمنی و بهداشت • پشتیبانی نکردن از مسکن
محیط زیست	• پیشگیری از آلودگی های زیست محیطی • بازیافت زباله • انرژی پاک • اموال، ماشین آلات و تجهیزات • قدرت سیستم مدیریت	• زباله های خطرناک • مشکلات نظارتی • تخلیص مواد شیمیایی • انتشار گازهای گلخانه ای • انتشار مواد شیمیایی کشاورزی • تغییرات اقلیمی

#### ۵- تجزیه و تحلیل داده ها و آزمون فرضیه ها

##### ۵-۱- آمار توصیفی متغیر های پژوهش

در جدول (۳)، اصلی ترین شاخص مرکزی، میانگین است که نشان دهنده نقطه تعادل و مرکز ثقل توزیع است و شاخص خوبی برای نشان دادن مرکزیت داده هاست. برای مثال شاخص مسئولیت اجتماعی دارای مقدار میانگین ۱۰/۰۷ می باشد که نشان می دهد بیش تر داده ها حول این نقطه تمرکز یافته اند. به طور کلی پارامترهای پراکندگی، معیاری برای تعیین میزان

پراکندگی از یکدیگر یا میزان پراکندگی آنها نسبت به میانگین است. از مهم ترین پارامترهای پراکندگی، انحراف معیار است. مقدار این پارامتر برای متغیر اهرم مالی برابر با (۰/۲۰) می باشد.

##### ۵-۲- مانایی متغیرهای تحقیق

بر اساس نتایج آزمون مانایی (لوین لین و چو) مطابق جدول (۴) همه متغیرهای حاضر در سطح صفر مانا می باشند.

جدول (۳)

میانگین	اندازه شرکت	دوره تصدی	سن شرکت	اندازه هیات مدیره	استقلال هیات مدیره	مخارج سرمایه	پاداش نقدی مدیران	دلتا	وگا	ریسک	مسئولیت اجتماعی بالا	مسئولیت اجتماعی پایین	ارزش بازار به ارزش دفتری	اهرم مالی	مسئولیت اجتماعی
۱۴/۱۴	۲/۳۷	۵۹/۳	۰/۴/۵	۲۶/۰	۰/۵۶	۱۸/۰	۲۳/۰	۰/۱/۰	۶/۸۹	۴۵/۰	۵۴/۰	۶۹/۲	۰/۵۶	۱۰/۰۷	
۳۷/۱۹	۷	۷/۲۴	۷	۸۴/۰	۱/۰	۰۰/۱۰	۷۰/۶	۴۴/۲	۳۹/۸۰	۰۰/۱	۰۰/۱	۰۷/۱۷	۰/۹۹	۱۵/۰۰	
۱۶/۱۰	۱	۲/۱۹	۳	۰۰/۰	۰۰/۰	۰۰/۰	۰۱/۰	۰۸/۰	۰۴/۰	۰/۰	۰/۰	۰۰/۰	۰/۰۱	۱/۰۰	
۵۳/۱	۴۹/۱	۵۷/۰	۳۲/۰	۱۸/۰	۱۸/۰	۴۴/۰	۴۱/۰	۰۸/۰	۹۷/۴	۴۹/۰	۴۹/۰	۱۱/۲	۰/۲۰	۱/۸۲	

منبع: یافته های پژوهش

##### جدول ۴- مانایی متغیر های پژوهش

متغیر	متغیر	ضریب	احتمال	سطح پذیرش
CSR	مسئولیت اجتماعی	-۱۱/۱۵	۰/۰۰۰	I (۰)
Firm risk	ریسک شرکت	-۵۴/۸۰	۰/۰۰۰	I (۰)
Vega	وگا	-۷۶/۰۴	۰/۰۰۰	I (۰)
Delta	دلتا	-۵۹/۳۱	۰/۰۰۰	I (۰)



متغیر	متغیر	ضریب	احتمال	سطح پذیرش
cash compensation	پاداش نقدی	-۱۴/۵۱	۰/۰۰۰	I (۰)
Size	اندازه	-۳۰/۲۴	۰/۰۰۰	I (۰)
LEV	اهرم مالی	-۱۳/۳۴	۰/۰۰۰	I (۰)
Market-to-book	نسبت ارزش دفتری به بازار	-۵۹۲/۳۳	۰/۰۰۰	I (۰)
Capital expenditures	مخارج سرمایه‌ای	-۹/۶۴	۰/۰۰۰	I (۰)
age	سن شرکت	-۴۰/۸۷	۰/۰۰۰	I (۰)
CEO tenure	طول مدت فعالیت مدیرعامل	-۷/۳۴۱۹۴	۰/۰۰۰	I (۰)
Board size	اندازه هیئت مدیره	-۲/۸۸	۰/۰۰۰	I (۰)
independence	استقلال هیئت مدیره	-۷/۱۷	۰/۰۰۰	I (۰)
High	مسئولیت اجتماعی شرکتی	-۱۴/۵۶	۰/۰۰۰	I (۰)
Low	مسئولیت اجتماعی شرکتی	-۱۵/۱۶	۰/۰۰۰	I (۰)

منبع: یافته‌های پژوهش

### ۵-۳- گزینش مدل مناسب داده‌های ترکیبی

نتایج جدول ۵ نشان می‌دهد که آماره F لیمر از سطح معناداری ۵ درصد کمتر است. سطح معناداری آزمون هاسمن نیز کمتر از ۵ درصد است. لذا برای برآورد ضرائب مدل مذکور، باید از مدل اثرات ثابت استفاده نمود.

### جدول ۵- آزمون اف لیمر و هاسمن

مدل‌های پژوهش	نوع آماره	مقدار آماره	احتمال
فرضیه اول و دوم	F لیمر	۲/۳۸	۰/۰۰۰۴
	هاسمن	۳۹/۸۹	۰/۰۰۰۱
فرضیه سوم	F لیمر	۲/۲۴	۰/۰۰۱۰
	هاسمن	۳۷/۰۵	۰/۰۰۰۲

منبع: یافته‌های پژوهش

### ۵-۴- آزمون فرضیه اول و دوم پژوهش

با توجه به نتایج قابل مشاهده در جدول ۶ و با توجه به آماره F بدست آمده ۶۳/۷۷ که سطح خطای آن‌ها (۰/۰۰۰) می‌باشد، می‌توان ادعا کرد که در سطح اطمینان ۹۵ درصد، در مجموع الگوی پژوهش از معناداری بالایی برخوردار است. برای بررسی خود همبستگی باقیمانده‌های مدل رگرسیون از آزمون دوربین- واتسون استفاده شده است از آنجا که مقدار آماره دوربین واتسون ۱/۶۵ نشان از عدم خودهمبستگی بین اجزا اخلال می‌باشد. همچنین، با توجه به ضریب تعیین تعدیل شده بدست آمده برای الگو که ۰/۸۲ است، می‌توان ادعا کرد که مجموع متغیرهای مستقل و کنترلی پژوهش حدود ۸۲ درصد از تغییرات متغیر وابسته را توضیح می‌دهند.

جدول ۶ نتایج رگرسیون چند متغیره ریسک کل را که بر روی مقیاس‌های مسئولیت اجتماعی شرکتی و مشوق‌های مدیر برای ریسک کردن انجام شده است نشان می‌دهد؛ نتایج آزمون فرضیه حاکی از این هستند که ضریب برآورد شده وگای مثبت بوده و معنادار می‌باشد. این نتیجه فرضیه‌ی اول را مورد تایید قرار می‌دهد؛ این فرضیه پیش بینی می‌کند که وگای پاداش مدیر با ریسک شرکتی رابطه مثبت دارد. ضرایب مسئولیت اجتماعی شرکتی برای تمامی مشخصات مدل معنادار و منفی است و حاکی از این است که مسئولیت اجتماعی شرکتی ریسک شرکتی را کاهش می‌دهد. این نتایج فرضیه‌ی دوم ما را پشتیبانی می‌کنند.

ضرایب متغیرهای کنترلی در جدول ۶ نشان می‌دهد که دلتای پاداش مدیر و پاداش‌های نقدی با ریسک شرکتی رابطه‌ی منفی و قابل توجه (معنادار) دارند. سن شرکت با ریسک شرکتی رابطه‌ای منفی دارد از سوی دیگر، دوره‌ی تصدی مدیرعامل<sup>۴</sup> بر ریسک شرکتی رابطه‌ی مثبت و معناداری دارد مشخصات شرکت در مدل نیز دارای نشانه‌های مورد انتظار هستند. اندازه‌های شرکت با ریسک شرکتی دارای رابطه منفی و قابل توجه هستند در حالیکه اهرم با ریسک شرکتی رابطه مثبت دارد. مخارج سرمایه‌ای نیز بر ریسک شرکت تاثیر ندارد.

جدول ۶- تاثیر وگا و مسئولیت اجتماعی روی ریسک شرکت

Firm Risk <sub>it</sub> = β <sub>0</sub> + β <sub>1</sub> Deltat + β <sub>2</sub> Vegat + β <sub>3</sub> CSRT + β <sub>4</sub> Controls <sub>it</sub> + ε <sub>it</sub>				
متغیر	نماد	ضریب	آماره تی	سطح معناداری
عرض از مبدأ	C	۱/۱۳	۷/۸۰	۰/۰۰۰
مسئولیت اجتماعی	CSR	-۰/۰۲	-۱/۹۳	۰/۰۵۴
وگای پاداش مدیر	Vega of CEO compensation	۰/۴۶	۱۰/۵۷	۰/۰۰۰
دلتای پاداش مدیر	Delta of CEO compensation	-۰/۰۰۵	-۹/۲۹	۰/۰۰۰
پاداش نقدی	cash compensation	-۰/۱۱	۲/۱۳	۰/۰۳۴
اندازه	Size	-۰/۱۲	-۴/۶۳	۰/۰۰۰
اهرم مالی	LEV	۰/۰۳	۲/۷۲	۰/۰۰۷
نسبت ارزش دفتری به بازار	Market-to-book	-۰/۱۳	-۲/۱۷	۰/۰۳۱
مخارج سرمایه‌ای	Capital expenditures	-۰/۰۱۶	-۱/۵۵	۰/۱۲۱
سن شرکت	age	-۰/۰۹۶	-۱/۹۴	۰/۰۵۴
طول مدت فعالیت مدیرعامل	CEO tenure	۰/۱۰	۴/۵۹	۰/۰۰۰
اندازه‌ی هیئت مدیره	Board size	-۰/۰۶	-۲/۴۷	۰/۰۱۴
استقلال هیات مدیره	independence	-۰/۰۱	-۱/۵۴	۰/۱۲۵
آماره F		۶۳/۷۷		
سطح معناداری آماره F		۰/۰۰۰		
ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۸۲		
آماره دوربین-واتسون		۱/۶۵		

منبع: یافته‌های پژوهش

## ۵-۵- آزمون فرضیه سوم پژوهش

با توجه به نتایج قابل مشاهده در جدول ۷ و با توجه به آماره F بدست آمده ۶۲/۹۴ که سطح خطای آن‌ها ۰/۰۰۰۰ می‌باشد، می‌توان ادعا کرد که در سطح اطمینان ۹۵ درصد، در مجموع الگوی پژوهش از معناداری بالایی برخوردار است. برای بررسی خود همبستگی باقیمانده‌های مدل رگرسیون از آزمون دوربین-واتسون استفاده شده است از آنجا که مقدار آماره دوربین واتسون ۱/۶ نشان از عدم خودهمبستگی بین اجزا اخلاقی می‌باشد. همچنین، با توجه به ضریب تعیین تعدیل شده بدست آمده برای الگو که ۰/۸۳ است، می‌توان ادعا کرد که مجموع متغیرهای مستقل و کنترلی پژوهش حدود ۸۳ درصد از تغییرات متغیر وابسته را توضیح می‌دهند.

جدول ۷ نتایج فرضیه‌ی سوم را نشان می‌دهد (H3-A) و (H3-B)؛ این فرضیات تاثیر مثبت ضعیف‌تری از مشوق‌هایی که مدیران ارشد اجرایی جهت ریسک کردن می‌دهد را پیش بینی کنند؛ این تاثیر توسط وگای حقوق و مزایای مدیران ارشد اجرایی بر ریسک شرکت در شرکت‌هایی با مسئولیت اجتماعی شرکتی بالا و تاثیر بسیار مثبت وگا بر ریسک شرکت در شرکت‌هایی با مسئولیت اجتماعی شرکتی پایین سنجیده شده

است. برای اینکه تاثیر وگا در شرکت‌هایی با مسئولیت اجتماعی شرکتی پایین و بالا به دست بیاید متغیرهای تعاملی وگا ساخته می‌شود؛ در این پژوهش در صورتی مسئولیت اجتماعی شرکت بالا در نظر گرفته می‌شود که امتیاز خالص مسئولیت اجتماعی شرکتی آن شرکت بالاتر از میانگین امتیاز خالص مسئولیت اجتماعی شرکت‌های نمونه باشد و اگر امتیاز مسئولیت اجتماعی شرکتی پایین‌تر از میانگین امتیاز خالص شرکت‌های نمونه باشد، مسئولیت اجتماعی آن شرکت پایین است. از آنجا که متغیرهای تعاملی هر مسئولیت اجتماعی شرکتی بالا و پایین با وگا را در نظر گرفته می‌شود کل نمونه را پوشش می‌دهد، وگا در معادله حضور ندارد. این مشخصه راه ساده‌ای برای تفسیر ضرایب متغیرهای تعاملی فراهم می‌کند. ضریب تعامل وگا و مسئولیت اجتماعی شرکتی بالا تاثیر وگا بر ریسک شرکتی در شرکت‌هایی با مسئولیت اجتماعی شرکتی بالا را نشان می‌دهد و ضریب تعامل وگا و مسئولیت اجتماعی شرکتی پایین نشان دهنده‌ی تاثیر وگا بر ریسک شرکتی در شرکت‌هایی با مسئولیت اجتماعی شرکتی پایین است. در اینجا همراستا با تحقیقات قبلی معلوم می‌شود که رابطه‌ی بین وگا و ریسک شرکت در شرکت‌هایی که مسئولیت اجتماعی شرکتی پایین دارند مثبت و قابل توجه است. ضرایب متغیر تعاملی وگا

دوره‌ی تصدی مدیرعامل<sup>۵</sup> بر ریسک شرکتی رابطه‌ی مثبت و معناداری دارد. مشخصات شرکت در مدل نیز دارای نشانه‌های مورد انتظار هستند. اندازه‌های شرکت با ریسک شرکتی دارای رابطه منفی و قابل توجه هستند در حالیکه اهرم با ریسک شرکتی رابطه مثبت دارد. مخارج سرمایه‌ای نیز بر ریسک شرکت تاثیر منفی دارد.

و مسئولیت اجتماعی شرکتی بالا غیرقابل توجه است و این حاکی از این است که وگا بر شرکت‌هایی با مسئولیت اجتماعی شرکتی بالا تاثیری ندارد. ضرایب متغیرهای کنترلی در جدول ۷ نشان می‌دهد که دلتای پاداش مدیر و پاداش‌های نقدی با ریسک شرکتی رابطه‌ی منفی و قابل توجه (معنادار) دارند. سن شرکت با ریسک شرکتی رابطه‌ای منفی دارد از سوی دیگر،

جدول ۷- تاثیر وگای پاداش مدیران بر ریسک شرکت‌هایی با مسئولیت اجتماعی شرکتی بالا و پایین

$\beta_4 \Delta \text{tlat} + \beta_5 \text{Controls}_{it} + \varepsilon_{it} + \text{Low CSR}_{it} * \text{Vega}_{it} + \text{High CSR}_{it} * \text{Vega}_{it} + \beta_7 \text{High CSR}_{it} + \beta_1 + \beta. \text{Firm Risk}_{it} = \beta$				
متغیر	نماد	ضریب	آماره تی	سطح معناداری
عرض از مبدأ	C	۰/۷۸	۲/۸۵	۰/۰۰۵
مسئولیت اجتماعی بالا	High CSR	-۰/۴۶	-۱۲/۱۷	۰/۰۰۰
اثر تعاملی	High CSR* Vega	۲/۱۹	۱/۸۱	۰/۰۷۰
اثر تعاملی	Low CSR* Vega	۰/۴۹	۱۲/۲۲	۰/۰۰۰
دلتای پاداش مدیر	Delta of CEO compensation	-۶/۵۶	-۵/۹۳	۰/۰۰۰
پاداش نقدی	cash compensation	-۰/۰۶	-۵/۷۸	۰/۰۰۰
اندازه	Size	-۰/۱۲	-۵/۷۷	۰/۰۰۰
اهرم مالی	LEV	۰/۱۲	۲/۲۲	۰/۰۲۷
نسبت ارزش دفتری به بازار	Market-to-book	-۰/۱۲	-۱/۲۲	۰/۲۶۳
مخارج سرمایه‌ای	Capital expenditures	-۰/۰۵	-۲/۲۸	۰/۰۲۳
سن شرکت	age	-۰/۱۳	-۲/۲۹	۰/۰۲۳
طول مدت فعالیت مدیرعامل	CEO tenure	۰/۰۸	-۲/۲۶	۰/۰۲۴
اندازه‌ی هیئت مدیره	Board size	-۰/۰۰۵	-۹/۹۹	۰/۰۰۰
استقلال هیات مدیره	independence	-۰/۱۳	-۲/۱۶	۰/۰۳۲
آماره F		۶۲/۹۴		
سطح معناداری آماره F		۰/۰۰۰		
ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۸۳		
آماره دوربین-واتسون		۱/۶۳		

منبع: یافته‌های پژوهش

## ۶- نتیجه‌گیری و بحث

ذینفعان سرمایه‌گذار را تامین کنند، بین منافع ذینفعان سرمایه‌گذار (سهامداران) و ذینفعان غیرسرمایه‌گذار (مشتریان، کارمندان، اجتماع و ...) توازن و تعادل برقرار کنند. هدف از به حد اکثر رساندن منافع ذینفعان رابطه‌ی بین وگا و ریسک شرکت را تعدیل می‌کند چرا که مسئولیت اجتماعی شرکتی محدودیت بیشتری برای ریسک کردن مدیران ارشد اجرایی ایجاد می‌کند. علاوه بر این، مسئولیت اجتماعی شرکتی هنگام عملکرد مالی ضعیف نقش محافظتی در برابر کاهش قیمت دارد و تاثیر وگا بر ریسک شرکتی را کاهش می‌دهد.

نتایج تجربی که در این مطالعه به دست آمده با این پیش بینی‌ها سازگار است. تنها در شرکت‌هایی که منافع ذینفعان سرمایه‌گذار را به حد اکثر می‌رسانند و آن را هدف اولیه‌ی خود

نظریه نمایندگی بیان می‌کند که به حداکثر رساندن ثروت سهامداران هدف اولیه‌ی یک شرکت است و شرکت سایر ذینفعانی را که در بقای بلند مدت و سودآوری شرکت نقش اساسی دارند نادیده می‌گیرد. نظریه‌ی ذینفعان بر این باور است که شرکت‌ها در مسئولیت اجتماعی شرکتی سرمایه‌گذاری می‌کنند تا منافع تمام ذینفعان، منجمله سهامداران را متعادل کنند. از این رو مهم است که بین شرکت‌هایی که در عملکرد اجتماعی رتبه‌ی بالایی دارند و شرکت‌هایی که در این زمینه رتبه‌ی پایینی دارند تمایز قایل شد. این تمایز از این رو حایز اهمیت است که شرکت‌هایی که در مسئولیت اجتماعی شرکتی رتبه‌ی بالایی دارند تمعدا قصد دارند به جای اینکه تنها منافع

## فهرست منابع

- \* حساس‌یگانه، یحیی، قدرت‌اله برزگر (۱۳۹۴)، مدلی برای افشای مسئولیت اجتماعی و پایداری شرکت‌ها و وضعیت موجود آن در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه بورس اوراق بهادار، سال هشتم، شماره ۲۹، صص ۹۱-۱۱۰
- \* دارابی، رویا، وقفی، سید حسام، سلمانیان، مریم، (۱۳۹۵). بررسی ارتباط گزارشگری مسئولیت اجتماعی با ارزش و ریسک شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران فصلنامه حسابداری ارزشی و رفتاری، ۱ (۲)، ۱۹۳-۲۱۳
- \* رحیمی، رضا؛ اسفندیار ملکیان و قدرت‌الله برزگر، (۱۳۹۵). بررسی رابطه بین افشای مسئولیت اجتماعی و ریسک اعتباری بانک‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، چهارمین کنفرانس بین‌المللی پژوهش‌های کاربردی در مدیریت و حسابداری، تهران، دانشگاه شهید بهشتی.
- \* زندی، اناهیتا، فغانی ماکرانی، خسرو. (۱۳۹۷). بررسی تاثیر عملکرد اجتماعی، زیست محیطی (محیطی) و اخلاقی بر عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار. دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت، ۷ (۲۶)، ۱۴۵-۱۵۸
- \* طالقانی غلامرضا، عباس نرگسیان، مصطفی گودرزی. (۱۳۹۰). بررسی تأثیر سرمایه اجتماعی بر مسئولیت اجتماعی سازمان‌ها (مطالعه موردی: اداره کل مالیات غرب استان تهران). فلنامه راهبردی بازرگانی، ۹ (۴۷): ۲۲۹-۲۴۲
- \* عبدلی، محمدرضا؛ حمید پناهی و فاطمه رحیمیان، (۱۳۹۲)، بررسی تاثیر ترکیب هیات مدیره و ساختار مالکیت بر میزان مسوولیت پذیری اجتماعی شرکت‌ها در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، دهمین کنفرانس بین‌المللی مدیریت استراتژیک.
- \* Amihud, Y., Lev, B., (1981). Risk reduction as a managerial motive for conglomerate mergers. The Bell Journal of Economics, 12(2), 605-617.
- \* Arshad, R. and Razak, S.N.A.A., (2011). Corporate Social Responsibility Disclosure and Interaction Effects of Ownership Structure on firm Performance. Business, Engineering and Industrial Applications (ISBEIA), 111, 25-28.
- \* Barnea, A., & Rubin, A., (2010). Corporate social responsibility as a conflict between shareholders. Journal of Business Ethics, 97(1), 71-86.
- \* Benlemlih, M., Shaukat, A., Qiu, Y., & Trojanowski, G. (2016). Environmental and social disclosures and firm risk. Journal of Business Ethics, 1-14

قرار می‌دهند و رتبه‌ی آنها در مسئولیت اجتماعی شرکتی پایین است بین وگا و ریسک شرکتی رابطه مثبت برقرار است. از سوی دیگر، شرکت‌هایی که به حداکثر رساندن تمام ذینفعان را هدف اولیه خود قرار می‌دهند در مسئولیت اجتماعی شرکتی رتبه‌ی بالایی به دست می‌آورند، ریسک شرکت برای چنین شرکت‌هایی بی‌تاثیر است و منجر به رابطه‌ای غیرقابل توجه می‌شود. در مجموع، این نتایج حاکی از این هستند که رابطه‌ی مثبت موجود بین وگا و ریسک شرکت که در پژوهش‌های قبلی بیان شده است، ظاهراً تحت تاثیر عملکرد اجتماعی شرکت بوده و یا از آن نشأت می‌گیرد. این نتایج با تحقیق‌های تجربی قبلی که نشان می‌دهند وگا با ریسک کردن مدیر رابطه‌ی مثبتی دارد هماهنگ هستند (برای نمونه به توفانو ۱۹۹۶؛ گوای ۱۹۹۹؛ راجکوپال و شولین ۲۰۰۲؛ کولز و همکاران ۲۰۰۶، لو ۲۰۰۹ مراجعه کنید). همچنین تحقیق‌هایی که تاثیر مسئولیت اجتماعی شرکتی در کاهش ریسک را تبیین می‌کنند تایید می‌کند (اورلیتسکی و بنجامین ۲۰۰۱؛ لو و باتاچاریا ۲۰۰۹؛ القول و همکاران ۲۰۱۱؛ اوکونومو و همکاران ۲۰۱۲، جو و نا ۲۰۱۲؛ بوسلا و همکاران ۲۰۱۳؛ هارجوت و لاکسامانا ۲۰۱۶). و می‌توان این تاثیر را به سطح بالاتری از پشتیبانی از ناحیه‌ی ذینفعان شرکت‌هایی که مسئولیت اجتماعی شرکتی بهتری دارند تبیین کرد.

یافته‌های این پژوهش برای هیات مدیره پیامدهایی به همراه دارد. به ویژه هیات‌ها باید اهداف عملکرد اجتماعی شرکت را در نظر بگیرند و بسته‌های پاداش مدیران را برای کاهش ریسک مشکلات نمایندگی مرتبط با ریسک طراحی کنند. شرکت‌هایی که در مسئولیت اجتماعی شرکتی رتبه‌ی بالایی دارند ممکن است لازم نباشد برای مدیران خود بسته‌های تشویقی با وگای بالا فراهم کنند. این مطالعه دو کمک عمده به تحقیق‌هایی که در زمینه‌ی مسئولیت اجتماعی شرکتی، ریسک شرکت و مشوق‌های مدیران ارشد اجرایی برای ریسک کردن انجام شده است می‌کند. اولین کمک به تحقیق‌ها در این زمینه این است که مسئولیت اجتماعی شرکتی رابطه‌ی بین وگا و ریسک شرکت را تغییر می‌دهد. وگای پاداش مدیر بر ریسک شرکت‌هایی که مسئولیت اجتماعی شرکتی پایینی دارند، تاثیر مثبت دارد. (یعنی شرکت‌هایی که سعی دارند تنها منافع ذینفعان سرمایه‌گذار را به حد اکثر برسانند)، اما از سوی دیگر وگای پاداش مدیر بر ریسک شرکت‌هایی که مسئولیت اجتماعی شرکتی بالایی دارند، بی‌تاثیر است (یعنی شرکت‌هایی که سعی دارند منافع ذینفعان سرمایه‌گذار و غیرسرمایه‌گذار را به حد اکثر برسانند).

- \* Freeman, R. E., Wicks, A. C., Parmar, B., (2004). Stakeholder theory and “the corporate objective revisited”. *Organization Science*, 15(3), 364-369.
- \* Friend, I., Lang, L. H., (1988). An empirical test of the impact of managerial self-interest on corporate capital structure. *The Journal of Finance*, 43(2), 271-281.
- \* Garcia-Castro, R., Ariño, M. A., Canela, M. A., (2010). Does social performance really lead to financial performance? Accounting for endogeneity. *Journal of Business Ethics*, 92(1), 107-126.
- \* Godfrey, P. C., Merrill, C. B., Hansen, J. M., (2009). The relationship between corporate social responsibility and shareholder value: An empirical test of the risk management hypothesis. *Strategic Management Journal*, 30(4), 425-445.
- \* Guay, W. R., (1999). The sensitivity of CEO wealth to equity risk: an analysis of the magnitude and determinants. *Journal of Financial Economics*, 53(1), 43-71.
- \* Harjoto, M., Laksmana, I., (2016). The Impact of Corporate Social Responsibility on Risk Taking and Firm Value. *Journal of Business Ethics*, 1-21.
- \* Hasan, M. M., & Habib, A. (2017). Corporate life cycle, organizational financial resources and corporate social responsibility. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 13(1), 20-36.
- \* Jensen, M. C., Meckling, W. H., (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- \* Jensen, M. C., (2001). Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function. *Journal of Applied Corporate Finance*, 14(3), 8-21.
- \* Jo, H., Na, H., (2012). Does مسئولیت اجتماعی شرکتی reduce firm risk? Evidence from controversial industry sectors. *Journal of Business Ethics*, 110(4), 441-456.
- \* Karim, K., Lee, E., & Suh, S. (2018). Corporate social responsibility and CEO compensation structure. *Advances in Accounting*.
- \* Li, T., Munir, Q., & Karim, M. R. A. (2017). Nonlinear relationship between CEO power and capital structure: Evidence from China's listed SMEs. *International Review of Economics & Finance*, 47, 1-21.
- \* Low, A., (2009). Managerial risk-taking behavior and equity-based compensation. *Journal of Financial Economics*, 92(3), 470-490.
- \* Luo, X., Bhattacharya, C. B., (2009). The debate over doing good: Corporate social performance, strategic marketing levers, and firm-idiosyncratic risk. *Journal of Marketing*, 73(6), 198-213.
- \* Mahoney, L. S., Thorne, L., (2005). Corporate social responsibility and long-term compensation: Evidence from Canada. *Journal of Business Ethics*, 57(3), 241-253.
- \* Mahoney, L. S., Thorn, L. (2006). An examination of the structure of executive compensation
- \* Borghesi, R., Houston, J. F., Naranjo, A. (2014). Corporate socially responsible investments: CEO altruism, reputation, and shareholder interest. *Journal of Corporate Finance*, 26, 164-81.
- \* Bouslah, K., Kryzanowski, L., M'Zali, B., (2013). The impact of the dimensions of social performance on firm risk. *Journal of Banking & Finance*, 37(4), 1258-1273.
- \* Bouslah, K., Linares-Legarra, J., L., M'Zali, B., Scholtens, B., (2018). CEO risk-taking incentives and socially irresponsible activities. *The British Accounting Review*, 50, 76-92.
- \* Boyallian, P., & Ruiz-Verdú, P. (2015). CEO risk-taking incentives and bank failure during the 2007-2010 financial crisis.
- \* Cai, Y., Jo, H., Pan, C., (2011). Vice or virtue? The impact of corporate social responsibility on executive compensation. *Journal of Business Ethics*, 104(2), 159-173.
- \* Chakraborty, A., Gao, L. S., & Sheikh, S. (2018). Managerial risk taking incentives, corporate social responsibility and firm risk. *Journal of Economics and Business*.
- \* Cheng, H., Hong, H., Scheinkman, J. (2015). Yesterday's heroes: Compensation and creative risk-taking. *Journal of Finance*, 70, 839-879.
- \* Coles, J. L., Daniel, N. D., Naveen, L., (2006). Managerial incentives and risk-taking. *Journal of Financial Economics*, 79(2), 431-468.
- \* Crifo, P., Forget, V.D. (2015). The economics of corporate social responsibility: A firm-level perspective survey. *Journal of Economic Surveys*, 29, 112-130.
- \* Cronqvist, H., Heyman, F., Nilsson, M., Svaleryd, H., Vlachos, J., (2009). Do entrenched managers pay their workers more? *Journal of Finance*, 64(1), 309-339.
- \* Deckop, J. R., Merriman, K. K., Gupta, S., (2006). The effects of CEO pay structure on corporate social performance. *Journal of Management*, 32, 329-342.
- \* El Ghouli, S., Guedhami, O., Kwok, C.C. and Mishra, D.R., (2011). Does corporate social responsibility affect the cost of capital?. *Journal of Banking & Finance*, 35(9), pp.2388-2406.
- \* Erhemjants, O., Li, Q., Venkateswaran, A., (2013). Corporate social responsibility and its impact on firms' investment policy, organizational structure, and performance. *Journal of Business Ethics*, 118(2), 395-412.
- \* Fabrizi, M., Mallin, C., Michelon, G., (2014). The role of CEO's personal incentives in driving corporate social responsibility. *Journal of Business Ethics*, 124(2), 311-326.
- \* Freeman, R. E., (1984). *Strategic management: A stakeholder perspective*. Boston, MA: Pitman Publishing Inc.
- \* Freeman, R. E., McVea, J., (2001). *A stakeholder approach to strategic management*. Hitt, M.A., Freeman, R.E., Harrison, J.S. (Eds.), *Handbook of Strategic Management*. Blackwell, Oxford, 189-207.

- \* Rajgopal, S., Shevlin, T., (2002). Empirical evidence on the relation between stock option compensation and risk taking. *Journal of Accounting and Economics*, 33(2), 145-171.
- \* Rekker, S., Benson, K., & Faff, R. (2014). Corporate social responsibility and CEO compensation revisited: Do disaggregation, market stress, gender matter? *Journal of Economics and Business*, 72, 84-103.
- \* Salvsky and Zvlch (2014). The relationship between the disclosure of corporate social responsibility and quality of earnings. *Scand. J. Econ.* 95, ۶۲۵-۶۰۷.
- \* Smith, C. W., Stulz, R. M., (1985). The determinants of firms' hedging policies. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 20(04), 391-405.
- \* Tufano, P., (1996). Who manages risk? An empirical examination of risk management practices in the gold mining industry. *Journal of Finance*, 51(4), 1097-1137.
- \* Van Beurden, P., Gössling, T., (2008). The worth of values—a literature review on the relation between corporate social and financial performance. *Journal of Business Ethics*, 82(2), 407-424.
- \* Wahba, H., & Elsayed, K. (2015). The mediating effect of financial performance on the relationship between social responsibility and ownership structure. *Future Business Journal*, 1(1), 1-12.
- and corporate social responsibility: A Canadian investigation. *Journal of Business Ethics*, 69, 149-162.
- \* Mason, C., Simmons, J., (2014). Embedding corporate social responsibility in corporate governance: A stakeholder systems approach. *Journal of Business Ethics*, 119(1), 77-86.
- \* McGuire, J., Dow, S., Argheyd, K., (2003). CEO incentives and corporate social performance. *Journal of Business Ethics*, 45(4), 341-359.
- \* McWilliams, A., Siegel, D. (2001). Corporate social responsibility: A theory of the firm perspective. *Academy of Management Review*, 26, 117-127.
- \* Oikonomou, I., Brooks, C., Pavelin, S., (2012). The impact of corporate social performance on financial risk and utility: A longitudinal analysis. *Financial Management*, 41(2), 483-515.
- \* Orlitzky, M., Benjamin, J. D., (2001). Corporate social performance and firm risk: A meta-analytic review. *Business & Society*, 40(4), 369-396.
- \* Orlitzky, M., Schmidt, F. L., Rynes, S. L., (2003). Corporate social and financial performance: A meta-analysis. *Organization Studies*, 24(3), 403-441.
- \* Pagano, M., Volpin, P. F., (2005). Managers, workers, and corporate control. *Journal of Finance*, 60(2), 841-868.
- \* Park. (2017). Corporate social responsibility and systematic risk of restaurant firms: The moderating role of geographical diversification. *Tourism Management*, 59, 610-620.

پیوست  
مانایی

Panel unit root test: Summary  
Series: AGE  
Date: 12/01/18 Time: 13:09  
Sample: 1390 1396  
Exogenous variables: Individual effects  
User-specified lags: 1  
Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel  
Balanced observations for each test

Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs
Null: Unit root (assumes common unit root process)				
Levin, Lin & Chu t*	-40.8721	0.0000	103	515
Null: Unit root (assumes individual unit root process)				
Im, Pesaran and Shin W-stat	-115.040	0.0000	103	515
ADF - Fisher Chi-square	992.366	0.0000	103	515
PP - Fisher Chi-square	949.571	0.0000	103	618

\*\* Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

Panel unit root test: Summary

Series: CAPITALEXPENDITURES

Date: 12/01/18 Time: 13:15

Sample: 1390 1396

Exogenous variables: Individual effects

User-specified lags: 1

Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Balanced observations for each test

Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs
<b>Null: Unit root (assumes common unit root process)</b>				
Levin, Lin & Chu t*	-9.64500	0.0000	103	515
<b>Null: Unit root (assumes individual unit root process)</b>				
Im, Pesaran and Shin W-stat	0.44091	0.6704	103	515
ADF - Fisher Chi-square	231.810	0.1048	103	515
PP - Fisher Chi-square	296.593	0.0000	103	618

\*\* Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

Panel unit root test: Summary

Series: CASHCOMPENSATION

Date: 12/01/18 Time: 13:16

Sample: 1390 1396

Exogenous variables: Individual effects

User-specified lags: 1

Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Balanced observations for each test

Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs
<b>Null: Unit root (assumes common unit root process)</b>				
Levin, Lin & Chu t*	-14.5191	0.0000	72	360
<b>Null: Unit root (assumes individual unit root process)</b>				
Im, Pesaran and Shin W-stat	-0.94412	0.1726	72	360
ADF - Fisher Chi-square	174.353	0.0432	72	360
PP - Fisher Chi-square	176.854	0.0326	72	432

\*\* Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

Panel unit root test: Summary

Series: DELTA

Date: 12/01/18 Time: 13:18

Sample: 1390 1396

Exogenous variables: Individual effects

User-specified lags: 1

Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Balanced observations for each test

Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs
<b>Null: Unit root (assumes common unit root process)</b>				
Levin, Lin & Chu t*	-598.318	0.0000	99	495
<b>Null: Unit root (assumes individual unit root process)</b>				
Im, Pesaran and Shin W-stat	-81.8074	0.0000	99	495
ADF - Fisher Chi-square	364.340	0.0000	99	495
PP - Fisher Chi-square	405.170	0.0000	99	594

\*\* Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

Panel unit root test: Summary

Series: INDEPENDENCE

Date: 12/01/18 Time: 13:19

Sample: 1390 1396

Exogenous variables: Individual effects

User-specified lags: 1

Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Balanced observations for each test

Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs
<b>Null: Unit root (assumes common unit root process)</b>				
Levin, Lin & Chu t*	-7.17435	0.0000	17	85
<b>Null: Unit root (assumes individual unit root process)</b>				
Im, Pesaran and Shin W-stat	0.00088	0.5004	14	70
ADF - Fisher Chi-square	29.1930	0.4028	14	70
PP - Fisher Chi-square	28.7224	0.4267	14	84

\*\* Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.



Panel unit root test: Summary

Series: LCSR

Date: 12/01/18 Time: 13:20

Sample: 1390 1396

Exogenous variables: Individual effects

User-specified lags: 1

Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Balanced observations for each test

Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs
<b>Null: Unit root (assumes common unit root process)</b>				
Levin, Lin & Chu t*	-11.1563	0.0000	68	340
<b>Null: Unit root (assumes individual unit root process)</b>				
Im, Pesaran and Shin W-stat	-0.90146	0.1837	61	305
ADF - Fisher Chi-square	150.208	0.0423	61	305
PP - Fisher Chi-square	238.221	0.0000	61	366

\*\* Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

Panel unit root test: Summary

Series: LEV

Date: 12/01/18 Time: 13:20

Sample: 1390 1396

Exogenous variables: Individual effects

User-specified lags: 1

Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Balanced observations for each test

Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs
<b>Null: Unit root (assumes common unit root process)</b>				
Levin, Lin & Chu t*	-13.3496	0.0000	103	515
<b>Null: Unit root (assumes individual unit root process)</b>				
Im, Pesaran and Shin W-stat	-1.30000	0.0968	103	515
ADF - Fisher Chi-square	271.844	0.0014	103	515
PP - Fisher Chi-square	342.391	0.0000	103	618

\*\* Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

Panel unit root test: Summary

Series: MARKET

Date: 12/01/18 Time: 13:23

Sample: 1390 1396

Exogenous variables: Individual effects

User-specified lags: 1

Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Balanced observations for each test

Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs
<b>Null: Unit root (assumes common unit root process)</b>				
Levin, Lin & Chu t*	-592.335	0.0000	87	435
<b>Null: Unit root (assumes individual unit root process)</b>				
Im, Pesaran and Shin W-stat	-73.1181	0.0000	82	410
ADF - Fisher Chi-square	200.473	0.0276	82	410
PP - Fisher Chi-square	198.984	0.0325	82	492

\*\* Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

Panel unit root test: Summary

Series: RISK

Date: 12/01/18 Time: 13:24

Sample: 1390 1396

Exogenous variables: Individual effects

User-specified lags: 1

Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Balanced observations for each test

Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs
<b>Null: Unit root (assumes common unit root process)</b>				
Levin, Lin & Chu t*	-54.8020	0.0000	103	515
<b>Null: Unit root (assumes individual unit root process)</b>				
Im, Pesaran and Shin W-stat	-11.3449	0.0000	103	515
ADF - Fisher Chi-square	478.383	0.0000	103	515
PP - Fisher Chi-square	521.615	0.0000	103	618

\*\* Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

Panel unit root test: Summary

Series: SIZE

Date: 12/01/18 Time: 13:25

Sample: 1390 1396

Exogenous variables: Individual effects

User-specified lags: 1

Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Balanced observations for each test

Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs
Null: Unit root (assumes common unit root process)				
Levin, Lin & Chu t*	-30.2487	0.0000	103	515
Null: Unit root (assumes individual unit root process)				
Im, Pesaran and Shin W-stat	-2.11436	0.0172	103	515
ADF - Fisher Chi-square	257.397	0.0087	103	515
PP - Fisher Chi-square	288.466	0.0001	103	618

\*\* Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

Panel unit root test: Summary

Series: TENURE

Date: 12/01/18 Time: 13:34

Sample: 1390 1396

Exogenous variables: Individual effects

User-specified lags: 1

Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Balanced observations for each test

Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs
Null: Unit root (assumes common unit root process)				
Levin, Lin & Chu t*	-7.34194	0.0000	52	260
Null: Unit root (assumes individual unit root process)				
Im, Pesaran and Shin W-stat	0.12215	0.5486	50	250
ADF - Fisher Chi-square	95.0155	0.6221	50	250
PP - Fisher Chi-square	166.508	0.0000	49	294

\*\* Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

Panel unit root test: Summary

Series: VEGA

Date: 12/01/18 Time: 13:36

Sample: 1390 1396

Exogenous variables: Individual effects

User-specified lags: 1

Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Balanced observations for each test

Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs
Null: Unit root (assumes common unit root process)				
Levin, Lin & Chu t*	-76.0409	0.0000	102	510
Null: Unit root (assumes individual unit root process)				
Im, Pesaran and Shin W-stat	-7.06360	0.0000	102	510
ADF - Fisher Chi-square	287.343	0.0001	102	510
PP - Fisher Chi-square	452.393	0.0000	102	612

\*\* Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

Panel unit root test: Summary

Series: BOARDSIZE

Date: 12/03/18 Time: 15:56

Sample: 1390 1396

Exogenous variables: Individual effects

User-specified lags: 1

Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Balanced observations for each test

Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs
Null: Unit root (assumes common unit root process)				
Levin, Lin & Chu t*	-2.88320	0.0020	3	15
Null: Unit root (assumes individual unit root process)				
Im, Pesaran and Shin W-stat	-0.74446	0.2283	2	10
ADF - Fisher Chi-square	6.98168	0.1369	2	10
PP - Fisher Chi-square	15.5848	0.0036	2	12

\*\* Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

Redundant Fixed Effects Tests

Equation: EQ02

Test cross-section fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	2.384673	(31,117)	0.0004
Cross-section Chi-square	78.842663	31	0.0000

Correlated Random Effects - Hausman Test

Equation: EQ02

Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	39.897931	12	0.0001

رگرسیون اول

Dependent Variable: RISK

Method: Panel Least Squares

Date: 12/03/18 Time: 15:03

Sample: 1390 1396

Periods included: 7

Cross-sections included: 152

Total panel (unbalanced) observations: 1060

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
VEGA	0.461874	0.043665	10.57758	0.0000
CSR	-0.027072	0.013972	-1.937597	0.0546
DELTA	-0.005050	0.000543	-9.293092	0.0000
TENURE	0.109918	0.023928	4.593648	0.0000
BOARDSIZE	-0.065291	0.026411	-2.472102	0.0146
CASHCOMPENSATION	-0.115474	0.054076	-2.135427	0.0344
AGE	-0.096512	0.049686	-1.942437	0.0540
LEV	0.037559	0.013763	2.728988	0.0071
SIZE	-0.127431	0.027493	-4.635037	0.0000
CAPITALEXPENDITURES	-0.016690	0.010708	-1.558722	0.1212
MARKET	-0.131382	0.060490	-2.171955	0.0315
INDEPENDENCE	-0.010759	0.006975	-1.542478	0.1251
C	1.136694	0.145667	7.803384	0.0000
R-squared	0.837957	Mean dependent var		1.349007
Adjusted R-squared	0.824819	S.D. dependent var		0.348244
S.E. of regression	0.145756	Akaike info criterion		-0.936463
Sum squared resid	3.144243	Schwarz criterion		-0.687654
Log likelihood	88.38531	Hannan-Quinn criter.		-0.835437
F-statistic	63.77830	Durbin-Watson stat		1.651166
Prob(F-statistic)	0.000000			

## Redundant Fixed Effects Tests

Equation: Untitled

Test cross-section fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	2.246562	(31,118)	0.0010
Cross-section Chi-square	75.145127	31	0.0000

## Correlated Random Effects - Hausman Test

Equation: Untitled

Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	37.054424	12	0.0002

Dependent Variable:RISK

Method: Panel Least Squares

Date: 12/03/18 Time: 14:04

Sample: 1390 1396

Periods included: 7

Cross-sections included: 152

Total panel (unbalanced) observations:1060

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
VEGA*LOW	0.494123	0.040408	12.22819	0.0000
HIGH	-0.462400	0.037991	-12.17115	0.0000
DELTA	-6.565141	1.105558	-5.938304	0.0000
BOARDSIZE	-0.005072	0.000507	-9.996056	0.0000
SIZE	-0.124128	0.021496	-5.774597	0.0000
LEV	0.125715	0.056467	2.226350	0.0275
AGE	-0.130510	0.056895	-2.293854	0.0232
TENURE	0.085971	0.037913	2.267579	0.0248
VEGA*HIGH	0.033987	0.020387	1.667072	0.0976
INDEPENDENCE	-0.133919	0.061999	-2.160020	0.0324
CAPITALEXPENDITURES	-0.054673	0.023916	-2.286100	0.0237
MARKET	-0.158246	0.141033	-1.122051	0.2637
CASHCOMPENSATION	-0.062373	0.010774	-5.789454	0.0000
C	0.781848	0.274324	2.850091	0.0050
R-squared	0.847712	Mean dependent var		1.349007
Adjusted R-squared	0.834244	S.D. dependent var		0.348244
S.E. of regression	0.141781	Akaike info criterion		-0.986124
Sum squared resid	2.954975	Schwarz criterion		-0.718176
Log likelihood	93.38300	Hannan-Quinn criter.		-0.877326
F-statistic	62.94409	Durbin-Watson stat		1.631664
Prob(F-statistic)	0.000000			

- <sup>1</sup> Vega
- <sup>2</sup> Chakraborty et al
- <sup>3</sup> Levin, Lin and Chu
- <sup>4</sup> Tenure
- <sup>5</sup> Tenure