Economics and Financial Policymaking

Journal Homepage: www.journalefp.com

Economics and Financial Policymaking

ORGINAL RESEARCH PAPER

Analyzing the Role of Stakeholder Governance on the Relationship between Corporate Social Responsibility and Idiosyncratic Risk

Yassaman Khalili * ; Zahra Beyranvand

Department of Accounting, Payame Noor University, Tehran, Iran

. Corresponding Author's Email: y_khalili@pnu.ac.ir

P A P E R I N F O

Paper history:
Received: 16 Aug 2026
Revised: 04 Sep 2026
Accepted in revised form: 15 Sep 2026
Published: 31 Dec 2026

***Keywords*:**
Corporate Social Responsibility;
Idiosyncratic Risk;
Stakeholder Governance;
Performance.

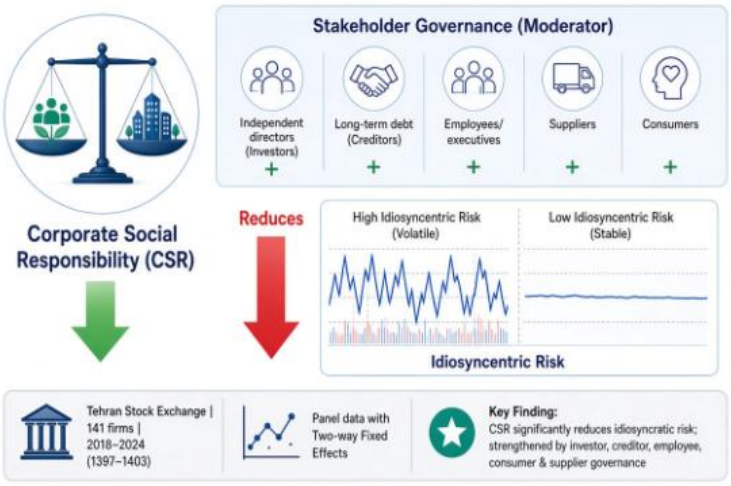
How to cite: Khalili, Y., & Beyranvand, Z., (2026). Analyzing the Role of Stakeholder Governance on the Relationship between Corporate Social Responsibility and Idiosyncratic Risk, *Economics and Financial Policymaking*, *3*(4), 499-512.

https://doi.org/10.22034/efp.2026.2097674.1078

©2026 the authors. This is an open access article under the terms of the Creative Commons Attribution-NonCommercial 4.0 International (CC BY-NC 4.0) License.

A B S T R A C T

In today's business environment, corporate responsibility extends beyond profitability and shareholder value creation; firms are also expected to be accountable to society and the environment. Disclosure of corporate social responsibility (CSR) not only contributes to sustainable development but can also reduce idiosyncratic risk. Focusing on stakeholder governance as a moderating variable, this study examines the role of this mechanism in strengthening the inverse relationship between CSR and the reduction of idiosyncratic risk.The research is applied in terms of purpose and descriptive-correlational in terms of method. The statistical population consists of companies listed on the Tehran Stock Exchange during the period 2018–2024 (Iranian calendar years 1397–1403, seven years). Using purposive sampling, 141 companies (987 firm-year observations) were selected as the sample. Required data were collected from the audited financial statements of the companies via the Rahavard Novin software and the CODAL database, and subsequently processed. The research variables were tested using a multivariate regression model and the panel data method with firm and time fixed effects and two-way clustered robust standard errors.The results indicate that corporate social responsibility has a significant inverse (negative) relationship with idiosyncratic risk; that is, companies with better CSR performance significantly reduce their level of idiosyncratic risk. Moreover, stakeholder governance moderates the relationship between CSR and idiosyncratic risk. In particular, the governance of investors, creditors, employees, and consumers significantly strengthens the positive effect of corporate social responsibility on the reduction of idiosyncratic risk. Supplier governance also shows a significant negative interaction effect, which is discussed in the Iranian institutional context.



1. Introduction

In contemporary business environments, corporate responsibility has expanded beyond profitability and shareholder value creation. Firms are increasingly expected to address societal and environmental concerns. Corporate social responsibility (CSR) not only contributes to sustainable development but can also reduce firm-specific (idiosyncratic) risk by mitigating information asymmetry, enhancing reputational capital, and moderating market reactions to negative events. Idiosyncratic risk constitutes the portion of return volatility unexplained by market-wide factors and is particularly relevant for minority shareholders

who cannot fully diversify it.The effectiveness of CSR in reducing idiosyncratic risk is not automatic; it depends on the quality of stakeholder governance. Stakeholder governance refers to the monitoring and pressure exerted by key resource providers investors, creditors, employees, suppliers, and consumers. Drawing primarily on stakeholder theory and resource-dependence theory, with agency theory and signaling theory as complementary mechanisms, this study argues that stronger stakeholder oversight transforms CSR from symbolic to substantive, thereby amplifying its risk-reducing effect.

While international studies, particularly those conducted in China and developed markets, have examined related relationships, evidence from the Iranian capital market remains scarce. This study addresses this gap by investigating both the direct effect of CSR on idiosyncratic risk and the moderating role of five dimensions of stakeholder governance among firms listed on the Tehran Stock Exchange during 2018–2024. The research aims to provide context-specific insights into how stakeholder power shapes the risk-management benefits of CSR in an emerging-market institutional setting.

2. Methodology

This study is applied in purpose and descriptive-correlational in design. The statistical population comprises all non-financial firms listed on the Tehran Stock Exchange from 2018 to 2024 (Iranian calendar years 1397–1403). After systematic screening continuous listing from the start of the period, exclusion of investment and financial intermediary firms, fiscal year ending 29 Esfand, continuous trading, and absence of accumulated losses indicating technical bankruptcy the final sample consists of 141 firms and 987 firm-year observations (unbalanced panel). Idiosyncratic risk, the dependent variable, is measured using the Fama–French five-factor model estimated at the weekly frequency. After obtaining residuals, idiosyncratic risk for each firm-year is calculated as the standard deviation of those weekly residuals. By construction, this measure is non-negative. CSR is quantified through content analysis of corporate disclosures across four dimensions: employee relations, product and service quality, community participation, and environmental protection. Each item is scored from 0 to 3 based on disclosure depth and quality, and an aggregate score is computed. Stakeholder governance is operationalized in five dimensions, each with explicit theoretical justification:

- Investor governance: proportion of independent directors (external monitoring intensity);
- Creditor governance: long-term debt to total assets (creditor monitoring incentives via covenants);
- Employee governance: proportion of executive directors (alignment of employee interests);
- Supplier governance: accounts payable to current liabilities (supplier bargaining power);
- Consumer governance: natural log of operating revenue to average receivables (market discipline through customer relationships).

Control variables include firm size, firm age, Tobin's Q, return on assets, dividend payout ratio, state ownership, and operating cash-flow ratio. Industry and year fixed effects are incorporated.

Two panel-data models are estimated. Model 1 tests the direct effect of CSR on idiosyncratic risk. Model 2 simultaneously includes the five stakeholder-governance variables and their interactions with CSR (after centering). Estimation employs firm and time fixed effects with two-way clustered robust standard errors (clustered by firm and year). Cross-sectional dependence is assessed via Pesaran's CD test and serial correlation via the Wooldridge panel test.

3. Results and Discussion

Descriptive statistics show a mean idiosyncratic risk of approximately 0.36 (positive and consistent with a standard-deviation measure) and a mean CSR score of 2.52. Diagnostic tests confirm the appropriateness of the two-way fixed-effects specification with clustered robust standard errors. Results from Model 1 reveal a statistically significant negative relationship between CSR and idiosyncratic risk, supporting the first hypothesis. Firms with higher CSR performance exhibit significantly lower firm-specific volatility. In Model 2, explanatory power increases substantially. All five interaction terms are negative and statistically significant. Investor, creditor, employee, and consumer governance strengthen the risk-reducing effect of CSR. Notably, supplier governance also exhibits a significant negative interaction. This finding contrasts with Wang and Yang (2023), who reported a weakening effect of supplier governance in the Chinese context. The divergence can be attributed to institutional features of the Iranian market, including more concentrated supply chains, greater dependence on a limited number of large counterparties, and relatively weaker formal contract enforcement. Under these conditions, supplier dependence appears to function as an effective monitoring channel rather than a source of collusion, thereby reinforcing rather than attenuating the beneficial impact of CSR on idiosyncratic risk.

Overall, the results demonstrate that stakeholder governance plays a critical moderating role: when key stakeholders exercise stronger oversight, CSR initiatives become more substantive and their capacity to stabilize firm-specific risk is enhanced.

The findings of this study offer several actionable implications for policymakers and regulators in emerging markets. First, securities regulators should move toward more stringent and standardized mandatory CSR disclosure requirements. Improved disclosure quality can reduce information asymmetry and enable stakeholders to perform more effective monitoring. Second, corporate governance codes need to be updated to explicitly strengthen the oversight role of key stakeholders particularly independent directors, long-term creditors, and employees rather than focusing predominantly on shareholder rights. Third, policymakers may design incentive mechanisms, such as preferential access to financing or official recognition programs, for firms that demonstrate substantive CSR performance together with robust stakeholder governance structures.

In the Iranian context, the strengthening effect of supplier governance highlights the need for greater regulatory attention to supply-chain transparency and fairness. Enhancing contract enforcement and reducing excessive dependence on a limited number of counterparties can further reinforce the monitoring capacity of suppliers. Collectively, these policy measures can contribute to lower firm-specific risk, improved market stability, and more sustainable corporate behavior.

4. Conclusions

This study examined the relationship between corporate social responsibility and idiosyncratic risk, as well as the moderating role of stakeholder governance, using a sample of 141 non-financial firms listed on the Tehran Stock Exchange over the period 2018–2024 (987 firm-year observations). The results show that CSR has a significant negative effect on idiosyncratic risk. Moreover, stakeholder governance significantly moderates this relationship: governance by investors, creditors, employees, and consumers strengthens the risk-reducing effect of CSR. Supplier governance also exhibits a significant negative interaction effect, which differs from prior evidence from China and appears to reflect the institutional characteristics of the Iranian market. Theoretically, the study contributes by situating the CSR–risk relationship within a coherent stakeholder and resource-dependence framework and by demonstrating that institutional context can alter the nature of moderation effects. From a practical standpoint, the findings indicate that CSR is most effective as a risk-management tool when supported by strong stakeholder oversight. The research is limited to non-financial listed firms within a specific time window. Future studies could incorporate macroeconomic variables, explore industry differences, employ alternative CSR measures, and extend the analysis to the banking sector. Overall, the evidence suggests that integrating genuine corporate social responsibility with empowered stakeholder governance is an effective strategy for reducing firm-specific risk in emerging markets.

Acknowledgments

The authors extend their sincere gratitude to the anonymous peer reviewers for their insightful critiques and constructive suggestions, which significantly enhanced the clarity and scholarly rigor of this manuscript.

Author Contributions

All authors contributed equally to the conception, preparation, and writing of this manuscript.

Conflict of Interest

The authors, while observing publication ethics in the referencing, declare the absence of interest of conflict.

AI Use Statement

The authors retain full responsibility for the accuracy, originality, integrity, legality, and ethical compliance of all text, data, tables, figures, analyses, references, and conclusions, and have verified all AI-assisted outputs. Any fabrication, falsification, manipulation, plagiarism, copyright infringement, or other misuse of AI remains solely the responsibility of the authors and does not transfer or diminish their accountability for the published work.

نشریه اقتصاد و سیاست‌گذاری مالی

journal homepage: www.journalefp.com

اقتصاد و سیاست‌گذاری مالی

تحلیل نقش حکمرانی ذینفعان بر رابطه مسئولیت اجتماعی و ریسک خاص شرکت

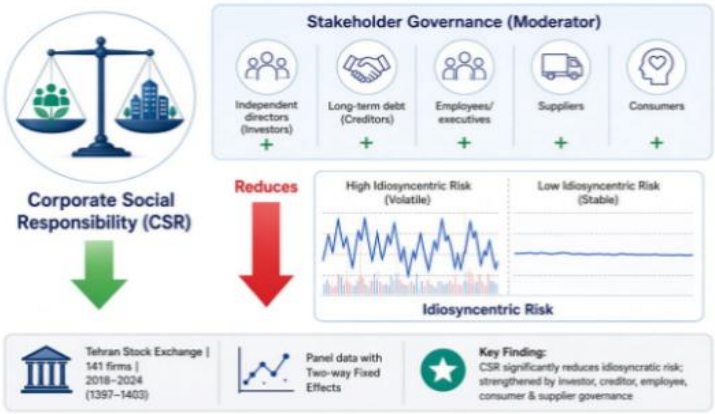
یاسمن خلیلی *، زهرا بیرانوند

گروه حسابداری، دانشگاه پیام نور، تهران، ایران.

*. ایمیل نویسنده مسئول: y_khalili@pnu.ac.ir

چکیده

در دنیای امروز، مسئولیت شرکت‌ها فراتر از سودآوری و منافع سهامداران قرار گرفته و شرکت‌ها باید پاسخگو به جامعه و محیط زیست نیز باشند. افشای مسئولیت اجتماعی شرکتی نه تنها به توسعه پایدار کمک می‌کند، بلکه می‌تواند ریسک خاص را کاهش دهد. این پژوهش با تمرکز بر حکمرانی ذینفعان به‌عنوان متغیر تعدیل‌کننده، نقش این سازوکار را در تقویت رابطه معکوس مسئولیت اجتماعی و کاهش ریسک خاص بررسی می‌کند. روش‌شناسی پژوهش از نظر هدف کاربردی و از نظر روش توصیفی-همبستگی است. جامعه آماری شامل شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۷ تا ۱۴۰۳ بوده و با روش نمونه‌گیری هدفمند، ۱۴۱ شرکت‌به‌عنوان نمونه انتخاب شدند. داده‌های مورد نیاز از صورت‌های مالی حسابرسی‌شده شرکت‌ها، از طریق نرم‌افزار ره‌آورد نوین و پایگاه اطلاعاتی کدال جمع‌آوری و سپس پردازش شد. متغیرهای پژوهش با استفاده از مدل رگرسیونی چندمتغیره و روش داده‌های ترکیبی با اثرات ثابت شرکت و زمان و خطاهای استاندارد مقاوم خوشه‌بندی‌شده دوطرفه مورد آزمون قرار گرفت. نتایج پژوهش نشان داد که مسئولیت اجتماعی شرکت با ریسک خاص رابطه معکوس و معنادار دارد؛ یعنی شرکت‌هایی که عملکرد بهتری در مسئولیت‌های اجتماعی خود دارند، سطح ریسک خاص خود را به‌طور معناداری کاهش می‌دهند. همچنین حکمرانی ذینفعان رابطه مسئولیت اجتماعی-ریسک خاص را تعدیل می‌کند. به‌ویژه حکمرانی سرمایه‌گذاران، اعتباردهندگان، کارکنان و مصرف‌کنندگان، اثر مثبت مسئولیت اجتماعی بر کاهش ریسک خاص را به‌طور معنادار تقویت می‌کنند. حکمرانی تأمین‌کنندگان نیز اثر تعاملی منفی و معناداری نشان داد که در چارچوب ویژگی‌های نهادی بازار ایران مورد بحث قرار گرفته است.



اطلاعات مقاله

تاریخچه مقاله :

تاریخ دریافت: ۱۴۰۵/۰۵/۲۵

تاریخ بازنگری: ۱۴۰۵/۰۶/۱۳

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۵/۰۶/۲۴

تاریخ انتشار: ۱۴۰۵/۱۰/۱۰

کلیدواژگان:

حکمرانی ذینفعان

مسئولیت اجتماعی شرکتی

ریسک خاص

عملکرد

شیوه استناددهی:

خلیلی، یاسمن.، و بیرانوند، زهرا.، (۱۴۰۵). تحلیل نقش حکمرانی ذینفعان بر رابطه مسئولیت اجتماعی و ریسک خاص شرکت، *اقتصاد و سیاست‌گذاری مالی*، ۳(۴)، ۴۹۹-۵۱۲.

https://doi.org/10.22034/efp.2026.2097674.1078

© ۱۴۰۵ تمامی حقوق انتشار این مقاله متعلق به نویسنده است. انتشار این مقاله به‌صورت دسترسی آزاد مطابق گواهی (CC)

۱- مقدمه

در سال‌های اخیر، مسئولیت اجتماعی شرکتی به یک جزء ضروری از توسعه پایدار شرکت‌ها و مدیریت ریسک تبدیل شده است (شی و همکاران[1]، ۲۰۲۵). از یک‌سو، انجام تعهدات مسئولیت اجتماعی شرکتی به شرکت‌ها کمک می‌کند تا سرمایه اعتباری قوی ایجاد

1. Shi et al.

کنند، عدم تقارن اطلاعاتی را کاهش دهند و اعتماد سرمایه‌گذاران را افزایش دهند. از سوی دیگر، غفلت از مسئولیت اجتماعی می‌تواند تضاد ذینفعان را تشدید کرده و مکانیسم‌های نظارت خارجی را فعال کند و در نتیجه ریسک سقوط قیمت سهام شرکت‌ها را افزایش دهد (وو و همکاران[1]، ۲۰۲۵). تحقیقات موجود نشان می‌دهد که وقتی شرکت‌ها سطح بالایی از مسئولیت اجتماعی شرکتی را نشان می‌دهند، بازار به اطلاعات منفی ناگهانی واکنش منطقی‌تری نشان می‌دهد و قیمت سهام آنها ثبات بیشتری را نشان می‌دهد (لیانگ و چن[2]، ۲۰۲۴). مسئولیت اجتماعی شرکتی مفهومی است که شرکت‌ها را ملزم می‌کند فراتر از کسب سود عمل کنند؛ در عوض، آنها باید بر بهبود جامعه و محیط زیست تمرکز کنند (هونجرا و همکاران[3]، ۲۰۲۴). این مفهوم از جنبه‌های گوناگون مورد توجه سرمایه‌گذاران، تحلیل‌گران، مدیران اجرایی و پژوهشگران قرار گرفته است. در دنیای امروز، سهامداران تمایل دارند در شرکت‌هایی سرمایه‌گذاری کنند که مسئولیت‌های اجتماعی خود را به نحو شایسته و مؤثر ایفا نمایند (چونگ[4]، ۲۰۱۶). ریسک خاص به ریسک غیرسیستماتیکی اشاره دارد که با تغییرات در بازده بازار قابل توضیح نیست (کمپبل و همکاران[5]، ۲۰۰۸). سهامداران خرد نمی‌توانند ریسک خاص را از طریق پرتفوی سرمایه‌گذاری خود به‌طور کامل متنوع کنند و کمتر قادر به مقاومت در برابر ریسک هستند، زیرا سرمایه کافی برای تقلید از پرتفوی بازار ندارند. بنابراین، کاهش ریسک خاص برای تقویت حمایت از سهامداران اقلیت مهم است (آگوستو گونزالس و همکاران[6]، ۲۰۱۷). نظریه اصلی این مطالعه، ترکیبی از نظریه ذینفعان و نظریه وابستگی به منابع است. ذینفعان منابع ضروری (سرمایه مالی، سرمایه انسانی، مواد اولیه و تقاضا) را در اختیار شرکت قرار می‌دهند و از این طریق قدرت نظارت و فشار برای اجرای واقعی (و نه نمادین) مسئولیت اجتماعی را دارند. هنگامی که این فشار مؤثر باشد، مسئولیت اجتماعی به رفتار واقعی تبدیل می‌شود، تضاد نمایندگی و عدم‌تقارن اطلاعاتی کاهش می‌یابد (نظریه نمایندگی به‌عنوان مکانیزم مکمل)، و سیگنال‌های مثبت معتبری به بازار ارسال می‌شود (نظریه سیگنالینگ به‌عنوان تبیین مکمل). نظریه مشروعیت نیز هم‌راستایی با هنجارهای محیطی را به‌عنوان عامل ثبات‌بخش ریسک خاص تقویت می‌کند. این زنجیره منطقی به‌روشنی توضیح می‌دهد که چرا حکمرانی قوی‌تر ذینفعان شیب رابطه منفی مسئولیت اجتماعی و ریسک خاص را تندتر می‌کند.

بنگاه‌ها به‌عنوان ستون اصلی اقتصاد بازار، برای عملکرد کلی اقتصادی و توسعه اجتماعی اهمیت زیادی دارند و حکمرانی شرکتی و مسئولیت اجتماعی به‌طور سنتی مسائل کلیدی بوده‌اند که بنگاه‌ها برای حفظ فعالیت‌های خود باید با آن‌ها مواجه شوند. محققان داخلی مطالعات متعددی در مورد پیامدهای مالی حکمرانی شرکتی و مسئولیت اجتماعی انجام داده‌اند، اما هنوز به ریسک‌های خاص مرتبط با افزایش عملکرد مالی توجه کافی نکرده‌اند، که این موضوع می‌تواند به‌راحتی شرکت‌ها را گمراه کند تا بر سود کوتاه‌مدت تمرکز کنند. توسعه پایدار بلندمدت مسئولیت اجتماعی به‌عنوان یک رفتار استراتژیک شرکتی برای مطالعه ریسک خاص شرکت و تشریح مکانیسم‌ها ضروری است. مسئولیت اجتماعی زیربنای نقش حکمرانی ذینفعان و ریسک خاص و انگیزه مسئولیت اجتماعی شرکت است (وانگ و یانگ[7]، ۲۰۲۳). با توجه به اهمیت موارد ذکرشده، این پژوهش مکانیسم اثر بازدارنده مسئولیت اجتماعی بر ریسک خاص را تحلیل می‌کند. بررسی ادبیات پژوهش نشان داده است که مطالعات کمی وجود دارد که مستقیماً رابطه بین آن‌ها را بررسی کرده‌اند. بنابراین، این پژوهش دیدگاه جدیدی برای بررسی پیامدهای اجرای مسئولیت اجتماعی ارائه می‌دهد. همچنین این پژوهش، رابطه بین اجرای مسئولیت اجتماعی و ریسک خاص را از منظر حکمرانی ذینفعان بر اساس ابعاد مختلف بررسی می‌کند و ابعاد مختلف حکمرانی ذینفعان را در نظر می‌گیرد. این پژوهش ادبیات موضوعی حکمرانی شرکتی و مسئولیت اجتماعی را غنی می‌کند، که منجر به ایجاد انگیزه در شرکت‌ها برای انجام فعالانه مسئولیت اجتماعی خود و ایجاد یک مکانیسم حکمرانی ذینفعان سالم می‌شود.

شکاف پژوهشی اصلی، کمبود شواهد تجربی از بازار سرمایه ایران به‌عنوان یک بازار نوظهور با ویژگی‌های نهادی خاص است. در حالی که مطالعات بین‌المللی (به‌ویژه در بازارهای توسعه‌یافته و چین) این روابط را بررسی کرده‌اند، شواهد محدودی از بورس اوراق بهادار تهران وجود دارد. این مطالعه هم اثر مستقیم مسئولیت اجتماعی شرکتی بر ریسک خاص و هم نقش تعدیل‌کننده پنج بعد حکمرانی ذینفعان (سرمایه‌گذاران، اعتباردهندگان، کارکنان، تأمین‌کنندگان و مصرف‌کنندگان) را در میان شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس تهران طی دوره ۱۳۹۷ تا ۱۴۰۳ بررسی می‌کند. هدف آن ارائه بینش‌های جدید در مورد چگونگی شکل‌دهی قدرت ذینفعان به منافع کاهش‌دهنده ریسک مسئولیت اجتماعی در زمینه بازار نوظهور با ویژگی‌های نهادی و نظارتی خاص است.

ادامه مقاله شامل ادبیات موضوع و پیشینه پژوهش، روش‌شناسی پژوهش، یافته‌های پژوهش و بحث و نتیجه‌گیری است.

1 Wu et al.
2. Liang and Chen
3. Hunjra et al.
4. Cheung
5. Campbell et al.
6. Acosta-González et al.
7. Wang & Yang

۲- پیشینه پژوهش

مسئولیت اجتماعی شرکت به معنای مسئولیت‌پذیری در قبال منافع سهامداران، طلبکاران، کارکنان، مصرف کنندگان، تأمین کنندگان و سایر افراد یا گروه‌هایی است که به طور مستقیم یا غیرمستقیم بر تولید و عملکرد شرکت تأثیر می‌گذارند. بنابراین، بنگاه‌ها می‌توانند ضمن پیگیری عملکرد تجاری، مسئولیت اجتماعی خود را با بهبود مکانیسم حمایت از حقوق و منافع سهامداران کوچک و متوسط، بهبود مکانیسم مراقبت از کارکنان، بهبود کیفیت محصولات و خدمات و توجه به محیط‌زیست انجام دهند. رفاه اجتماعی می‌تواند خواسته‌های ذینفعان مختلف را برآورده نماید، بنابراین اعتماد را افزایش داده و محیط مناسبی برای کسب و کار فراهم آورد (بای و یائو[1]، ۲۰۲۳).

نظریه اصلی این مطالعه، ترکیبی از نظریه ذینفعان و نظریه وابستگی به منابع است. از دیدگاه نظریه ذینفعان، انواع مختلف ذینفعان بر اساس نگرانی‌ها و مکانیسم‌های رفتاری خاص خود، از طریق کانال‌های متمایز به ابتکارات مسئولیت اجتماعی شرکتی پاسخ می‌دهند و در مجموع بر ثبات قیمت سهام تأثیر می‌گذارند (لی و وو[2]، ۲۰۲۵). نظریه ذینفعان نه‌تنها بدنه روشنی را برای مسئولیت اجتماعی شرکت فراهم می‌کند، بلکه مبنایی نظری برای حکمرانی شرکتی فراهم می‌آورد تا هدف مدیریت صرفاً سهامداران نباشد (یارام و آداپا[3]، ۲۰۲۲). بنابراین، حکمرانی ذینفعان ارتباط نزدیکی با اجرای مسئولیت اجتماعی و ریسک خاص شرکت دارد، زیرا ذینفعان بر رفتار شرکت برای محافظت از منافع خود تأثیر می‌گذارند و شرکت‌ها را ترغیب می‌کنند که مسئولیت‌های اجتماعی خود را بهتر انجام دهند (وانگ و یانگ، ۲۰۲۳؛ نوری و همکاران، ۲۰۲۶).

از سوی دیگر، نظریه وابستگی به منابع تأکید می‌کند که ذینفعان ضروری‌ترین منبع برای یک شرکت هستند. آن‌ها هنگام ارائه منابع به شرکت تأثیر می‌گذارند و شدت این تأثیر به میزان وابستگی شرکت به آن منابع بستگی دارد. سهامداران حمایت مالی، اعتباردهندگان سرمایه تولیدی، کارکنان سرمایه انسانی، تأمین‌کنندگان مواد اولیه و مصرف‌کنندگان حلقه نهایی تبدیل کالا به پول را فراهم می‌کنند. مسئولیت شرکت در قبال جامعه شامل مسئولیت در قبال همه این ذینفعان است؛ بنابراین عملکرد خوب مسئولیت اجتماعی می‌تواند انتظارات ذینفعان را به درجات مختلف برآورده کند و فشار آن‌ها را کاهش دهد (چاکرابورتی و همکاران[4]، ۲۰۱۹). نظریه‌های نمایندگی، سیگنالینگ و مشروعیت به‌عنوان تبیین‌های مکمل در نظر گرفته شده‌اند. بر اساس نظریه نمایندگی، تفکیک مالکیت و مدیریت منجر به تضاد منافع و عدم‌تقارن اطلاعاتی می‌شود؛ عملکرد بهتر مسئولیت اجتماعی می‌تواند این مشکل را کاهش دهد و سطح ریسک خاص را پایین آورد. نظریه سیگنالینگ بیان می‌کند که شرکت‌ها با افشای مسئولیت اجتماعی، سیگنال‌های مثبتی درباره ثبات و تعهد اخلاقی خود به بازار ارسال می‌کنند و از انتخاب نامطلوب جلوگیری می‌نمایند. نظریه مشروعیت نیز تأکید دارد که تولید و عملیات شرکت برای بقا باید با هنجارها و انتظارات محیط خارجی مطابقت داشته باشد (تناکواه و همکاران[5]، ۲۰۲۴؛ رضوی و متولی، ۲۰۲۳). این زنجیره منطقی به‌روشنی توضیح می‌دهد که چرا حکمرانی قوی‌تر ذینفعان باید شیب رابطه منفی مسئولیت اجتماعی و ریسک خاص را تندتر کند: فشار نظارتی ذینفعان، مسئولیت اجتماعی را از حالت نمادین به واقعی تبدیل می‌کند، مشکلات نمایندگی را کاهش می‌دهد، سیگنال‌های معتبرتری ارسال می‌کند و در نتیجه نوسان خاص قیمت سهام را بیشتر کاهش می‌دهد.

۲-۱ مطالعات خارجی

وو و همکاران (۲۰۲۵) به این نتیجه رسیدند که مسئولیت اجتماعی بالاتر شرکت‌های چینی، ریسک سقوط قیمت سهام را کاهش می‌دهد. هونجرا و همکاران (۲۰۲۴) در پژوهشی دریافتند که حکمرانی شرکتی و مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها به طور قابل توجهی بر ریسک‌پذیری بانک تأثیر می‌گذارند. رتوبی و همکاران[6] (۲۰۲۴) ارتباط بین مسئولیت اجتماعی شرکت و مدیریت ذینفعان در اتیوپی را بررسی کردند. نتایج مطالعه آنان نشان داد که مسئولیت اجتماعی شرکت سبب بهبود روند گزارش‌گری مدیریت ذینفعان می‌شود. تناکواه و همکاران (۲۰۲۴) تأثیر مسئولیت اجتماعی شرکتی بر حکمرانی شرکتی در غنا را بررسی کردند. نتایج نشان داد که مسئولیت اجتماعی شرکت‌های چند ملیتی به طور مثبت تحت تأثیر حکمرانی کشور خود قرار دارد. این مطالعه نشان داد که مولفه‌های مسئولیت اجتماعی شرکتی تأثیر مثبتی بر حکمرانی شرکتی دارد و حکمرانی شرکتی با استقلال هیأت مدیره تقویت می‌شود. دیگر نتایج نشان داد که شرکت‌های چند ملیتی نقش مهمی را در بازار ایفا می‌کنند. وانگ و یانگ (۲۰۲۳) به بررسی حکمرانی ذینفعان بر رابطه بین مسئولیت اجتماعی شرکت و ریسک خاص در چین پرداختند. نتایج نشان داد که مسئولیت اجتماعی شرکت می‌تواند به طور موثری سطح ریسک خاص را کاهش دهد. حکمرانی سرمایه‌گذاران، طلبکاران، کارمندان و مصرف کنندگان اثر بازدارنده مسئولیت اجتماعی شرکت را بر ریسک خاص تقویت می‌کند و حکمرانی تأمین کنندگان اثر بازدارنده مسئولیت اجتماعی شرکت بر ریسک خاص را

1. Bai & Yao
2. Li & Wu
3. Yarram & Adapa
4. Chakraborty et al.
5. Tenakwah et al.
6. Rathobei et al.

تضعیف می‌کند. ترینه و همکاران[1] (۲۰۲۳) به بررسی مسئولیت اجتماعی شرکت و ریسک بانکی در بریتانیا پرداخته‌اند. تجزیه و تحلیل، شواهد قابل توجهی را نشان نمی‌دهد که شدت مسئولیت اجتماعی شرکت از بانک‌ها در برابر خطرات و ریسک-های مداوم محافظت می‌کند. با این حال، به نظر می‌رسد که سرمایه‌گذاران با احتمال کاهش شدید ارزش سهام بانکی، نسبت به بانک‌هایی که رکود اقتصادی تجربه کرده‌اند و مسئولیت اجتماعی شرکت در آنها قوی‌تر هستند، مدارا و ملایم‌تر می‌شوند و بانک‌های دارای مسئولیت اجتماعی با سرمایه اجتماعی و اعتماد بالاتر حتی در زمینه همه‌گیری کووید-۱۹ در سال ۲۰۲۰، ریسک‌های خاص و سیستماتیک کمتری را تجربه می‌کنند. کالیا و گیل[2] (۲۰۲۳) به بررسی حکمرانی شرکتی و مدیریت ریسک در هند پرداخته‌اند. نتایج نشان داد که شرکت‌هایی با مکانیسم‌های حکمرانی قوی، کمتر در معرض ریسک شرکتی قرار دارند. چندین ویژگی، مانند سهام مالکیت نهادی بالاتر، ساختارهای مالکیت خانوادگی متمرکز و دوگانگی، حضور بیشتر زنان در مدیریت، پویایی بهتر هیأت مدیره از نظر هیأت مدیره مستقل و تنوع جنسیتی، همگی مکانیسم‌های قوی برای کاهش ریسک هستند. علاوه بر این، شرکت‌های دارای مسئولیت اجتماعی برای کاهش ریسک‌های شرکتی موقعیت بهتری دارند.

۲-۲ مطالعات داخلی

در ایران، پژوهشی که مستقیماً موضوع مقاله حاضر را بررسی کرده باشد وجود ندارد، اما نزدیکترین مطالعات انجام شده شامل موارد ارائه شده زیر است. اقبالی مقدم و حمیدیان (۲۰۲۴) ابعاد حسابرسی مسئولیت اجتماعی، سنجش و رتبه‌بندی ابعاد حسابرسی مسئولیت اجتماعی با استفاده از تکنیک‌های تصمیم‌گیری چندشاخصه را بررسی کردند. نتایج حاصل از مدل مفهومی معادلات ساختاری حاکی از وجود تاثیر معنادار هر یک از عوامل کیفیت خدمات ادراک شده، تعهد به حقوق کارکنان، تعهد به حقوق مشتری، اقدامات محیط طبیعی و مشارکت مدنی و نگرش به حقوق صاحبان سهام بر مسئولیت اجتماعی در الگوی نهایی تعیین مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها بوده است. چراغی بادی و همکاران (۲۰۲۳) به ارائه مدلی مبتنی بر ریسک و پیچیدگی تعامل هیأت مدیره به عنوان رکن حکمرانی شرکتی پرداخته‌اند. حکمت و میرزامحمدی (۲۰۲۳) به بررسی مسئولیت اجتماعی و ریسک مالی پرداخته‌اند. نتایج این مطالعه نشان داد که مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها با هیچ‌یک از متغیرهای سودآوری، کارمزد و تعداد سبدهای تحت مدیریت، کارمزد و تعداد صندوق‌های سرمایه‌گذاری، تعداد شرکت‌های هم‌گروه، ریسک مالی و حجم دارایی‌های تحت مدیریت شرکت‌های سبدگردانی، رابطه معناداری ندارد. عباسی (۲۰۲۳) به بررسی ارتباط بین مسئولیت اجتماعی شرکت و کیفیت حکمرانی شرکتی پرداخته است. نتایج پژوهش نشان داد که مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت، به طور مثبت و معنادار، بر پاداش اعضای هیأت مدیره تاثیرگذار است. از سوی دیگر، کیفیت حکمرانی شرکتی، تاثیر منفی و معناداری بر رابطه بین مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت و پاداش اعضای هیأت مدیره دارد. پارسایی و همکاران (۲۰۲۴) به بررسی رابطه بین ساختار مالکیت، مسئولیت اجتماعی و اجتناب مالیاتی پرداخته‌اند. نتایج تحقیق فوق نشان داد که میان مالکیت نهادی و مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها رابطه مثبتی وجود دارد. براساس مبانی نظری منسجم و پیشینه پژوهش، فرضیه‌های جهت‌دار و تفکیک‌شده زیر تدوین شد:

- فرضیه اول: مسئولیت اجتماعی شرکت رابطه منفی و معناداری با ریسک خاص شرکت دارد.
- فرضیه دوم: حکمرانی ذینفعان رابطه بین مسئولیت اجتماعی و ریسک خاص را تعدیل می‌کند. شامل فرضیه‌های فرعی زیر است:

- فرضیه فرعی۲-۱: حکمرانی سرمایه‌گذاران، اثر منفی مسئولیت اجتماعی بر ریسک خاص را تقویت می‌کند.

- فرضیه فرعی۲-۲: حکمرانی اعتباردهندگان، اثر منفی مسئولیت اجتماعی بر ریسک خاص را تقویت می‌کند.

- فرضیه فرعی۲-۳: حکمرانی کارکنان، اثر منفی مسئولیت اجتماعی بر ریسک خاص را تقویت می‌کند.

- فرضیه فرعی۲-۴: حکمرانی تأمین‌کنندگان، رابطه مسئولیت اجتماعی و ریسک خاص را تعدیل می‌کند.

- فرضیه فرعی۲-۵: حکمرانی مصرف‌کنندگان، اثر منفی مسئولیت اجتماعی بر ریسک خاص را تقویت می‌کند.

۳- روش‌شناسی پژوهش

روش پژوهش حاضر از نظر هدف، کاربردی است. نتایج این مطالعه می‌تواند بر تصمیم‌گیری گروه‌های مختلف استفاده‌کنندگان از اطلاعات مالی (از جمله سرمایه‌گذاران، تحلیل‌گران و مدیران) تأثیرگذار باشد. از منظر روش اجرا، پژوهش حاضر از نوع توصیفی-همبستگی است. برای آزمون فرضیات تحقیق از تحلیل رگرسیون استفاده شده است. با توجه به ماهیت داده‌ها که شامل مشاهدات سال-شرکت است و نیز وجود چندین متغیر توضیحی، از مدل رگرسیون چندمتغیره ترکیبی بهره گرفته شده است.

1. Trinh et al.

2. Kalia & Gill

از نظر رویکرد کمی، پژوهش بر پایه استدلال‌های اقتصادسنجی استوار است. همچنین از نظر منطق پژوهش، رویکرد ترکیبی اتخاذ شده و از منظر بعد زمانی، مطالعه از نوع مقطعی، گذشته‌نگر و پس‌رویدادی محسوب می‌شود. جامعه آماری و نمونه جامعه آماری این پژوهش، تمامی شرکت‌های غیرمالی پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۹۷ الی ۱۴۰۳ (معادل ۲۰۱۸ تا ۲۰۲۴) است. اطلاعات قابل استناد این پژوهش از طریق سایت‌ها و نرم‌افزارهای اطلاعاتی سازمان بورس و اوراق بهادار تهران تهیه شده‌اند. در این پژوهش، برای انتخاب نمونه آماری از روش نمونه‌گیری غربالگری (حذفی سیستماتیک) استفاده شد. به این منظور، از میان جامعه آماری، شرکت‌هایی انتخاب گردیدند که شرایط زیر را داشته باشند: ۱. شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تا پایان سال ۱۴۰۳ (۳۸۶ شرکت). ۲. جزو شرکت‌های سرمایه‌گذاری و واسطه‌گری مالی نباشند (حذف ۱۲۴ شرکت). ۳. سال مالی آن‌ها منتهی به ۲۹ اسفند باشد (حذف ۵۹ شرکت). ۴. شرکت‌هایی که اطلاعات مالی آنها طی سال‌های ۱۳۹۷ تا ۱۴۰۳ در دسترس نبود (حذف ۶۲ شرکت). پس از اعمال معیارهای فوق، تعداد ۱۴۱ شرکت و در مجموع ۹۸۷ مشاهده سال-شرکت (پنل نامتوازن) به‌عنوان نمونه نهایی پژوهش انتخاب شد.

برای تخمین فرضیه اول پژوهش از مدل زیر استفاده می‌شود:

$$IR_{it} = \alpha_i + \beta_1 CSR_{it} + \beta_2 Size_{it} + \beta_3 Age_{it} + \beta_4 TQ_{it} + \beta_5 ROA_{it} + \beta_6 DIV_{it} + \beta_7 SOE_{it} + \beta_8 OCF_{it} + \sum Industry + \sum Year + \varepsilon_{it} \quad (۱)$$

برای تخمین فرضیه دوم پژوهش از مدل زیر استفاده می‌شود:

$$IR_{it} = \alpha_i + \beta_1 CSR_{it} + \sum_{k=1}^{5} \gamma_k STG_{k.it} + \sum_{k=1}^{5} \delta_k (CSR_{it} \times STG_{k.it}) + \beta_4 Size_{it} + \beta_5 Age_{it} + \beta_6 TQ_{it} + \beta_7 Size_{it} + \beta_7 ROA_{it} + \beta_8 DIV_{it} + \beta_9 SOE_{it} + \sum Industry + \sum Year + \varepsilon_{it} \quad (۲)$$

در مدل دوم، هر پنج بُعد حکمرانی ذینفعان و پنج جمله تعاملی مربوطه به‌صورت همزمان وارد معادله شده‌اند.

در این مدل‌ها، متغیرهای پژوهش شامل:

متغیر وابسته: ریسک خاص شرکت (IR): برای اندازه‌گیری ریسک خاص شرکت از مدل پنج‌عاملی فاما-فرنچ در سطح هفتگی استفاده شد:

$$R_{it} - R_{ft} = \alpha_i + \beta_i^{MKT} MKT_t + \beta_i^{SMB} SMB_t + \beta_i^{HML} HML_t + \beta_i^{RMW} RMW_t + \beta_i^{CMA} CMA_t \quad (۳)$$

Ret بازده شرکت i در هفته t است، تفاوت بین بازده سهام و بازار بازده بدون ریسک؛ $MKTt$ عامل سبد بازار است، تفاوت بین بازده پرتفوی بازار و بازده بدون ریسک در هفته است؛ $SMBt$ عامل ارزش بازار است، تفاوت بین بازده پرتفوی یک شرکت با ارزش بازار در هفته؛ $HMLt$ عامل نسبت ارزش دفتری به بازار است، تفاوت بین نسبت ارزش دفتری به بازار در هفته t است؛ $RMWt$ عامل سودآوری است، تفاوت بین بازده پرتفوی یک شرکت با سود بالا و بازده پرتفوی یک شرکت با سود کم در هفته است؛ $CMAt$ عامل الگوی سرمایه‌گذاری، که تفاوت بین بازده پرتفوی یک شرکت با نسبت کم سرمایه‌گذاری در هفته t است؛ ε عامل باقیمانده برای شرکت i در هفته t است. سپس ریسک خاص شرکت i در سال y به‌صورت انحراف معیار باقیمانده‌های هفتگی همان سال تعریف می‌شود:

$$IR_{iy} = \sqrt{\frac{1}{T_y - 1} \sum_{t=1}^{T_y} \left(\varepsilon_{it} - \bar{\varepsilon}_{iy}\right)^2} \quad (۴)$$

$IRiy$ ریسک خاص شرکت i در سال y برابر جذر خطای به دست آمده از رابطه بالا منهای میانگین خطاهای برآورد شده به تعداد شرکت‌ها منهای یک، که در اینجا برابر ۱۴۰ است.

متغیرهای مستقل: مسئولیت اجتماعی شرکت (CSR): مسئولیت اجتماعی چهار بعد (دو بعد داخلی و دو بعد خارجی) دارد که شامل: ۱. ابعاد داخلی: میزان افشای اطلاعات مربوط به روابط کارکنان و افشای اطلاعـات مربوط به تولید و ۲. ابعاد خارجی: میزان افشای اطلاعات مربـوط بـه مشـارکت اجتمـاعی و افشای اطلاعات مربوط به محیط زیست است. ارزش کلی افشای مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها از طریق رابطهٔ ذیل قابل محاسبه است:

$$CSRD = COMD + PROD + EMPD + ENVD \quad (۵)$$

اگر افشا به صورت کمی و همراه با جزئیات عددی، شرح مفصل فعالیت‌ها و در صورت امکان شامل تصاویر، نمودارها و جداول باشد، نمره ۳ اختصاص خواهد یافت. اگر اطلاعات به صورت غیرکمی و توصیحات به شکل شرح‌بند (توضیحات ساختاریافته) ارائه شود، نمره ۲ تعلق می‌گیرد. اگر افشا صرفاً به صورت کیفی و به شکل جمله یا پاراگراف باشد، نمره ۱ اختصاص می‌یابد. در صورتی که هیچ افشایی صورت نگیرد، نمره صفر در نظر گرفته خواهد شد (بشیری منش، ۲۰۲۲).

$CSRD=\sum$ مجموع نمرات یک افشا شده در هر بعد است.

متغیر تعدیلگر: حکمرانی ذینفعان شامل حکمرانی سرمایه‌گذار، حکمرانی طلبکار، حکمرانی کارکنان، حکمرانی تأمین کننده و مدیریت مصرف کننده است. که مطابق با مطالعه ژانگ و همکاران[1] (۲۰۲۰) و کو و همکاران[2] (۲۰۲۱) به شرح زیر محاسبه می‌شود: حکمرانی سرمایه‌گذار (*STG1*): نسبت تعداد مدیران مستقل به تعداد اعضای هیأت مدیره. این نسبت بیانگر شدت نظارت خارجی سهامداران بر مدیریت و فشار برای اجرای واقعی مسئولیت اجتماعی است. افزایش این نسبت نشان‌دهنده تقویت نظارت خارجی و قدرت نظارتی سرمایه‌گذاران بر کیفیت اجرای مسئولیت اجتماعی است. حکمرانی اعتباردهنده (*STG2*): نسبت بدهی‌های بلندمدت به دارایی‌ها. افزایش این نسبت وابستگی شرکت به اعتباردهندگان را بیشتر کرده و قدرت نظارتی و کنترلی آن‌ها را از طریق تعهدنامه‌های بدهی افزایش می‌دهد.

حکمرانی کارکنان (*STG3*): نسبت تعداد مدیران اجرایی به تعداد هیأت مدیره. این نسبت نشان‌دهنده میزان حضور نمایندگان منافع کارکنان در هیأت‌مدیره و توانایی آن‌ها برای فشار در جهت اجرای مسئولیت اجتماعی مرتبط با نیروی انسانی است. این شاخص کانال انتقال منافع کارکنان به فرآیند تصمیم‌گیری هیأت‌مدیره را نشان می‌دهد.

حکمرانی تأمین کننده (*STG4*): نسبت حساب‌های پرداختنی به بدهی‌های جاری. وابستگی بیشتر به اعتبار تجاری تأمین‌کنندگان، قدرت چانه‌زنی و نظارت آن‌ها بر رفتار اجتماعی شرکت را تقویت می‌کند.

حکمرانی مصرف کننده (*STG5*): لگاریتم طبیعی نسبت درآمد عملیاتی به متوسط حساب‌های دریافتنی. این شاخص بیانگر شدت رابطه شرکت با مشتریان و قدرت انضباطی بازار از طریق رفتار مصرف‌کنندگان است. گردش بالاتر مطالبات نشان‌دهنده شدت رابطه شرکت با مشتریان و قدرت انضباطی بازار است.

متغیرهای کنترلی: شامل اندازه شرکت (*Size*): لگاریتم مجموع دارایی‌های شرکت (خلیلی و همکاران، ۲۰۲۶)، سن شرکت (*Age*): لگاریتم تعداد سال‌هایی که شرکت در بورس پذیرفته شده است (حیدری، ۲۰۲۶؛ وانگ و یانگ، ۲۰۲۳)، ارزش بازار سهام (*TQ*): کیوتوبین برابر با ارزش بازار به دارایی‌ها (وانگ و یانگ، ۲۰۲۳)، بازده دارایی (*ROA*): سود خالص به مجموع دارایی‌ها (خلیلی، ۲۰۲۶)، سود تقسیمی (*DIV*): نسبت سود تقسیمی به سود قبل از کسر مالیات (وانگ و یانگ، ۲۰۲۳)، مالکیت شرکت (*SOE*): اگر شرکت سهامداران دولتی داشته باشد یک و در غیر این صورت صفر است (وانگ و یانگ، ۲۰۲۳). جریان نقدی عملیاتی (*OCF*): جریان نقدی خالص حاصل از فعالیت‌های عملیاتی به مجموع دارایی‌ها (وانگ و یانگ، ۲۰۲۳؛ راس و همکاران[3]، ۲۰۲۰) هستند.

روش اقتصادسنجی برای تعیین مدل مناسب تخمین داده‌های ترکیبی از آزمون اف‌لیمر و آزمون هاسمن استفاده شد. برای بررسی وجود خودهمبستگی سریالی در اجزای اخلال مدل‌های پنل، از آزمون وولدریج استفاده شد. نتایج این آزمون نشان داد که پس از به‌کارگیری خطاهای استاندارد مقاوم خوشه‌بندی‌شده دوطرفه، مشکل خودهمبستگی سریالی جدی در مدل‌ها مشاهده نمی‌شود. همچنین با توجه به تعداد نسبتاً زیاد مقطع‌ها (۱۴۱ شرکت) و دوره زمانی هفت‌ساله، احتمال وجود وابستگی مقطعی میان باقیمانده‌ها مطرح بود. به همین منظور آزمون وابستگی مقطعی پسران اجرا گردید. نتایج این آزمون وجود وابستگی مقطعی را تأیید کرد. بر این اساس، برای کنترل همزمان ناهمسانی واریانس، خودهمبستگی درون‌گروهی و وابستگی مقطعی، تمامی مدل‌ها با استفاده از خطاهای استاندارد مقاوم خوشه‌بندی‌شده دوطرفه بر اساس شرکت و سال برآورد شدند. این رویکرد نسبت به اتکای صرف به آماره دوربین-واتسون که برای داده‌های پنل مناسب نیست، از اعتبار اقتصادسنجی بالاتری برخوردار است و با توصیه‌های روش‌شناختی موجود در ادبیات سازگار می‌باشد.

نتایج نشان داد مدل اثرات ثابت شرکت و زمان مناسب است. با توجه به احتمال بالای وابستگی مقطعی در داده‌های پنل با ۱۴۱ شرکت و ۷ سال، آزمون وابستگی مقطعی پسران اجرا شد. همچنین برای بررسی خودهمبستگی سریالی از آزمون وولدریج مخصوص داده‌های پنل استفاده گردید. ناهمسانی واریانس نیز با آماره فیشر بررسی و تأیید شد.

در انتها، تمامی مدل‌ها با اثرات ثابت شرکت و زمان و با استفاده از خطاهای استاندارد مقاوم خوشه‌بندی‌شده دوطرفه[4] (خوشه‌بندی بر اساس شرکت و سال) برآورد شدند. این روش به‌طور همزمان ناهمسانی واریانس، خودهمبستگی درون‌گروهی و وابستگی مقطعی را کنترل می‌کند.

۴- یافته‌های تجربی پژوهش

در جدول (۱) آمار توصیفی متغیرهای پژوهش شامل میانگین، میانه، بیشینه، کمینه و انحراف معیار متغیرهای مورد استفاده پژوهش نمایش داده شده است.

1. Zhang et al.
2. Kuo et al.
3. Ross et al.

4 . Two-way clustered robust standard errors

جدول (۱): آمار توصیفی متغیرهای پژوهش
Table (1): Descriptive Statistics of the Research Variables

نماد	متغیر	میانگین	میانه	ماکزیمم	مینیمم	انحراف معیار
IR	ریسک خاص شرکت Idiosyncratic Risk of the Firm	0.3623	0.3573	0.5597	0.1965	0.0289
CSR	مسئولیت اجتماعی شرکت Corporate Social Responsibility	2.5166	2.0000	4.0000	1.0000	0.8702
STG1	حکمرانی سرمایه‌گذار Investor Governance	0.6590	0.6000	1.0000	0.0000	0.1864
STG2	حکمرانی اعتباردهنده Creditor Governance	0.0750	0.0384	0.4126	0.0002	0.1278
STG3	حکمرانی کارکنان Employee Governance	0.4621	0.4320	0.6667	0.2000	0.0924
STG4	حکمرانی تامین‌کننده Supplier Governance	1.8260	1.4664	3.0955	0.0409	0.7250
STG5	حکمرانی مصرف‌کننده Consumer Governance	0.2602	0.2472	0.5281	0.0318	0.0459
Size	اندازه شرکت Firm Size	6.6251	6.5148	9.1452	4.9539	0.7212
Age	سن شرکت Firm Age	1.5963	1.6435	1.8513	0.7782	0.1972
TQ	ارزش بازار سهام Market Value of Equity	1.9168	1.5303	8.3717	0.0000	2.0268
ROA	بازده دارایی Return on Assets	0.1580	0.1298	0.3510	-0.5811	0.1993
DIV	سود تقسیمی Dividend	0.1010	0.0855	0.2807	0.0044	0.0448
SOE	مالکیت شرکت Firm Ownership	0.1881	0.0000	1.0000	0.0000	0.3910
OCF	جریان نقدی عملیاتی Operating Cash Flow	0.1133	0.0914	0.2980	-0.3118	0.1641

مقدار میانگین ریسک خاص شرکت برابر ۰/۳۶ است. میانگین مسئولیت اجتماعی شرکت ۲/۵۲ است که بیانگر این موضوع است که از بین چهار شاخص، شرکت‌ها به‌طور متوسط حداقل دو مورد را رعایت می‌کنند. حداقل مقدار ریسک خاص اکنون مثبت و برابر ۰/۱۹۶۵ گزارش شده است که با تعریف انحراف معیار باقیمانده‌ها کاملاً سازگار است.

آزمون‌های تشخیصی فرض همسانی واریانس باقیمانده‌ها با استفاده از آزمون آماره فیشر بررسی شد و نتایج آن در جدول (۲) ارائه شده است. مطابق جدول (۲)، فرض همسانی واریانس برقرار نیست؛ لذا از خطاهای استاندارد مقاوم خوشه‌بندی‌شده دوطرفه استفاده شد.

جدول (۲): نتایج آزمون ناهمسانی واریانس
Table (2): Results of the heteroscedasticity test

مدل‌های پژوهش	نوع آماره	مقدار آماره	احتمال
مدل اول Model 1	آماره F	21.162	0.000
مدل دوم Model 2	آماره F	29.754	0.000

برای بررسی خودهمبستگی سریالی از آزمون وولدریج مخصوص داده‌های پنل استفاده شد (آزمون دوربین-واتسون به‌عنوان معیار اصلی حذف گردید). نتایج نشان داد که پس از اعمال خوشه‌بندی دوطرفه، مشکل خودهمبستگی جدی باقی نمی‌ماند. همچنین آزمون وابستگی مقطعی پسران[1] اجرا شد و وابستگی مقطعی معنادار تأیید گردید که استفاده از خطاهای استاندارد خوشه‌بندی‌شده دوطرفه را ضروری می‌سازد.

برای تعیین مدل مناسب تخمین داده‌های ترکیبی از آزمون اف‌لیمر و آزمون هاسمن استفاده شد. نتایج این آزمون در جدول (۳) ارائه شده است.

جدول (۳): نتایج حاصل از آزمون اف لیمر و آزمون هاسمن
Table (3): Results of the F-Limer Test and the Hausman Test

مدل	آزمون	آماره	احتمال	نتیجه
اول	اف لیمر	2.220	0.042	روش تابلویی
	هاسمن	20.084	0.025	اثرات ثابت زمانی و شرکتی
دوم	اف لیمر	5.227	0.037	روش تابلویی
	هاسمن	30.428	0.033	اثرات ثابت زمانی و شرکتی

همان‌طور که در جدول ۳ منعکس شده، احتمال اف لیمر هر مدل کمتر از ۵ درصد می‌باشد. لذا برای تخمین هر مدل از روش تابلویی استفاده می‌شود و با توجه به این‌که احتمال کمتر از ۰/۰۵ است می‌توان نتیجه گرفت روش کار تابلویی است و با توجه به احتمال هاسمن می‌توان نتیجه گرفت که روش کار اثرات ثابت زمانی است.

1. Pesaran CD

نتایج آزمون مدل اول پژوهش برای بررسی فرضیه اول در جدول (۴) ارائه شده است.

جدول (۴): نتایج آزمون مدل اول پژوهش
Table (4): Results of Testing the First Research Model

نماد	متغیر	ضرایب	انحراف معیار	آزمون t	سطح معناداری	VIF
CSR	مسئولیت اجتماعی شرکت	-14.0797	6.0127	-2.3416	0.0191	1.0079
Size	اندازه شرکت	-15.8181	19.3017	-0.8195	0.4127	1.0242
Age	سن شرکت	87.5560	60.7788	1.4406	0.1501	1.0186
TQ	ارزش بازار سهام	0.0802	0.0262	3.0658	0.0022	1.0404
ROA	بازده دارایی	94.2909	55.7290	1.6919	0.0911	1.3572
DIV	سود تقسیمی	-4.4107	17.1858	-0.2566	0.7975	1.0086
SOE	مالکیت شرکت	-12.4932	36.5593	-0.434172	0.7327	1.0333
OCF	جریان نقدی عملیاتی	-12.9048	61.7592	-0.420895	0.8345	1.3528
C	عرض از مبدا	-73.4323	166.0026	-0.744235	0.6584	-
AR(1)	وقفه زمانی	0.1718	0.0134	12.79738	0.0000	1.0451
	ضریب تعیین	0.2128	آماره F	21.16221		
	ضریب تعیین تعدیل شده	0.2000	احتمال آماره F	0.000		

آماره فیشر در سطح اطمینان ۹۹ درصد معنادار است. ضریب تعیین (R^2) در مدل اول برابر با ۰/۲۱ است. مقدار عامل تورم واریانس (VIF) برای تمامی متغیرها کمتر از ۵ است و مشکل هم‌خطی مشاهده نمی‌شود. نتیجه آزمون فرضیه اول نشان داد که مسئولیت اجتماعی شرکت با ریسک خاص رابطه معکوس و معناداری دارد (ضریب CSR منفی و معنادار در سطح ۰/۰۵).

نتایج آزمون مدل دوم پژوهش در جدول (۵) ارائه شده است.

جدول (۵): نتایج آزمون مدل دوم پژوهش
Table (5): Results of Testing the Second Research Model

نماد	متغیر	ضرایب	انحراف معیار	آزمون t	سطح معناداری	VIF
CSR	مسئولیت اجتماعی شرکت	-13.5657	1.5208	-8.9201	0.0000	4.0883
STG1	حکمرانی سرمایه‌گذار	9453.904	418.1572	22.6085	0.0000	4.0876
STG2	حکمرانی اعتباردهنده	1416.728	465.4392	3.0439	0.0024	4.6035
STG3	حکمرانی کارکنان	5732.04	339.5761	16.8799	0.0000	4.9656
STG4	حکمرانی تامین‌کننده	51.2638	22.712	2.2571	0.0243	4.4324
STG5	مدیریت مصرف‌کننده	357.4696	130.931	2.7302	0.0065	4.9193
Size	اندازه شرکت	-36.2185	28.718	-1.2611	0.2077	1.1015
Age	سن شرکت	64.2150	100.9898	0.6358	0.5251	1.0504
TQ	ارزش بازار سهام	0.0192	0.0587	0.3270	0.7437	1.0178
ROA	بازده دارایی	142.9337	124.070	1.2101	0.2266	1.7798
DIV	سود تقسیمی	-0.3930	39.906	-0.0098	0.9921	1.0152
SOE	مالکیت شرکت	-28.2668	51.3426	-0.5505	0.5821	1.0568
OCF	جریان نقدی عملیاتی	156.9839	151.42	1.0367	0.3002	1.7709
CSRSTG1	مسئولیت اجتماعی شرکت در حکمرانی سرمایه‌گذار	-32.6782	1.7183	-19.0169	0.0000	4.8011
CSRSTG2	مسئولیت اجتماعی شرکت در حکمرانی طلبکار	-630.776	180.913	-3.4866	0.0005	4.0543
CSRSTG3	مسئولیت اجتماعی شرکت در حکمرانی کارکنان	-1910.725	123.517	-15.4693	0.0000	4.6023
CSRSTG4	مسئولیت اجتماعی شرکت در حکمرانی تامین‌کننده	-25.9464	10.082	-2.5751	0.0102	4.2195
CSRSTG5	مسئولیت اجتماعی شرکت در مدیریت	-122.4528	46.603	-2.6275	0.0088	4.1517
C	عرض از مبدا	-4153.816	542.564	-7.6559	0.0000	-
AR(۱)	وقفه زمانی	0.0083	0.0136	0.6102	0.5419	1.0467
ضریب تعیین		0.4331	آماره F	29.7542		
ضریب تعیین تعدیل شده		0.4185	احتمال آماره F	0.000		

ضرایب نسبتاً بزرگ مشاهده‌شده برای برخی متغیرها (به‌ویژه متغیرهای حکمرانی ذینفعان و جملات تعاملی آن‌ها) به دلیل تفاوت در مقیاس اندازه‌گیری متغیرها است. ریسک خاص به‌صورت عدد اعشاری (با میانگین تقریبی ۰/۳۶) اندازه‌گیری شده، در حالی که برخی از شاخص‌های حکمرانی به‌صورت نسبت بیان شده‌اند.

مقدار آماره فیشر در سطح اطمینان ۹۹ درصد معنادار است. ضریب تعیین (R^2) برآوردشده در مدل دوم به ۰/۴۳ افزایش یافته است که نشان‌دهنده بهبود قابل‌توجه قدرت توضیحی مدل پس از ورود جملات تعاملی است. مقادیر *VIF* همچنان کمتر از ۵ باقی مانده‌اند.

بر اساس اطلاعات مندرج در جدول ۵، فرضیه دوم مورد تأیید است. تمامی ضرایب تعاملی (*CSR×STG1* تا *CSR×STG5*) منفی و از نظر آماری معنادار هستند. بنابراین حکمرانی سرمایه‌گذاران، اعتباردهندگان، کارکنان و مصرف‌کنندگان اثر کاهنده مسئولیت اجتماعی بر ریسک خاص را به‌طور معنادار تقویت می‌کنند. حکمرانی تأمین‌کنندگان نیز اثر تعاملی منفی و معناداری نشان داد که با یافته وانگ و یانگ (۲۰۲۳) در چین (که اثر تضعیف‌کننده گزارش کرده بودند) متفاوت است. این تفاوت در بخش بحث و نتیجه‌گیری با توجه به ویژگی‌های نهادی بازار ایران تحلیل خواهد شد.

۵- نتیجه‌گیری

در این پژوهش، داده‌های مورد نیاز برای محاسبه اجزای مدل برای شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، با استفاده از اطلاعات مندرج در صورت‌های مالی حسابرسی‌شده شرکت‌ها از طریق نرم‌افزارهای ره‌آورد نوین و سامانه کدال جمع‌آوری شد. سپس متغیرهای مورد استفاده در پژوهش با به‌کارگیری نرم‌افزارهای اکسل و ایویوز مورد محاسبه و پردازش قرار گرفتند. هدف این پژوهش تحلیل نقش حکمرانی ذینفعان بر رابطه بین مسئولیت اجتماعی شرکت و ریسک خاص شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس تهران بود. جامعه آماری شامل تمامی شرکت‌های غیرمالی پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۹۷ تا ۱۴۰۳ بوده و نمونه پژوهش با استفاده از روش حذف سیستماتیک انتخاب گردید. بر اساس شرایط و معیارهای اعمال‌شده، در نهایت ۱۴۱ شرکت و ۹۸۷ مشاهده سال-شرکت (پنل نامتوازن) به‌عنوان نمونه آماری تعیین شدند. دو مدل رگرسیونی چندمتغیره با بهره‌گیری از مدل داده‌های ترکیبی (پانل) با اثرات ثابت شرکت و زمان و خطاهای استاندارد مقاوم خوشه‌بندی‌شده دوطرفه طراحی و مورد آزمون قرار گرفت. یافته‌های پژوهش نشان داد که مسئولیت اجتماعی شرکت با ریسک خاص رابطه معکوس و معناداری دارد. به‌عبارت دیگر، شرکت‌هایی که عملکرد بهتری در ایفای مسئولیت‌های اجتماعی خود دارند، سطح ریسک خاص خود را به‌طور معناداری کاهش می‌دهند. همچنین حکمرانی ذینفعان، رابطه بین مسئولیت اجتماعی و ریسک خاص را تعدیل می‌کند. حکمرانی سرمایه‌گذاران، اعتباردهندگان، کارکنان و مصرف‌کنندگان اثر کاهنده مسئولیت اجتماعی بر ریسک خاص را به‌طور معنادار تقویت می‌کنند.

حکمرانی تأمین‌کنندگان نیز اثر تعاملی منفی و معناداری نشان داد. این یافته با نتیجه پژوهش وانگ و یانگ (۲۰۲۳) در چین که اثر تضعیف‌کننده برای حکمرانی تأمین‌کنندگان گزارش کرده بودند، متفاوت است. این تفاوت را می‌توان به ویژگی‌های نهادی و ساختاری بازار ایران نسبت داد: زنجیره‌های تأمین نسبتاً متمرکز، وابستگی بیشتر شرکت‌ها به تعداد محدودی تأمین‌کننده یا مشتری بزرگ، و ضعف نسبی در اجرای رسمی قراردادها می‌تواند وابستگی به تأمین‌کنندگان را به یک کانال نظارتی مؤثر تبدیل کند، نه منبعی برای تبانی یا کاهش نظارت. بنابراین در بستر نهادی ایران، قدرت چانه‌زنی تأمین‌کنندگان می‌تواند انگیزه شرکت را برای اجرای واقعی مسئولیت اجتماعی افزایش دهد و در نتیجه اثر کاهنده CSR بر ریسک خاص را تقویت نماید.

مسئولیت اجتماعی شرکت، مسئولیت‌پذیری در قبال منافع همه ذینفعان است. بر اساس چارچوب نظری منسجم این پژوهش (نظریه ذینفعان و وابستگی به منابع به‌عنوان هسته اصلی و نظریه‌های نمایندگی، سیگنالینگ و مشروعیت به‌عنوان تبیین‌های مکمل)، عملکرد خوب مسئولیت اجتماعی مشکلات نمایندگی را کاهش می‌دهد، سیگنال‌های مثبت معتبری به بازار ارسال می‌کند و با برآورده‌ساختن انتظارات ذینفعان، فشار نظارتی را کاهش می‌دهد و در نهایت سطح ریسک خاص را مهار می‌کند. مشارکت ذینفعان در سازوکارهای حکمرانی، انگیزه شرکت‌ها برای انجام مسئولیت اجتماعی واقعی را افزایش می‌دهد، سطح عدم‌تقارن اطلاعاتی را پایین می‌آورد و نتایج مثبت مسئولیت اجتماعی را تقویت می‌نماید.

از منظر کاربردی، شرکت‌ها باید در برنامه‌های واقعی و غیرفعال مسئولیت اجتماعی سرمایه‌گذاری کنند و همزمان سازوکارهای حکمرانی را که قدرت نظارتی ذینفعان کلیدی (به‌ویژه سرمایه‌گذاران، اعتباردهندگان، کارکنان و مصرف‌کنندگان) را افزایش می‌دهد، تقویت نمایند. نهادهای نظارتی و سیاست‌گذاران می‌توانند با ارتقای استانداردهای افشای مسئولیت اجتماعی و تقویت چارچوب‌های حکمرانی ذینفع‌محور، به ترویج رویه‌های پایدار و کاهش ریسک خاص در سطح بازار کمک کنند. سرمایه‌گذاران نیز هنگام ارزیابی ریسک خاص شرکت‌ها، باید هم عملکرد مسئولیت اجتماعی و هم کیفیت حکمرانی ذینفعان را به‌صورت همزمان مدنظر قرار دهند.

از نظر نظری، این پژوهش با ارائه شواهد از بازار نوظهور ایران و با تأکید بر نقش زمینه‌ای قدرت ذینفعان، به ادبیات موجود کمک

می‌کند. نتایج نشان می‌دهد که روابط مشاهده‌شده در بازارهای دیگر (مانند چین) لزوماً به‌صورت یکسان در همه بسترهای نهادی تکرار نمی‌شود و ویژگی‌های محلی می‌تواند جهت و شدت اثر تعدیل‌گری را تغییر دهد.

محدودیت‌های پژوهش شامل تمرکز بر ۱۴۱ شرکت غیرمالی پذیرفته‌شده در بورس تهران طی بازه ۱۳۹۷ تا ۱۴۰۳ است که تعمیم‌پذیری نتایج به شرکت‌های غیر بورسی، بخش مالی یا دوره‌های زمانی دیگر را محدود می‌کند. همچنین اندازه‌گیری مسئولیت اجتماعی بر اساس تحلیل محتوا انجام شده و ممکن است با معیارهای مبتنی بر رتبه‌بندی‌های ESG تفاوت داشته باشد.

به پژوهشگران آتی توصیه می‌شود تأثیر متغیرهای کلان اقتصادی (مانند تورم و رشد اقتصادی)، کیفیت اطلاعات حسابداری، تفاوت‌های صنعتی و همچنین بررسی موضوع در صنعت بانکداری را مورد مطالعه قرار دهند. استفاده از معیارهای جایگزین مسئولیت اجتماعی و بررسی اثرات بلندمدت‌تر نیز می‌تواند به غنای بیشتر ادبیات کمک کند.

سپاسگزاری

بدین‌وسیله از سردبیر محترم مجله و داوران گرامی بابت ارائه نظرات ارزشمندشان تشکر و قدردانی می‌شود.

مشارکت نویسندگان

تمامی نویسندگان در ایده پردازی، آماده سازی و نگارش این مقاله سهم یکسان داشته اند

تعارض منافع

نویسندگان ضمن رعایت اخلاق نشر در ارجاع‌دهی، عدم وجود هرگونه تعارض منافع را اعلام می‌دارند.

بیانیه استفاده از هوش مصنوعی

نویسندگان مسئولیت کامل صحت، اصالت، یکپارچگی، قانونی‌بودن و رعایت ملاحظات اخلاقی تمامی متون، داده‌ها، جداول، شکل‌ها، تحلیل‌ها، منابع و نتیجه‌گیری‌های این مقاله را بر عهده دارد و تمامی خروجی‌های استخراج شده توسط هوش مصنوعی را بررسی و تأیید کرده است. هرگونه دست‌کاری، نقض حقوق مالکیت فکری یا کپی‌رایت و مواردی از این قبیل و هر نوع استفاده نادرست دیگر از هوش مصنوعی، صرفاً بر عهده نویسندگان است و استفاده از هوش مصنوعی به هیچ‌وجه موجب انتقال یا کاهش مسئولیت و پاسخ‌گویی آنان در قبال اثر منتشرشده نخواهد شد.

منابع

Abbasi, A. (2023). The relationship between corporate social responsibility and board remuneration with emphasis on the effect of corporate governance quality. *The fifth international conference on management, accounting and economics in sustainable development, November*, Mashhad. [in persian]. https://civilica.com/doc/1870076

Acosta-González, E., Fernández-Rodríguez. F., & Ganga, H. (2017). Predicting corporate financial failure using macroeconomicsvariables and accounting data. *Computational Economics, 50(4)*, 1-31. https://doi.org/10.1007/s10614-017-9737-x

Bai, Y., & Yao, R. (2023). Visualizing environmental management: corporate environmental images information disclosure and idiosyncratic risk. *Environ. Impact Assess.* Rev, 99, 107026. https://doi.org/10.1016/j.eiar.2022.107026

Barnett, M., & Salomon, R. (2012). Does is Pay to be Really Good? Addressing the Shape of the Relationship Between Social and Financial Performance. *Strategic Management Journal*. ISSN 1304-1320. https://doi.org/10.1002/smj.1980

Bashirimanesh, N., Ghadamyari, N. & Ahmadi, H. (2022). Corporate Social Responsibility and Women On Corporate Boards. *Woman in Development & Politics, 20(3)*, 343-363. [in persian]. https://doi.org/10.22059/JWDP.2022.336023.1008133

Campbell, J., Hilscher, Y., & Szilagyi, J. (2008). In Search of Distress Risk, *Journal of Finance, 63(6)*: 2899–2939. https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2008.01416.x

Chakraborty, A., Gao, L. S., & Sheikh, S. (2019). Managerial risk taking incentives, corporate social responsibility and firm risk. *J. Econ. Bus*, 101, 58–72. https://doi.org/10.1016/j.jeconbus.2018.07.004

Cheraghi Badi, S., Arabzadeh, M., Ghodrati Ghazaani, H., Jabbary, H., & Ezadpour, M. (2023). Risk and Complexity of the Interaction of the Board of Directors and Corporate Governance: Examination and Analysis Using Grounded Theory. *Journal of Modern Management Engineering, 1(9)*, 70-106. [in persian] https://doi.org/10.22075/ijnaa.2022.25675.3094

Cheung, A. (2016). Corporate Social Responsibility and Corporate Cash Holdings. *Journal of Corporate Finance, 37*, 412-430. https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2016.01.008

Eghbali Moghaddam, M. R., Hamidian, M., & Noorollah Zadeh, N. (2024). Measuring and ranking the dimensions of social responsibility auditing using multi-indicator decision-making techniques. *Journal of Management Accounting and Auditing Knowledge, 13(51)*, 73-93. [in persian]

Hekmat, H., & Keshavarz mirza mohammadi, F. (2023). The Evaluation of Profitability, Corporate Social Responsibility, and Financial Risk in Asset Management Companies in Iran. *Financial Research Journal, 25(2)*, 321-342. [in persian] https://doi.org/10.22059/frj.2022.345116.1007358

Heydari Rostami, K. (2026). The Influence of Environmental Governance and Ownership Structure on Ease of Corporate Financing: *Evidence from Iran. Natural*

Exchange, 16, special issue, 83-108. [in persian] doi: 10.22034/JSE.2024.12325.2198

Rathobei K. E., Ranängen, H., & Lindman, A. (2024). Exploring broad value creation in mining - Corporate social responsibility and stakeholder management in practice. *The Extractive Industries and Society, 17*, 1014121-10. https://doi.org/10.1016/j.exis.2024.101412

Razavi, S. A. & Motavali, H. (2023). Project portfolio optimization in upstream oil industry in knowledge based organization, "Case study: Tehran energy consultants company". *Journal of Industrial Engineering and Management Studies, 10(2)*, 106-115. https://doi.org/10.22116/jiems.2023.399150.1516

Ross, J., Shi, L. & Xie, H. (2020). The determinants of accounting comparability around the world. *Asian Review of Accounting, 28(1)*, 69-88. https://doi.org/10.1108/ARA-04-2019-0087

Shi, H., Zoynul Abedin, M., Ma, X., Lucey, B. (2025). Customer spillover effects of corporate social responsibility and supply chain sustainability. *International Review of Financial Analysis*, *105*, 104437. https://doi.org/10.1016/j.irfa.2025.104437

Tenakwah E. J., Chen, J., Ying, S. X., Li, Y., & Wu, H. (2024). Corporate governance, home country governance, and MNE CSR: *Evidence from Ghana. Emerging Markets Review. 59*, 101112. https://doi.org/10.1016/j.ememar.2024.101112

Trinh, V. Q., Cao, N. D., Li, T., & Elnahass, M. (2023). Social capital, trust, and bank tail risk: the value of ESG rating and the effects of crisis shocks. J. *Int. Financ. Mark. Inst. Money, 83*, 101740. https://doi.org/10.1016/j.intfin.2023.101740

Wang, T., & Yang, B. (2023). Corporate social responsibility, stakeholders' governance and idiosyncratic risk. *Finance Research Letters, 57*, 104215. https://doi.org/10.1016/j.frl.2023.104215

Wu, C., Ling, M., Hou, D., Dai, Z., Zhang, X. (2025). Corporate social responsibility, market business environment, and stock price crash risk: an analysis from the stakeholder perspective. *Finance Research Letters, 86* (A), 108367. https://doi.org/10.1016/j.frl.2025.108367

Yarram, S. R., & Adapa, S. (2022). Women on boards, CSR and risk-taking: an investigation of the interaction effects of gender diversity and CSR on business risk. *J. Clesan Prod, 378*, 134493. https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2022.134493

Zhang, J., Zi, S., Shao, P., & Xiao, Y. (2020). The value of corporate social responsibility during the crisis: chinese evidence. *Pacific-Basin Financ. J. 64*, 101432. https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2020.101432

Resources Governance, 3(1), 1-14. [in persian] https://doi.org:10.22059/jnrg.2026.408461.1078

Hunjra, A. I., Jebabli, I., Thrikawala, S. S., Suha Mahmoud Alawi, S. M., Mehmood, R. (2024). How do corporate governance and corporate social responsibility affect credit risk? *Research in International Business and Finance, 67(A)*, 102139. https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2023.102139

Kalia, A., & Gill, S. (2023). Corporate governance and risk management: a systematic review and synthesis for future research. *Journal of Advances in Management Research, 20(3)*, 409-461. https://doi.org/10.1108/JAMR-07-2022-0151

Khalili, Y. (2026). The Interaction of Ownership Concentration, Board Diversity, and Environmental Governance on Investment Efficiency and Financial Bankruptcy Risk. *Natural Resources Governance, 3(2)*, 41-56.[in Persian] https://doi.org/10.22059/jnrg.2026.408460.1077

Khalili, Y., Nikzad Ghadikolaei, M., & Heydari Rostami, K. (2026). The Performance of Sustainable Human-Social Resources on Economic Value Added. *Journal of Sustainable Human Resource Management, 7(13)*, 258-276. [in persian] https://doi.org/10.22080/shrm.2026.29060.1751

Kuo, Y.F., Lin, Y.M., & Chien, H.F. (2021). Corporate social responsibility, enterprise risk management, and real earnings management: evidence from managerial confidence. *Financ. Res. Lett. 41*, 101805. https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101805

Li, Z., Wu, C. (2025). Corporate social responsibility, market business environment and stock price crash Risk: An analysis from the perspective of stakeholders. *International Review of Economics & Finance, 103*, 104439. https://doi.org/10.1016/j.iref.2025.104439

Liang, X., Chen, X. C. (2024). Mandatory corporate social responsibility disclosure and financial constraints: Evidence from China. *International Review of Economics & Finance, 89(A)*, 954-974. https://doi.org/10.1016/j.iref.2023.08.011

Nouri, M., Chirani, E. & Mir Barg Kar, S. M. (2026). Analyzing the Role of New Risk Transfer Instruments in Macroeconomics and Financial Policymaking: A Comparative Meta-Combination of Catastrophe Bonds and Sidecar Contracts. *Economics and Financial Policymaking, 3*(2), 253–266. https://doi.org/10.61838/efp.3.2.8

Parsaei, M., Ganji, H. R., Ghadirian, M. H., & Amirfar, M. (2024). Ownership structure, Corporate Social Responsibility and tax avoidance: Evidence from Tehran Stock Exchange. *Journal of Securities*