

## مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکتی و چولگی بازده سهام

زهرة حاجیها<sup>۱</sup> حسن چناری بوکت<sup>۲</sup>

تاریخ دریافت: ۹۵/۰۱/۰۵ تاریخ پذیرش: ۹۵/۰۳/۱۵

### چکیده

هدف این پژوهش مطالعه‌ی ارتباط مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکتی با چولگی بازده سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. اطلاعات مورد نیاز برای این پژوهش از صورت‌های مالی ۸۱ شرکت در دوره‌ی زمانی ۱۳۹۳-۱۳۸۹ گردآوری شده است. در این پژوهش مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها از طریق معیارهای برنامه‌های حمایت از آموزش، لگاریتم اعضای هیأت مدیره و نسبت دارایی‌های ثابت به کل دارایی استفاده شده است و چولگی بازده سهام به دو بخش چولگی مثبت بازده سهام و چولگی منفی بازده سهام طبقه‌بندی شد. یافته‌های حاصل از آزمون فرضیه‌ی اول پژوهش نشان می‌دهد که بین متغیر مسئولیت اجتماعی شرکت و چولگی مثبت بازده سهام ارتباط مستقیم و معنی‌داری وجود دارد. به عبارتی با افزایش مسئولیت اجتماعی در شرکت‌های مورد مطالعه، چولگی مثبت بازده سهام افزایش می‌یابد و رشد در قیمت‌های سهام افزایش می‌یابد

---

<sup>۱</sup> دانشیار گروه حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران شرق، تهران، ایران (نویسنده مسئول مقاله)

drzhajiha@gmail.com

<sup>۲</sup> دانش‌آموخته‌ی کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران جنوب، تهران، ایران

ha\_chenari@yahoo.com

ولی یافته‌های حاصل از آزمون فرضیه‌ی دوم پژوهش نشان می‌دهد که بین متغیر مسئولیت اجتماعی شرکت و چولگی منفی بازده سهام ارتباط معکوس و معنی‌داری وجود دارد. به عبارتی با افزایش مسئولیت اجتماعی در شرکت‌های مورد مطالعه، چولگی منفی بازده سهام کاهش می‌یابد و ریزش در قیمت‌های سهام کاهش می‌یابد.

**واژه‌های کلیدی:** چولگی بازده سهام، ریزش قیمت سهام، مسئولیت‌پذیری اجتماعی

## ۱- مقدمه

طی سال‌های اخیر مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها سهم عمده‌ای را در تجارت و بازرگانی به خود اختصاص داده است (کیم و همکاران، ۲۰۱۴). بسیاری از شرکت‌ها اقدام به تأسیس کمیته‌ی مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها و صدور گزارش و افشای موارد مرتبط کرده‌اند (کره‌ین و همکاران، ۲۰۰۸). مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها ادبیاتی نوین در پژوهش‌های حسابداری محسوب می‌شود و از ابعاد مختلف توسط پژوهش‌گران، تحلیل‌گران مورد بحث قرار گرفته است. امروزه سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان در شرکت‌هایی که به‌گونه‌ای مناسب مسئولیت‌های اجتماعی را انجام می‌دهند، متمایل به سرمایه‌گذاری در این شرکت‌ها هستند. گرن (۲۰۰۸) بر این باور است که در عصر کنونی مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها در بیشتر شرکت‌ها لازم و ضروری می‌باشد و محدود به شرکت‌های بزرگ نیست. هم‌چنین صاحب‌نظران و طرفداران افشای اطلاعات مسئولیت‌های اجتماعی معتقدند که شرکت‌ها برای ارزش آفرینی و ثروت آفرینی سهام‌داران خود، اقدام به افشای اطلاعات می‌کنند (جلیلی و قیصری، ۱۳۹۳). فریدمن (۱۹۷۰) در پژوهشی با عنوان مسئولیت اجتماعی تجارت فقط افزایش سود است این رویکرد را که مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها مبحث قابل توجهی در آمریکا در طی سال‌های اخیر بوده است تشریح می‌کند و در پاسخ به گروهی که بر این باور بودند که تجارت و بازرگانی تا حدود زیادی به امور رفاهی اجتماع پایبند و متعهد است، داده شد. پیرو مقبولیت بیشتر مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها، مطالعات و پژوهش‌هایی برای استقرار مسئولیت فوق و تأثیر آن بر عملکرد پایه‌ریزی شده است (رومن و همکاران، ۱۹۹۹؛ مارقولیس و والش، ۲۰۰۱؛ کیم و استاتمن، ۲۰۱۲). سایر پژوهش‌ها به بررسی ارتباط مسئولیت اجتماعی و مخاطره‌ی شرکت پرداخته‌اند (لی و فاف، ۲۰۰۹).

پژوهش‌هایی که اخیراً صورت پذیرفته به بررسی ارتباط بین مسئولیت اجتماعی شرکت و هزینه‌ی حقوق صاحبان سهام پرداخته‌اند (ال‌گول و همکاران، ۲۰۱۱؛ دالی‌وال و همکاران، ۲۰۱۱؛ گاس و روبرتس، ۲۰۱۱). در یک محیط گزارش‌گری غیرشفاف مانند عدم گزارش شفاف مسئولیت اجتماعی سرمایه‌گذاران قادر به شناسایی پروژه‌های زیان‌ده شرکت نیستند

برای این که اطلاعات شفاف برای اتخاذ تصمیم‌های بهینه وجود ندارد. بنابراین تفکیک پروژه‌های سوده از زیان‌ده ممکن نیست. این عدم توانایی منجر به تداوم پروژه‌های زیان‌ده می‌شود. در نتیجه عدم تقارن در بازدهی یا به عبارتی چولگی بازده سهام در طول زمان در شرکت انباشته شده و با انتشار این اطلاعات ارزش سهام دستخوش نوسان‌های غیرعادی می‌شود. تمایل واحدهای تجاری به تعهد نسبت به مسئولیت اجتماعی در کلیه جنبه‌ها، تأثیر قابل ملاحظه‌ای را روی عملکرد و به تبع آن قیمت و بازده سهام دارد؛ در واقع گرایش به سمت مسئولیت اجتماعی واحد انتفاعی را ترغیب می‌کند تا در راستای بهبود محیط زیست، استفاده از انرژی کم‌تر، مدیریت ضایعات و ... تلاش کنند (ساندهو و کاپو، ۲۰۱۰). در نتیجه واحدهای انتفاعی می‌توانند بازده‌های بلندمدت خود را از طریق کاهش اثرات منفی خود بر اجتماع به صورت اختیاری حداکثر کنند. به نحوی که در حال حاضر این تفکر در میان واحدهای انتفاعی به صورت روزافزون در حال شکل‌گیری است که موفقیت بلندمدت آن‌ها می‌تواند از طریق مدیریت کردن عملیات شرکت، هم‌زمان با ایجاد اطمینان از حمایت محیطی و ارتقای مسئولیت‌های اجتماعی شرکت تحقق یابد (سامی و همکاران، ۲۰۰۸). بنابراین اجرای مسئولیت اجتماعی شرکت منتهی به بهبود موفقیت واحدهای انتفاعی در درازمدت و در نهایت منجر به رشد اقتصادی و بهبود توان رقابتی شرکت می‌شود. در این پژوهش پیرو پژوهش کیم و همکاران (۲۰۱۴) ارتباط بین مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها و چولگی بازده سهام مورد مطالعه و بررسی قرار می‌گیرد.

## ۲- مبانی نظری و پیشینه پژوهش

سهام‌های با قیمت‌های بیشتر نسبت به ارزش ذاتی خود مانند ارزش اسمی، سهام دارای صرف سهام یا سهام جذاب نامیده می‌شوند. در مقایسه با توزیع بازده مقطعی نسبت به ارزش بازار سهام با صرف، شواهد حاکی از آن است که صرف سهام عمدتاً در شرکت‌های با چولگی بازده سهام اتفاق می‌افتد. چولگی توزیع بازده سهام (مثبت یا منفی) بیان‌گر میزانی از عدم تقارن است که می‌تواند نشان‌دهنده‌ی صعود یا سقوط قیمت سهام (چولگی مثبت یا چولگی منفی) شرکت باشد. بدین معنی که تغییرات بزرگ در قیمت بیش‌تر به صورت

کاهش و کم‌تر به صورت افزایش بوده است. به عبارت دیگر، بازده بازار بیش‌تر در معرض کاهش و کمتر در معرض افزایش بوده است. تجزیه و تحلیل‌های پژوهش‌های پیشین ثابت کرده‌اند که سرمایه‌گذاران به سمت سهام شرکت‌هایی تمایل پیدا می‌کنند که احتمال ریزش قیمت در آن‌ها کمتر باشد به عبارت بهتر سهام دارای صرف باشد و از جذابیت کافی برخوردار باشد (ژانگ، ۲۰۱۳). ادبیات پیشین پژوهش نشان می‌دهد که ارزش سهام شرکت‌ها تمایل به بهتر شدن نسبت به بازده پیشین خود را دارند یعنی شرکت‌ها سعی می‌کنند سهام آن‌ها به صرف در بازار عرضه شود (باسو، ۱۹۷۷؛ روزنبرگ و همکاران، ۱۹۸۵؛ فاما و فرنچ، ۱۹۹۲). ریسک ریزش قیمت سهام (چولگی منفی) در بازار یکی از نگرانی‌های اصلی سرمایه‌گذاران است و پژوهش در این زمینه می‌تواند برای بازار سرمایه حایز اهمیت باشد. افزایش پدیده ریزش قیمت سهام (چولگی منفی)، سبب بدبینی سرمایه‌گذاران در مورد سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار می‌شود، که این مسأله در نهایت می‌تواند سبب خارج ساختن منابع سرمایه‌گذاران توسط آن‌ها از بورس اوراق بهادار شود.

چولگی منفی بازده سهام (ریزش قیمت سهام) و رویکردهای مختلف موضوع نوسان‌های ناگهانی قیمت سهام طی سال‌های اخیر و به‌ویژه بعد از بحران مالی و اقتصادی سال ۲۰۰۸، توجه بسیاری را به خود معطوف کرده است. این تغییرات در حالت کلی به دو صورت ریزش و رشد قیمت سهام رخ می‌دهد. با توجه به اهمیتی که سرمایه‌گذاران برای بازده سهام خود قایل هستند، پدیده‌ی ریزش قیمت سهام که منتهی به کاهش شدید بازده می‌شود، در مقایسه با رشد قیمت سهام بیشتر مورد توجه پژوهش‌گران قرار گرفته است.

چولگی منفی بازده سهام (ریزش قیمت سهام) دارای خصوصیت‌های به شرح زیر است. الف) ریزش قیمت سهام یک تغییر بزرگ و غیر متعارف در قیمت سهام است که بدون وقوع حادثه‌ی مهم اقتصادی رخ می‌دهد؛ ب) این تغییرات بزرگ به صورت منفی هستند؛ ج) ریزش قیمت سهام یک پدیده‌ی سرایتی در سطح بازار است. بدین معنی که کاهش قیمت سهام فقط به یک سهام خاص محدود نمی‌شود، بلکه کلیه‌ی انواع سهام موجود در بازار را شامل می‌شود (چن و همکاران، ۲۰۰۱).

هریک از خصوصیت‌های فوق، ریشه در مجموعه‌ای از حقایق تجربی، مستدل و بنیادی دارند. در رابطه با اولین خصوصیت، هانگ و استین (۲۰۰۳) بیان می‌کنند که بسیاری از تغییرات بزرگی که بعد از جنگ جهانی در شاخص اس اند پورز رخ داده است و به ویژه سقوط بازار در اکتبر ۱۹۸۷، به دلیل افشای اخبار مربوط به یک رویداد مهم و قابل توجه نبوده است (هونگ و استین، ۲۰۰۳). به گونه‌ای مشابه فرنچ و رول (۱۹۸۶) تاکید می‌کنند که در بسیاری از موارد تبیین تغییرات قیمت سهام از طریق افشای اطلاعات مربوط به یک رخداد خاص، بسیار دشوار است. دومین خصوصیت تعریف فوق ناشی از یک عدم تقارن تجربی و قابل توجه در تغییرات بازده بازار است. بدین معنی که تغییرات بزرگ در قیمت بیش تر به صورت کاهش و کمتر به صورت افزایش بوده است. به عبارت دیگر، بازده بازار بیش تر در معرض کاهش و کمتر در معرض افزایش بوده است. این عدم تقارن به دو طریق قابل اثبات است. نخست از طریق مشاهده‌ی مستقیم داده‌های تاریخی مربوط به بازده بازار، می‌توان این عدم تقارن را به وضوح ملاحظه کرد. بررسی داده‌های مزبور نشان می‌دهد که از ۱۰ تغییر بزرگی که بعد از سال ۱۹۴۷ در شاخص اس اند پی رخ داده است، ۹ تای آن‌ها کاهش بوده است. به طور کلی بخش وسیعی از ادبیات مربوط به بازار سهام، بیان گر آن است که بازده سهام در طول زمان نشان دهنده‌ی چولگی منفی بازده سهام یا نوسان نامتقارن در بازده سهام است (چن و همکاران، ۲۰۰۱).

سومین خصوصیت تعریف ریزش قیمت سهام این است که ریزش پدیده‌ای است که تمام بازار را در بر می‌گیرد. بدین معنی که این پدیده به کلیه‌ی انواع سهام موجود در بازار سرایت می‌کند. داف (۱۹۹۵) بیان می‌کند که این موضوع به این دلیل است که در زمان وقوع پدیده‌ی ریزش، همبستگی بین انواع سهام موجود در بازار افزایش می‌یابد، کلی (۱۹۹۴) اثبات کرد که بررسی روند داده‌های تاریخی مربوط به قیمت بازار اوراق اختیار خرید سهام نشان می‌دهد که در مواردی که شاخص قیمت اختیار خرید سهام با کاهش مواجه بوده است، همبستگی بین انواع مختلف اوراق اختیار خرید افزایش یافته است.

در حالت کلی پدیده‌ی ریزش قیمت سهام همسان یا چولگی منفی بازده سهام، از لحاظ آماری این گونه تعریف شده است: ریزش قیمت سهام در بازار سرمایه، زمانی رخ می‌دهد که بازده ماهانه خاص شرکت طی یک دوره‌ی زمانی،  $3/2$  انحراف معیار کمتر از میانگین بازده ماهانه‌ی خاص شرکت طی همان دوره باشد. اساس این تعریف بر این مفهوم آماری قرار دارد که با فرض نرمال بودن توزیع بازده ماهانه‌ی خاص شرکت، نوسان‌هایی که در فاصله‌ی میانگین بعلاوه  $3/2$  انحراف معیار و میانگین منهای  $3/2$  انحراف معیار قرار می‌گیرند، از جمله نوسان‌های عادی محسوب می‌شوند و نوسان‌های خارج از این فاصله جزو موارد غیرعادی قلمداد می‌شوند. با توجه به این که ریزش قیمت سهام یک نوسان غیرعادی است، عدد  $3/2$  به عنوان مرز بین نوسان‌های عادی و غیرعادی در نظر گرفته می‌شود (هیلی و همکاران، ۱۹۹۹). با وجود این که پدیده‌ی عدم تقارن منفی یا چولگی منفی در بازده بازار سهام مورد توافق همه صاحب‌نظران است، اما سازوکار اقتصادی که منتهی به بروز این پدیده می‌شود، هنوز به صورت صریح و روشن مشخص نشده است (هاتون و همکاران، ۲۰۰۹). در ادبیات مالی نظریه‌ها و رویکردهای گوناگونی پیرامون توضیح پدیده‌ی ریزش قیمت سهام ارایه شده است.

از آنجایی که مفهوم توسعه‌ی پایدار به چالشی برای نگرش کلاسیک ارزش سهام‌داران در واحدهای تجاری و نقش آن‌ها در جامعه تبدیل شده است. اکنون شرکت‌ها برای اثرات اعمال و فعالیت‌هایشان بر محیط و جامعه متعهد و مسئول هستند، به گونه‌ای که توسعه‌ی پاینده به‌عنوان بخشی ذاتی در ادبیات تجاری تلقی می‌شود و روش‌های متفاوتی برای در نظر گرفتن و توجه به ابعاد پایداری در واحدهای تجاری وجود دارد. یکی از مفاهیم اصلی که به توصیف فعالیت‌های پاینده اشاره دارد، مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها است که این مفهوم با نگرش‌های متفاوتی روی پایداری شرکت‌ها تأکید دارد. در دهه‌های اخیر این توجه به اثرات شرکت‌ها در جامعه منتهی به پیدایش مفهوم مهم در ادبیات کار و کسب به‌نام مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها گردیده است (نصر، ۲۰۱۰). مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها به مشارکت داوطلبانه‌ی شرکت برای توسعه‌ی پاینده‌ی فراسوی الزام‌های قانونی اشاره دارد و یک روش

برای کاهش شکاف بین شرکت‌ها و انتظارات ذی‌نفعان در قالب گزارش‌گری و افشای اطلاعات اضافی با رویکرد پایندگی به‌شمار می‌رود. شرکت‌ها واکنش‌های مختلفی برای پاسخ‌گویی به تقاضاهای جدید دارند به گونه‌ای که برخی شرکت‌ها فرهنگ خود را تغییر داده و در نظر گرفتن مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها را به‌عنوان هسته‌ی اصلی فعالیت‌های تجاری‌شان پذیرفته‌اند (مولینا، ۲۰۱۰).

پژوهش‌های مرتبطی در خارج و داخل کشور صورت پذیرفته که برخی از آن‌ها به شرح زیر است:

هاتن و همکاران (۲۰۰۹) در پژوهشی به بررسی ارتباط عدم شفافیت اطلاعات و سقوط ناگهانی قیمت سهام پرداخت. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که بین عدم شفافیت اطلاعات و احتمال سقوط ناگهانی قیمت سهام ارتباط مثبت وجود دارد. ژانگ و همکاران (۲۰۱۳) به مطالعه‌ی هم‌زمانی قیمت سهام، چولگی بازده سهام و سرمایه‌گذاران نهادی پرداختند و به این نتیجه رسیدند که هر دو متغیر هم‌زمانی قیمت سهام و چولگی بازده سهام با متغیر مالکیت شرکت ارتباطی معکوس دارد. به ویژه با سرمایه‌گذاران نهادی که انگیزه و قدرت کافی برای نظارت بر شرکت و فرصت‌های سرمایه‌گذاری آن دارند. این رابطه برای سرمایه‌گذارانی با افق زمانی کوتاه‌مدت برای سرمایه‌گذاری‌شان مثبت است چرا که این گونه سرمایه‌گذاران تمایل به معامله دارند تا نظارت بر شرکت. وای‌چو و همکاران (۲۰۱۳) در پژوهشی به بررسی ارتباط بین مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها و عدم تقارن اطلاعاتی بین استفاده‌کنندگان برون‌سازمانی و درون‌سازمانی پرداختند. یافته‌های حاصل از پژوهش بیان‌گر این است که بین مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها و عدم تقارن اطلاعاتی ارتباطی معکوس و معنی‌دار وجود دارد. بچتی و همکاران (۲۰۱۳) مسئولیت اجتماعی شرکت را در چهار عامل شامل شفافیت حسابداری، حاکمیت شرکتی، مخاطره‌ی ذی‌نفعان و بیش‌سرمایه‌گذاری تجزیه کرده‌اند. با بررسی ارتباط بین قدر مطلق خطای پیش‌بینی سود هر سهم با خالص نقاط قوت (-) و ضعف (+) بیش‌سرمایه‌گذاری، مخاطره‌ی ذی‌نفعان، حاکمیت شرکتی و شفافیت حسابداری نشان دادند که قدر مطلق خطای پیش‌بینی سود هر سهم با خالص نقاط قوت و ضعف



بیش سرمایه‌گذاری، مخاطره‌ی ذی‌نفعان و عدم شفافیت حسابداری شرکت ارتباطی مثبت و معنی‌دار وجود دارد در حالی که با کیفیت حاکمیت شرکتی ارتباطی معکوس دارد. کیم و همکاران (۲۰۱۴) در پژوهشی به مطالعه‌ی ارتباط مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها و چولگی منفی بازده سهام پرداختند. برآورد پژوهش‌گران بر این بود که مسئولیت اجتماعی تأثیر قابل توجهی بر چولگی منفی بازده سهام خواهد داشت. یافته‌های حاصل از پژوهش بیان کرد که بین مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها و چولگی منفی بازده سهام ارتباطی معکوس و معنی‌دار وجود دارد. به عبارتی با افزایش مسئولیت اجتماعی در شرکت‌های مورد مطالعه، چولگی منفی بازده سهام کاهش می‌یابد و ریزش در قیمت‌های سهام کاهش می‌یابد. آن و همکاران (۲۰۱۵) در پژوهشی تحت عنوان محیط اطلاعاتی، سرعت تعدیل اهرم و چولگی بازده سهام به بررسی ارتباط و تأثیر چولگی بازده سهام بر سرعت تعدیل اهرم پرداختند و در آن به آزمون تأثیر محیط اطلاعاتی با توجه به کشوری که شرکت در آن به فعالیت مشغول است پرداختند. یافته‌های پژوهش حاکی از آن است که سطح بالایی از چولگی بازده سهام موجب می‌شود که تعدیل اهرم با سرعت کم‌تری اتفاق بیفتد.

دیانتی و همکاران (۱۳۹۱) به بررسی تأثیر سرمایه‌گذاران نهادی بر کاهش ریسک سقوط (ریزش) ارزش سهام پرداختند. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که وجود سرمایه‌گذاران نهادی احتمال رخ دادن سقوط قیمت سهام را به صورتی معنی‌دار کاهش می‌دهد. بهارمقدم و همکاران (۱۳۹۲) در پژوهشی به بررسی رابطه‌ی مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی بر افشای مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها پرداختند. یافته‌های پژوهش بیان‌گر این است که مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی به‌جز مسئولیت دوگانه‌ی مدیرعامل در هیأت‌مدیره ارتباطی مثبت و معنی‌دار با افشای مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها دارند و سطح افشا در شرکت‌های انتخاب شده در سطح پایین است. احمدپور و فرمانبردار (۱۳۹۲) به بررسی رابطه‌ی بین مسئولیت اجتماعی شرکت و خطای پیش‌بینی سود هر سهم در بازه‌ی زمانی ۱۳۹۱-۱۳۹۰ در صنایع شیمیایی، فرآورده‌ی نفتی و سیمانی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. یافته‌های حاصل از پژوهش نشان می‌دهد که بین سطح افشای مسئولیت اجتماعی

شرکت‌ها با قدر مطلق خطای پیش‌بینی سود هر سهم ارتباط معکوس و معنی‌داری وجود دارد. هم‌چنین بین سطح افشای عملکرد اجتماعی و زیست‌محیطی شرکت با قدر مطلق خطای پیش‌بینی سود هر سهم ارتباطی معکوس و معنی‌دار مشاهده گردید. جلیلی و قیصری (۱۳۹۳) در پژوهشی به مطالعه‌ی ارتباط بین کیفیت سود و مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه‌ی زمانی ۱۳۸۴-۱۳۹۰ پرداختند. یافته‌های حاصل از پژوهش بیان‌گر این است که در مدل اقلام تعهدی اختیاری و مدل هزینه‌های تولیدی غیرعادی، بین مسئولیت‌های اجتماعی شرکتی و مدیریت سود ارتباط مثبت ولی بی‌معنی وجود داشته و در مدل وجوه نقد عملیاتی غیرعادی و مدل هزینه‌های اختیاری غیرعادی بین مسئولیت‌های اجتماعی شرکتی و کیفیت سود ارتباطی معنی‌دار وجود دارد. احمدپور و همکاران (۱۳۹۳) پژوهشی به مطالعه‌ی تأثیر ویژگی‌های شرکت بر ریسک سقوط قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. یافته‌های حاصل از پژوهش بیان‌گر آن است که متغیرهای بازده دارایی، اندازه‌ی شرکت، نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام و نسبت کیوتوبین بر ریسک سقوط قیمت سهام تأثیری معکوس و معنی‌دار دارد اما دو متغیر بازده حقوق صاحبان سهام و اهرم مالی تأثیر معنی‌دار بر ریسک سقوط قیمت سهام نداشتند. حساس‌یگانه و برزگر (۱۳۹۴) در پژوهشی به ارزیابی مدلی برای افشای مسئولیت اجتماعی و پایداری شرکت‌ها و وضعیت موجود آن در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. یافته‌های تحلیل محتوای پژوهش نشان داد که از ۶۰ شاخص سنجش شده در این پژوهش به طور متوسط حدود ۴۵ شاخص یعنی ۷۵ درصد آن‌ها در گزارش‌های سالانه‌ی فعالیت هیأت‌مدیره‌ی شرکت‌های بورسی افشا نمی‌گردد. از این رو سطح پایین افشای ابعاد مسئولیت اجتماعی در شرکت‌های بورسی بیان‌گر شکاف وضعیت موجود از انتظارات ذی‌نفعان است. لذا تدوین الزام‌ها و استانداردهای مناسب برای گزارش‌گری و افشای این شاخص‌ها در گزارش‌های سالانه‌ی شرکت‌ها برای پاسخ‌گویی به انتظارات ذی‌نفعان در بازار سرمایه‌ی ایران ضروری است.

### ۳- فرضیه‌های پژوهش

با عنایت به مبانی نظری مطرح شده فرضیه‌های پژوهش به شرح زیر هستند:

**فرضیه اصلی:** بین معیارهای مسئولیت اجتماعی شرکت و چولگی بازده سهام ارتباط معنی‌داری وجود دارد.

**فرضیه فرعی ۱:** بین معیارهای مسئولیت اجتماعی شرکت و چولگی مثبت بازده سهام ارتباط معنی‌داری وجود دارد.

**فرضیه فرعی ۲:** بین معیارهای مسئولیت اجتماعی شرکت و چولگی منفی بازده سهام ارتباط معنی‌داری وجود دارد.

### ۴- روش‌شناسی پژوهش

این پژوهش از نظر ماهیت و محتوایی از نوع همبستگی و از نظر هدف کاربردی می‌باشد. انجام پژوهش در چارچوب استدلال‌های قیاسی - استقرایی صورت می‌پذیرد، بدین معنی که مبانی نظری و پیشینه‌ی پژوهش از راه کتابخانه‌ای، مجلات و سایر سایت‌های معتبر در قالب قیاسی، و گردآوری داده‌ها برای تأیید و رد فرضیه‌ها از راه استقرایی صورت می‌پذیرد. جامعه‌ی آماری این پژوهش در برگیرنده‌ی کلیه‌ی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. دوره‌ی زمانی پژوهش از سال ۱۳۸۹ تا سال ۱۳۹۳ در نظر گرفته شده است. هم‌چنین در این پژوهش نمونه‌ای به حجم ۸۱ شرکت براساس معیارهای زیر از جامعه‌ی آماری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران انتخاب شده است:

الف) با توجه به دوره‌ی زمانی دسترسی به اطلاعات (۱۳۹۳-۱۳۸۹)، شرکت قبل از سال ۱۳۸۹ در بورس اوراق بهادار پذیرفته شده باشد و نام آن تا پایان سال ۱۳۹۳ از فهرست شرکت‌های یاد شده حذف نشده باشد؛

ب) به‌منظور افزایش توان هم‌سنجی و همسان‌سازی شرایط شرکت‌های انتخابی، سال مالی شرکت‌ها باید به پایان اسفند ماه هر سال منتهی شود؛

پ) به دلیل شفاف نبودن مرزبندی بین فعالیت‌های عملیاتی و تأمین مالی شرکت‌های مالی (شرکت‌های سرمایه‌گذاری و واسطه‌گری مالی و ...)، این شرکت‌ها از نمونه حذف شده‌اند؛

ت) شرکت‌هایی که اطلاعات آن‌ها برای محاسبه‌ی متغیرهای اولیه‌ی صورت‌های مالی ناقص بوده‌اند از نمونه حذف شده‌اند؛

ث) شرکت‌ها نباید توقف فعالیت داشته و دوره‌ی فعالیت خود را تغییر داده باشند.

### ۵- مدل‌های پژوهش و متغیرهای آن

در این پژوهش متغیر مستقل مسئولیت‌های اجتماعی شرکت‌ها است. برای اندازه‌گیری مسئولیت‌های اجتماعی شرکت‌ها از معیارهای زیر به پیروی از چاترجی و همکاران (۲۰۰۹)، کیم و همکاران (۲۰۱۲)، کیم و همکاران (۲۰۱۴)، جیان و لی (۲۰۱۵) و جلیلی و قیصری (۱۳۹۳) استفاده شده است:

*Community*: اگر شرکت برنامه‌ی حمایت از آموزش برای اعضای حرفه و یا صنعت و یا جامعه را داشته باشد برابر یک و در غیر این صورت برابر صفر است؛ *Diversity*: برابر با لگاریتم تعداد اعضای هیأت‌مدیره می‌باشد؛ *Environment*: از معیار استفاده شده است: نسبت دارایی‌های ثابت به کل دارایی

در مورد تعداد اعضای هیأت‌مدیره می‌توان چنین استنباط کرد که حضور اعضای غیرموظف منجر به نظارت بر عملکرد شرکت و به تبع آن گزارش‌گری مالی صحیح و به موقع و در نهایت باعث اتخاذ تصمیم‌های مناسب و منطقی توسط سرمایه‌گذاران می‌شود.

در رابطه با دارایی‌های ثابت می‌توان از دیدگاه حسابداری زیست‌محیطی بیان کرد که محاسبه‌ی صحیح استهلاک دارایی‌های ثابت، بازسازی و تعمیر و هم‌چنین تعیین دقیق عمر مفید برای دارایی‌های ثابت ابتدا باعث می‌شود که محیط زیست به علت فرسوده و مستهلک شدن بیش از حد، به محیط زیست آسیب نزنند.

ضمناً با توجه به یافته‌های حاصل از پژوهش حساس‌یگانه و برزگر (۱۳۹۴) مبنی بر عدم افشای ۷۵ درصد از معیارهای مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت‌ها در صورت‌های مالی و گزارش‌های هیأت‌مدیره و به تبع آن صفر بودن اکثر معیارهای مربوط به مسئولیت‌پذیری اجتماعی در این تحقیق از این معیارها استفاده شده است.

در این پژوهش متغیر وابسته چولگی بازده سهام است. چولگی بازده سهام طبق پژوهش ژانگ (۲۰۱۳) به صورت زیر محاسبه می‌شود:

$$Skewness = \frac{(P90 - P10) - 2 \times Median}{P90 - P10}$$

در فرمول فوق  $P90$  مقدار بازده سهام در صدک نودم،  $P10$  بازده سهام در صدک دهم و  $Median$  میانه بازده سهام شرکت می‌باشد.

در این پژوهش متغیرهای کنترل به پیروی از پژوهش کیم و همکاران (۲۰۱۴) به شرح زیر است:

نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری: از نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری سهام شرکت محاسبه می‌شود (جایارامان و میلیبورن، ۲۰۱۲).  
اندازه‌ی شرکت: از لگاریتم مجموع دارایی‌های شرکت محاسبه می‌شود (حاجیها و چناری، ۱۳۹۳).

اهرم مالی: از محاسبه نسبت کل بدهی به کل دارایی محاسبه می‌شود.  
نرخ بازده دارایی: از نسبت سود خالص بر کل دارایی محاسبه می‌شود.  
با توجه به متغیرهای پژوهش مدل پژوهش به صورت زیر است:

$$Skewness_{it}^{+} = \beta_0 + \beta_1 Community_{it} + \beta_2 Diversity_{it} + \beta_3 Environment_{it} + \beta_4 MB_{it} + \beta_5 Size_{it} + \beta_6 Lev_{it} + \beta_7 RoA_{it} + \varepsilon_{it}$$

$Skewness$ : چولگی بازده سهام،  $Community$ : مسئولیت اجتماعی شرکت (برنامه‌های حمایت از آموزش)،  $Diversity$ : مسئولیت اجتماعی شرکت (اعضای هیأت‌مدیره)،  $Environment$ : مسئولیت اجتماعی شرکت (محیط اطلاعاتی)،  $MB$ : نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری،  $Size$ : اندازه‌ی شرکت،  $Lev$ : اهرم مالی،  $RoA$ : نرخ بازده دارایی

## ۶- یافته‌های پژوهش

آمار توصیفی: در نگاره ۱ توصیف داده‌های پژوهش ارائه شده است:

## نگاره ۱. توصیف داده‌های پژوهش

عنوان	متغیر	میانگین	واریانس	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی
وابسته	چولگی مثبت بازده سهام	۱/۴۳۰۰	۰/۵۰۲	۰/۷۰۸۶	۰/۰۴۶	-۱/۱۶۴
	چولگی منفی بازده سهام	-۱/۳۴۶۶	۰/۵۵۳	۰/۷۴۳۶	-۰/۲۳۵	-۱/۲۳۹
مستقل	مسئولیت اجتماعی شرکتهای	۱/۸۹۳۱	۰/۰۴۴	۰/۲۱۰۳	۱/۲۶۷	۲/۴۲۵
کنترلی	برنامه‌ی حمایت از آموزش	۰/۰۰۴۹	۰/۰۰۵	۰/۰۷۰۱۹	۱۴/۱۷۷	۱۹۹/۹۸
	لگاریتم تعداد اعضای هیأت‌مدیره	۱/۶۳۴۲	۰/۰۰۵	۰/۰۷۳۷۶	۲/۳۰۳	۷/۷۷۲
	نسبت دارایی‌های ثابت به کل دارایی‌ها	۰/۲۵۴۰	۰/۰۳۶	۰/۱۸۹۹۶	۱/۰۳۹	۰/۷۳۹
کنترلی	نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری	۱/۸۹۴۸۳	۲۱/۰۴۴	۴/۵۸۷۳۷	-۸/۷۴۷	۱۱۴/۳۶۲
	اندازه‌ی شرکت	۵/۵۷۹۳۳	۰/۳۲۸	۰/۵۷۳۱۳	۰/۴۶۰	۰/۶۲۸
	اهرم مالی	۰/۶۰۸۰	۰/۱۶۰	۰/۴۰۰۱	۱۳/۰۱۸	۲۲۶/۹۳۸
	نرخ بازده دارایی	۰/۱۰۱۰۰	۰/۰۱۵	۰/۱۲۰۷۸	۰/۷۲۰	۳/۱۲۷

میانگین چولگی مثبت سهام ۱/۴۰۲۶۲۲ بیان‌گر ریسک صعود قیمت سهام است که با توجه به علامت ضریب چولگی این متغیر می‌توان گفت توزیع آن متمایل به چپ (چوله به چپ) است. میانگین چولگی منفی سهام ۱/۴۰۰۷۶- بیان‌گر ریسک سقوط قیمت سهام است که با توجه به علامت ضریب چولگی این متغیر می‌توان گفت توزیع آن متمایل به راست (چوله به راست) است. میانگین محاسبه شده در معیارهای مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها ۱/۸۹ است و بیان‌گر این است که مدیران شرکت‌ها به دلیل رفتارهای منفعت‌طلبانه و دریافت پاداش نقدی بیشتر تمایل به افشای مسئولیت اجتماعی دارند. میانگین نرخ بازده دارایی محاسبه شده نشان می‌دهد که میزان سودآوری شرکت‌ها به‌طور متوسط ۱۰/۱۰ درصد می‌باشد که رقم کم‌تری را نشان می‌دهد. انحراف معیار محاسبه شده در اکثر متغیرها نشان از پراکندگی مناسب و منطقی داده‌ها دارد. بررسی میزان چولگی و کشیدگی هر یک از متغیرها و مقایسه‌ی آن با توزیع نرمال نشان می‌دهد که کلیه‌ی متغیرهای پژوهش به‌صورت نرمال توزیع شده‌اند.

## آزمون فرضیه‌های پژوهش

یافته‌های حاصل از آزمون فرضیه‌های پژوهش به شرح زیر است:

## نگاره‌ی ۲. یافته‌های حاصل از آزمون فرضیه‌های اول و دوم پژوهش

فرضیه‌ی دوم		فرضیه‌ی اول		متغیرهای پژوهش
سطح معنی داری	آماره‌ی آزمون	سطح معنی داری	آماره‌ی آزمون	
۰/۰۰۰۰	-۳۵/۵۷۸۲	۰/۰۰۰۰	-۲۷/۴۰۱۰۱	مقدار ثابت
۰/۰۰۰۸	-۳/۳۷۵۹	۰/۰۰۳۱	۲/۹۷۸۹	مسئولیت اجتماعی شرکت
۰/۰۰۰۰	۵/۳۹۱۴	۰/۰۰۰۲	۳/۷۳۱۷	نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری
۰/۰۰۰۰	۳۱/۹۱۴۱	۰/۰۰۰۰	۲۶/۲۴۸۳	اندازه‌ی شرکت
۰/۰۳۲۸	۲/۱۴۱۶	۰/۰۹۵۵	-۱/۶۷۰۹	اهرم مالی
۰/۰۰۰۰	-۱۵/۹۰۱۹	۰/۰۰۰۰	-۱۲/۷۰۵۴	نرخ بازده دارایی
ضرب تیبین: ۰/۶۵۲۲		ضرب تیبین: ۰/۵۵۹۸		
ضرب تیبین تعدیل شده: ۰/۶۳۱۶		ضرب تیبین تعدیل شده: ۰/۵۴۹۳		
آماره آزمون: ۱۵۹/۲۹۶۱		آماره آزمون: ۱۹۰/۹۵۵۷		
سطح معنی داری: ۰/۰۰۰۰		سطح معنی داری: ۰/۰۰۰۰		
آماره‌ی دوربین واتسون: ۱/۵۱۰۴		آماره‌ی دوربین واتسون: ۱/۵۴۱۵		
آماره‌ی آزمون چاو: ۱۲/۹۲۲۳		آماره‌ی آزمون چاو: ۹/۵۵۲۲		
سطح معنی داری: ۰/۰۰۰۰		سطح معنی داری: ۰/۰۰۰۰		
آماره‌ی آزمون هاسمن: ۳۹/۱۷۵۱		آماره‌ی آزمون هاسمن: ۲۸/۹۵۸۹		
سطح معنی داری: ۰/۰۰۰۰		سطح معنی داری: ۰/۰۰۰۰		

در آزمون فرضیه‌ی اول سطح معنی داری برای تک تک متغیرها و هم چنین برای کل مدل در سطح اطمینان ۹۵ درصد محاسبه شده است. با توجه به ضرب تیبین تعدیل شده‌ی مدل برازش شده می توان ادعا کرد که حدود ۵۴ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل و کنترل توضیح داده می شود. خودهمبستگی نقض یکی از فرض‌های استاندارد الگوی رگرسیون است و از آماره‌ی دوربین-واتسون می توان جهت تعیین بود و نبود خودهمبستگی در الگوی رگرسیون استفاده کرد. آماره‌ی دوربین - واتسون محاسبه شده (۱/۵۴۱) که بین ۲/۵-۱/۵ می باشد بیان گر عدم وجود خودهمبستگی است و استقلال باقی مانده‌های اجزای خطا را نشان می دهد. همان طور که در نگاره‌ی ۲ مشاهده می شود سطح

معنی داری آماره‌ی آزمون برای متغیر مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها از سطح خطای قابل قبول ۵ درصد کمتر است، بنابراین وجود رابطه‌ی معنی داری بین مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها و چولگی مثبت بازده سهام تأیید می‌شود و فرضیه‌ی اول پژوهش پذیرفته می‌شود. از بین متغیرهای کنترل نرخ بازده دارایی، ارتباطی معکوس و معنی دار، اهرم مالی فاقد ارتباط معنی دار و متغیرهای نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری، اندازه‌ی شرکت ارتباطی مستقیم و معنی دار دارند.

در آزمون فرضیه‌ی دوم سطح معنی داری برای تک تک متغیرها و هم‌چنین برای کل مدل در سطح اطمینان ۹۵ درصد محاسبه شده است. با توجه به ضریب تبیین تعدیل شده‌ی مدل برازش شده می‌توان ادعا کرد که حدود ۶۳ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل و کنترل توضیح داده می‌شود. خودهمبستگی نقض یکی از فرض‌های استاندارد الگوی رگرسیون است و از آماره‌ی دوربین-واتسون می‌توان جهت تعیین بود و نبود خودهمبستگی در الگوی رگرسیون استفاده کرد. آماره‌ی دوربین - واتسون محاسبه شده (۱/۵۱۰) که بین ۲/۵-۱/۵ می‌باشد بیان‌گر عدم وجود خودهمبستگی است و استقلال باقی مانده‌های اجزای خطا را نشان می‌دهد. همان‌طور که در نگاره‌ی ۲ مشاهده می‌شود سطح معنی داری آماره‌ی آزمون برای متغیر مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها از سطح خطای قابل قبول ۵ درصد کمتر است، بنابراین وجود رابطه‌ی معنی داری بین مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها و چولگی منفی بازده سهام تأیید می‌شود و فرضیه‌ی دوم پژوهش پذیرفته می‌شود. از بین متغیرهای کنترل نرخ بازده دارایی، ارتباطی معکوس و معنی دار و متغیرهای نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری، اندازه‌ی شرکت و اهرم مالی ارتباطی مستقیم و معنی دار دارند.

## ۷- نتیجه‌گیری و بحث

مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکتی و افشاگری‌های مرتبط با آن عامل ضروری است که به تداوم شرکت‌ها منتهی می‌شود؛ زیرا همه‌ی شرکت‌ها ارتباط‌هایی با جامعه دارند فلذا جامعه امکان بقای شرکت‌ها را در طولانی‌مدت فراهم می‌آورد. جامعه از فعالیت‌ها و رفتار شرکت‌ها بهره می‌گیرد. گسترش مسئولیت‌پذیری شرکت‌ها بر این موضوع دلالت دارد که



مسئولیت‌های شرکت‌ها از آن‌چه در گذشته بوده یعنی فراهم کردن ارزش‌آفرینی برای سهام‌داران فراتر رفته است. شرکت‌ها بایستی در برابر ذی‌نفعان (سهام‌داران، مشتریان، کارکنان، عرضه‌کنندگان کالا، بانک‌ها، قانون‌گذاران، محیط و جامعه) پاسخ‌گو باشند. به این ترتیب شرکت‌ها علاوه بر مسئولیت اقتصادی، بایستی در برابر مسایل اجتماعی احساس مسئولیت کنند. بنابراین با توجه به اهمیت مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت‌ها و افشاگری‌های مرتبط با آن، در گزارش‌های مالی بایستی مراقبت‌های کافی به‌عمل‌آید.

پیش‌بینی عامل کلیدی در تصمیم‌گیری‌های اقتصادی محسوب و موفقیت در امر پیش‌بینی نیازمند مداخله در شکل‌گیری واقعیت‌ها به نحو مطلوب است. از آن‌جا که پیش‌بینی افق آینده را ترسیم می‌کند چارچوبی برای تصمیم‌گیری در میان ناشناخته‌ها پدید آورده و گروه‌های مختلف تصمیم‌گیرنده مانند سرمایه‌گذاران، اعتباردهندگان، مدیریت و سایر اشخاص در تصمیم‌گیری‌های خود متکی به پیش‌بینی و انتظارات هستند. چولگی بازده سهام یکی از پدیده‌های مشاهده شده در بازارهای مالی است که بیان‌گر سوگیری‌های روانشناسی یا گرایش به اعداد خاص در بازار است. این پدیده شامل تراکم قیمت‌ها در محدوده‌ی خاص است. چولگی بازده سهام از سوگیری‌های مشاهده شده در رفتار بازار سرمایه است که شامل ترجیح بعضی از اعداد بر سایر اعداد در معاملات است. قیمت‌های سهام در اعداد خاصی تجمع پیدا می‌کنند و بعضی از اعداد به‌طور معنی‌داری بیشتر از بقیه مشاهده می‌شوند. در این پژوهش ارتباط بین مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها و چولگی بازده سهام مورد مطالعه و بررسی قرار گرفت. برای مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها از برنامه‌های حمایت از آموزش، لگاریتم اعضای هیأت مدیره و نسبت دارایی‌های ثابت به کل دارایی استفاده شده است و چولگی بازده سهام را به دو بخش چولگی مثبت بازده سهام و چولگی منفی بازده سهام تقسیم‌بندی شده است. یافته‌های حاصل از آزمون فرضیه‌ی اول پژوهش بیان می‌کند که بین مسئولیت اجتماعی شرکت و چولگی مثبت بازده سهام ارتباط مثبت و معنی‌داری وجود دارد. با افزایش شفافیت مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها چولگی مثبت بازده سهام افزایش و با کاهش شفافیت مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها چولگی مثبت بازده سهام کاهش می‌یابد. به عبارتی با افزایش

مسئولیت اجتماعی در شرکت‌های مورد مطالعه، چولگی مثبت بازده سهام افزایش می‌یابد و افزایش در قیمت‌های سهام افزایش می‌یابد. یافته‌های حاصل از آزمون فرضیه‌ی دوم پژوهش بیان می‌کند که بین مسئولیت اجتماعی شرکت و چولگی منفی بازده سهام ارتباط معکوس و معنی‌داری وجود دارد. با افزایش شفافیت مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها چولگی منفی بازده سهام کاهش و با کاهش شفافیت مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها چولگی منفی بازده سهام افزایش می‌یابد. به عبارتی با افزایش مسئولیت اجتماعی در شرکت‌های مورد مطالعه، چولگی منفی بازده سهام کاهش می‌یابد و ریزش در قیمت‌های سهام کاهش می‌یابد. یافته‌های حاصل از آزمون فرضیه‌های پژوهش با یافته‌های حاصل از پژوهش کیم و همکاران (۲۰۱۴)، وای‌چو و همکاران (۲۰۱۳) مطابق است. در راستای یافته‌های حاصل از پژوهش پیشنهاد می‌گردد: با عنایت به ارزش و جایگاه مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها پیشنهاد می‌شود که راه کارهای ضمانت اجرایی انتشار گزارش‌های مرتبط با اجرای صحیح قوانین افشای مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها که مستلزم انتشار گزارش سالیانه‌ی مجزا در این رابطه است، صورت گیرد.

هم‌چنین وجود رویه‌های یکسان برای افشای مسئولیت اجتماعی اهمیت دارد. بنابراین چگونگی ایجاد ثبات رویه برای افشای مسئولیت اجتماعی از طریق سازمان بورس اوراق بهادار ضروری به نظر می‌رسد. برای پژوهش‌های آتی پیشنهاد می‌گردد سایر مدل‌های ریزش قیمت سهام و یافتن مدلی مناسب برای پدیده ریزش قیمت سهام و ارتباط آن با مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار تهران، مورد بررسی قرار گیرد. هم‌چنین به دلیل افزایش روز افزون به قوانین و مقررات پاسخ‌گویی اجتماعی، چگونگی انتشار گزارش عملکرد اجتماعی با چولگی بازده سهام مورد مطالعه و بررسی قرار گیرد.

### محدودیت‌های پژوهش

در پژوهش محققین با محدودیت‌هایی مواجهند که لازم است به نتایج با احتیاط نگریست. این پژوهش نیز از این قاعده مستثنی نیست. از جمله این محدودیت‌ها عبارت است از: الف) کیفیت اطلاعات: از اطلاعات گزارش‌های مالی به همان شکلی که شرکت‌ها ارائه کرده‌اند استفاده شده است. تعداد زیادی از شرکت‌ها گزارش‌های حسابرسی مشروط دارند

که اغلب از این بابت تعدیلی در صورت‌های مالی انجام نمی‌دهند. اثر این تعدیلات ممکن است بر نتایج پژوهش تاثیرگذار باشد؛

ب) محدود بودن جامعه‌ی مورد بررسی: پژوهش‌های بسیاری که در خارج از ایران انجام شده است تعداد بسیار زیادی از شرکت‌ها را آزمون می‌کنند. با توجه به محدودیت‌های اعمال شده بر جامعه‌ی آماری به دلیل همسان‌سازی شرکت‌ها، تعمیم نتایج به کل واحدهای اقتصادی بایستی با احتیاط صورت پذیرد.

### فهرست منابع

احمدپور، احمد؛ زارع بهنمیری، محمد جواد و کرامت‌اله حیدری رستمی. (۱۳۹۳)، بررسی تأثیر ویژگی‌های شرکت بر ریسک سقوط قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه‌ی بورس اوراق بهادار، سال هفتم، شماره‌ی ۲۸، صص ۴۵-۲۹.

احمدپور، احمد و مریم فرمانبردار. (۱۳۹۲)، بررسی رابطه‌ی بین مسئولیت اجتماعی شرکت و خطای پیش‌بینی سود هر سهم، فصلنامه‌ی بورس اوراق بهادار، سال ششم، شماره‌ی ۲۴، صص ۷۸-۶۳.

بهارمقدم، مهدی؛ صادقی، زین‌العابدین و ساره بیات. (۱۳۹۲)، بررسی رابطه‌ی مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی بر افشای مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها، فصلنامه‌ی حسابداری مالی، سال پنجم، شماره‌ی ۲۰، صص ۱۰۷-۹۰.

جلیلی، صابر و فرزاد قصیری. (۱۳۹۳)، بررسی ارتباط بین کیفیت سود و مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه‌ی دانش حسابداری، سال چهاردهم، شماره‌ی ۵۷، صص ۱۷۰-۱۴۷.

حساس‌یگانه، یحیی و قدرت‌اله برزگر. (۱۳۹۳)، مبانی نظری مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها و پارادایم تحقیقاتی آن در حرفه‌ی حسابداری، فصلنامه‌ی علمی-پژوهشی حسابداری مدیریت، سال هفتم، شماره‌ی ۲۲، صص ۱۳۳-۱۰۹.

حساس‌یگانه، یحیی و 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.

دیانتی، زهرا؛ مرادزاده، مهدی و سعید محمودی (۱۳۹۱)، بررسی تأثیر سرمایه‌گذاران نهادی بر کاهش ریسک سقوط (ریزش) ارزش سهام، فصلنامه‌ی دانش سرمایه‌گذاری، سال اول، شماره ۲، صص ۱۸-۱.

نمازی، محمد و جواد مرادی (۱۳۸۴)، بررسی تجربی سازه‌های موثر در تعیین پاداش هیات‌مدیره‌ی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه‌ی مطالعات حسابداری، شماره‌ی ۱۱ و ۱۰، صص ۱۰۱-۷۳.

An, Z., Li, D., Yu, J., (2015). Firm crash risk, information environment, and speed of leverage adjustment, *Journal of Corporate Finance*, 31, pp: 132-151.

Basu, S., (1977). Investment performance of common stocks in relation to their price earnings ratios: A test of the efficient market hypothesis. *Journal of Finance* 32, pp: 663-682.

Becchetti, Leonardo. Ciciretti, Rocco. and Giovanelli, Alessandro. (2013). Corporate Social Responsibility and Earning Forecasting Unbiasedness, *Banking & Finance*, (9): 3654-3668.

Chatterji, A.K., Levine, D.I., Toffel, M.W., (2009). How well do social ratings actually measure corporate social responsibility? *J. Econ. Manag. Strateg.*, 18, p: 125.

Crane, A., Matten, D., Spence, L., (2008). Corporate social responsibility: in global context. In: *Corporate Social Responsibility: Readings and Cases in Global Context*. Routledge, London, pp: 3-20.

Dhaliwal, D., Li, O., Zhang, A., Yang, Y., (2011). Voluntary nonfinancial disclosure and the cost of equity capital: the initiations of corporate social responsibility reporting. *The Accounting Review* 86 (1), pp: 59-100.

- El Ghoul, S., Guedhami, O., Kwok, C.C.Y., and Mishra, D.R., (2011). Does corporate social responsibility affect the cost of capital? *Journal of Banking and Finance* 35 (9),pp: 2388–2406.
- Fama, Eugene F., (1976). *Foundation of Finance*. Manchester Basic Books Inc.
- Friedman, M., (1970). The social responsibility of business is to increase its profits. *New York Times*, September 13, pp:122–126.
- Fama, E., and K. French, (1992). The cross-section of expected stock returns. *Journal of Finance* 47,pp: 427–465.
- Goss, A., Roberts, G.R.,(2011). The impact of corporate social responsibility on the cost of bank loans. *Journal of Banking and Finance* 35,pp: 1794–1810.
- Hutton, A.P., Marcus, A.J, Tehranian, H.,(2009). Opaque financial reports, R2, and crash risk. *Journal of Financial Economics* 94, pp:67-86.
- Jayaraman, S., and T. T. Milbourn., (2012). The Role of Stock Liquidity in Executive Compensation. *The Accounting Review*, 87 (2),pp:537-563.
- Kim, Y., Li, H., Li, S., (2014). Corporate social responsibility and stock price crash risk, *Journal of Banking & Finance*, 43, pp:1-13.
- Kim, Y., Park, M.S., Wier, B., (2012). Is earnings quality associated with corporate social responsibility? *The Accounting Review*, 8 (3),pp: 761–796.
- Kim, Y., Li, H., Li, S., (2014). Corporate social responsibility and stock price crash risk, *Journal of Banking & Finance*, 43: 1-13.
- Kim, Y., Statman, M., 2012. Do corporations invest enough in environmental responsibility? *Journal of Business Ethics* 105 (1), pp:115–129.
- Lee, D.D., Faff, R.W., (2009). Corporate sustainability performance and idiosyncratic risk: a global perspective. *Financial Review* 44 (2), pp:213–237.
- Margolis, J.D., Walsh, J.P., (2001). *People and Profits? The Search for a Link between a Company's Social and Financial Performance*. Lawrence Erlbaum Associates, Mahwah, NJ.

- Molina, M.,(2010). The corporate role in a changing society: A model of sense making and firm characterization, Ph.D thesis, Business School, Universitat Ramon Lull.
- Nasr, H., (2010). Corporate social responsibility disclosure: An examination of framework of determinants and consequences. Doctoral thesis, Durham University. Available at Durham E-Theses online: <http://etheses.dur.ac.uk/480/>
- Roman, R., Hayibor, S., Agle, B., (1999). The relationship between social performance and financial performance. *Business and Society* 38 (1),pp:109–125.
- Rosenberg, B., K. Reid, and R. Lanstein,(1985). Persuasive evidence of market inefficiency. *Journal of Portfolio Management* 11: 9–17.
- Samy, Martin; Odemilin, Godwin; Bampton, Roberta. (2010). Corporate social responsibility: a strategy for sustainable business success. An analysis of 20 selected British companies, *Journal of Corporate Governance*, 10 (2), pp:203-217.
- Sandhu, H S; Kapoor, Shveta, (2010) . Corporate social responsibility initiatives: An analysis of voluntary corporate disclosure. *South Asian Journal of Management*, 17 (2),pp; 47-80.
- Y Cho, Seong. Lee, Cheol., and J.Pfeiffer Jr, Ray,(2013). Social Responsibility and information asymmetry, *J. Account. Public Policy*, (32),PP:71-83.
- Zhang, X-J.,(2013). Book-to-Market Ratio and Skewness of Stock Returns, *The Accounting Review*, 88 (66),pp:2213–2240.