

## Investigating the Impact of Social Responsibility and Liquidity Risk of Company Stocks on Fluctuations in Stock Returns in Companies Listed on Tehran Stock Exchange

Seyed Ali hosseini<sup>1</sup>, Sara Razani<sup>2</sup>

Received: 2021/10/21

Accepted: 2021/11/29

Research Paper

### Abstract

Corporate social responsibility is a key factor in the survival of any organization. Companies see social responsibility as a kind of business strategy, which increases their credibility in competitive markets and also increases their market share. Liquidity risk and its management method has become one of the most important issues in organizations. The potential effects that this branch of risk can have on the performance of companies are sometimes so wide that they lead to the bankruptcy of these units. The present study investigates the relationship between corporate social responsibility, liquidity risk and stock return fluctuations of the Tehran Stock Exchange in the period 2015 to 2019. Sampling is performed using a systematic elimination method and the selected sample includes 140 companies. The model used in the research follows the study of Behti et al. (2015) The results show that the liquidity risk variable has a positive and significant effect on stock return fluctuations. This means that with increasing liquidity risk, the amount of stock return fluctuations also increases. The effect of social responsibility variable on stock return fluctuations is negative and significant. Annual sales growth, company size and fixed assets have a negative and significant effect on stock return fluctuations. According to the results of both research hypotheses, the 95% confidence level is confirmed.

**Keywords:** Corporate Social Responsibility, Liquidity Risk and Stock Returns Fluctuations

**JEL Classification:** G10, C52, C58, Q51

---

1. Associate Professor of Accounting, Department of Accounting, Faculty of Social Sciences and Economics, Alzahra University, Tehran, Iran (Corresponding Author) (Email: a.hosseini@alzahra.ac.ir)

2. PhD Student, Department of Accounting, Faculty of Social Sciences and Economics, Alzahra University, Tehran, Iran (Email: razani.sara@gmail.com)

DOI: 10.30486/FBRA.2021.1942863.1040



## بررسی تأثیر مسئولیت اجتماعی و ریسک نقدشوندگی سهام شرکت بر نوسانات بازده سهام در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

سیدعلی حسینی<sup>۱</sup>، سارا رازانی<sup>۲</sup>

مقاله پژوهشی

تاریخ دریافت: ۱۴۰۰/۰۷/۲۹

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۰/۰۹/۰۸

### چکیده

مسئولیت اجتماعی شرکت ها، عامل اساسی بقای هر سازمان است. شرکت ها مسئولیت پذیری اجتماعی را نوعی استراتژی تجاری می بینند که باعث افزایش اعتبار آن ها در بازارهای رقابتی می شود و سهم آن ها را در بازار فزونی می بخشد. ریسک نقدشوندگی و شیوه مدیریت آن به یکی از مهمترین مباحث موجود در سازمان ها تبدیل شده است. تأثیرات بالقوه ای که این شاخه از ریسک می تواند بر عملکرد شرکت ها داشته باشد، گاه به حدی گسترده است که به ورشکستگی واحدهای مزبور می انجامد. پژوهش حاضر به بررسی رابطه بین مسئولیت اجتماعی شرکت ها، ریسک نقدشوندگی سهام و نوسانات بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۹۴ تا ۱۳۹۸ پرداخته است. نمونه گیری با استفاده از روش حذفی نظام مند انجام گرفته است و نمونه انتخابی شامل ۱۴۰ شرکت می باشد و مدل استفاده شده در تحقیق به پیروی از مطالعه بچتی و همکاران (۲۰۱۵) است. نتایج تحقیق نشان می دهد متغیر ریسک نقدشوندگی بر نوسانات بازده سهام دارای تأثیر مثبت و معنادار می باشد. بدین معنا که با افزایش ریسک نقدشوندگی میزان نوسانات بازده سهام نیز افزایش می یابد. تأثیر متغیر مسئولیت اجتماعی بر نوسانات بازده سهام منفی و معنادار است. رشد سالانه فروش، اندازه شرکت و دارایی ثابت مشهود بر نوسانات بازده سهام دارای تأثیر منفی و معنادار می باشد. با توجه به نتایج، هر دو فرضیه تحقیق در سطح اطمینان ۹۵ درصد تأیید می شود.

واژه های کلیدی: مسئولیت اجتماعی، ریسک نقدشوندگی سهام، نوسانات بازده سهام.

طبقه بندی موضوعی: Q51, C58, C52, G10

۱. دانشیار گروه حسابداری، دانشکده علوم اجتماعی و اقتصادی، دانشگاه الزهراء (س)، تهران، ایران (نویسنده مسئول)

(Email: a.hosseini@alzahra.ac.ir)

۲. دانشجوی دکتری حسابداری، دانشکده علوم اجتماعی و اقتصادی، دانشگاه الزهراء (س)، تهران، ایران (Email: razani.sara@gmail.com)

## مقدمه

در سال‌های اخیر، مسئولیت اجتماعی شرکت<sup>۱</sup> به عنوان یک موضوع جدید در در دنیای تجارت مطرح گردیده و بسیاری از شرکت‌ها اقدام به ابراز تعهدات اجتماعی خود در قالب گزارش‌های مسئولیت اجتماعی نموده‌اند. در حقیقت مسئولیت‌پذیری اجتماعی به مباحث اخلاقی درباره رفتار و تصمیم‌گیری شرکت در خصوص موضوعاتی مانند مدیریت منابع انسانی، حمایت محیطی، سلامت کاری، روابط اجتماعی و روابط با عرضه‌کنندگان و مشتریان می‌پردازد. هدف از رعایت مسئولیت‌پذیری اجتماعی توسط بنگاه‌های اقتصادی، نه تنها رضایت سهام‌داران بوده، بلکه روی شهرت شرکت نیز تأثیر مثبتی دارد (خواجوی و همکاران، ۱۳۹۰). مسئولیت اجتماعی شرکت ذاتاً نیاز به یک چشم‌انداز بلندمدت دارد. مطالعات اخیر نشان می‌دهد که اگر چه اجرای فعالیت‌های اجتماعی منافع فوری برای سهام‌داران ایجاد نمی‌کند (وانگ و بانسل<sup>۲</sup>، ۲۰۱۲؛ کسک و همکاران<sup>۳</sup>، ۲۰۱۶) لیکن توجه به مسئولیت اجتماعی در درازمدت برای سهام‌داران مفید است، زیرا مسئولیت اجتماعی به عنوان یک دارایی نامشهود برای شرکت تلقی گردیده که موجب همسو نمودن منافع بلندمدت ذی‌نفعان دیگر با سهام‌داران می‌شود. به عبارت دیگر، اگرچه مسئولیت اجتماعی ممکن است در کوتاه‌مدت قیمت سهام را کاهش دهد، اما در نهایت قیمت ممکن است به دلیل پاداش‌های پیش‌بینی شده در آینده به عنوان مثال، ارزشمندی درازمدت شرکت یا حتی ماندگاری آن یا اجتناب از خطراتی که تهدید می‌کنند، بالاتر باشد. (روسو و فوتس<sup>۴</sup>، ۱۹۹۷؛ فریمن و همکاران<sup>۵</sup>، ۲۰۰۴؛ فاطمی و همکاران<sup>۶</sup>، ۲۰۱۵؛ استارکس، ونکات<sup>۷</sup>، ۲۰۱۷، ژو<sup>۸</sup>، ۲۰۱۷).

نقدشوندگی سهام، به عنوان توانایی تجارت مقدار قابل توجهی از سهام یک شرکت با هزینه کم در مدت زمان کوتاه، بر تصمیمات مدیران تأثیر می‌گذارد. نقدینگی سهام یک ابزار مهم برای سهام‌داران است که می‌تواند افق تصمیم‌گیری مدیران را تحت تأثیر قرار دهد (ادمنز و همکاران<sup>۹</sup>، ۲۰۱۳). مطالعات قبلی دو دیدگاه متمایز در مورد نقش نقدشوندگی سهام در تأثیرگذاری بر انگیزه‌های افقی مدیران را نشان می‌دهد. از یک سو، دیدگاه حاکمیت ادعا می‌کند که نقدشوندگی سهام با تسهیل تشکیل بلوک‌ها، مداخله دارندگان سهام در مدیران را افزایش می‌دهد (کیل و ویلا<sup>۱۰</sup>، ۱۹۹۱؛ کاهن و وینتون<sup>۱۱</sup>، ۱۹۹۸؛ میوگ<sup>۱۱</sup>، ۱۹۹۸)، تسریع در افزایش ارزش قیمت سهام ناشی از مداخله (گریمود و گرومب<sup>۱۳</sup>، ۲۰۰۴)، و تقویت تهدید خروج سهام‌داران از فروش سهام (ادماتی و فلیدر<sup>۱۲</sup>، ۲۰۰۹؛ ادمنز<sup>۱۳</sup>،

1. CSR

2. Wang & Bansal

3. Kecskes et al.

4. Rousseau

5. Friedman, et al.

6. Fatemi et al.

7. Starks & Venkat

8. Zhu

9. Edmans et al.

10. Kyle & Vila

11. Winton, & Kahn

11. Maug

13. Faure-Grimaud & Gromb

12. Admati & Pfleiderer

13. Edmans

۲۰۰۹؛ ادمنز و مانسو<sup>۱</sup>، ۲۰۱۱؛ ادمنز و همکاران<sup>۲</sup>، ۲۰۱۳)، شرایطی را برای مدیران به منظور انجام اقداماتی که ارزش شرکت را برای مدت طولانی افزایش می‌دهد فراهم می‌کند. از سوی دیگر، دیدگاه کوتاه‌مدت باعث می‌شود که نقدشوندگی سرمایه‌گذاران نهادی کوتاه‌مدت را به خود جلب کند زیرا به این سرمایه‌گذاران اجازه می‌دهد سهام خود را با هزینه‌های کم به فروش رسانند. (کافی<sup>۳</sup>، ۱۹۹۱؛ بی‌هاید<sup>۴</sup>، ۱۹۹۳). فشار این سرمایه‌گذاران کوتاه‌مدت برای ارائه عملکرد کوتاه‌مدت، باعث کم شدن مدیریت تورم قیمت سهام در کوتاه‌مدت می‌شود (استین<sup>۵</sup>، ۱۹۸۸).

جذابیت سرمایه‌گذاری در یک سهم به قدرت نقدشوندگی آن سهم بستگی دارد که یکی از ابعاد مهم فرایند تخصیص بهینه منابع نیز به شمار می‌آید. در واقع نقدشوندگی و ریسک نقدشوندگی از جمله خصیصه‌های اصلی و از فاکتورهای ریز ساختار بازار بوده، که سرمایه‌افراد را تهدید کرده و نقش بسیار مهمی در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران برای خرید و فروش سهام‌هایشان ایفا می‌کند، نقدشوندگی یکی از منابع بزرگ ریسک برای سرمایه‌گذاران است. نبود نقدشوندگی زمانی اتفاق می‌افتد که قیمت سهام در واکنش به حجم معاملات کم، تغییرات زیادی داشته باشد در حقیقت فقدان نقدشوندگی ممکن است تأثیر منفی بر ارزش سهام بگذارد (مارتینز و همکاران<sup>۶</sup>، ۲۰۰۵). در این پژوهش این موضوع بررسی می‌شود که آیا مسئولیت اجتماعی شرکت و ریسک نقدشوندگی سهام بر بازده سهام اثرگذار می‌باشد یا خیر.

### مبانی نظری و پیشینه پژوهش

در سال‌های اخیر مسئولیت‌پذیری اجتماعی و گزارشگری آن در میان شرکت‌ها، موضوع بااهمیتی شده‌است. اهمیت و ضرورت توجه به مسئولیت‌پذیری اجتماعی در شرایط امروز جهان و فضاهای جدید کسب و کار ایجاب می‌کند رهبران و مدیران سازمان‌های بزرگ که در بازارهای جهانی یا بازارهای در حال جهانی شدن فعال و مؤثر هستند، میان بخش‌های اجتماعی، اقتصادی و زیست محیطی کسب و کار خود نوعی تعادل ایجاد کنند. این امکان که شرکت‌ها می‌توانند با سرمایه‌گذاری بر روی مسئولیت‌پذیری اجتماعی، مزیت رقابتی به وجود آورند، با تغییرات رفتار و نگرش‌های سرمایه‌گذاران نسبت به اجتماع به شدت در سال‌های اخیر در حال افزایش است (امیرحسینی و قبادی، ۱۳۹۵) منظور از مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت‌ها، پیوستگی و اتحاد میان فعالیت‌ها و ارزش‌های سازمان به گونه‌ای است که منافع کلیه ذی‌نفعان شامل سهام‌داران، مشتریان، کارکنان، سرمایه‌گذاران و عموم جامعه در سیاست‌ها و عملکرد سازمان منعکس شود. به عبارت دیگر، مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت بدین مفهوم است که شرکت‌ها نسبت به گروه‌های سازنده، در جامعه غیر از سهام‌داران و فراتر از آن چیزی که از طریق قانون و قرارداد اتحادیه توصیف شده وظیفه دارند (عرب صالحی و همکاران، ۱۳۹۲). سازمان باید همواره خود را جزئی از اجتماع بداند و نسبت به جامعه احساس مسئولیت داشته باشد و برای بهبود رفاه عمومی به گونه‌ای مستقل از منافع مستقیم شرکت، تلاش کند. شرکت‌هایی که عملکرد اجتماعی خوب دارند، سطح بالای شفافیت در اطلاعات آن‌ها باعث کاهش نبود تقارن اطلاعاتی بین شرکت و سرمایه‌گذاران می‌شود و این، خود باعث کاهش ریسک می‌گردد (حاجیها و سرافراز، ۱۳۹۳).

- 
1. Edmans & Manso
  2. Admenz et al.
  3. Coffee
  4. Bhide
  5. Stein
  6. Martinez et al.

## ابعاد مسئولیت اجتماعی

مسئولیت سازمانی دارای بعدهایی به شرح زیر است:

نخستین بعد مسئولیت اجتماعی سازمانها «بعد اقتصادی» آن است که در آن، فعالیتها و اقدامات، مورد نظر قرار می‌گیرد (رویایی و مهردوست، ۱۳۸۸). از لحاظ تاریخی و همچنین در دنیای امروز، مهمترین بعد مسئولیت‌پذیری اجتماعی سازمانها، بعد اقتصادی است که در آن همه کارها و اقدامات اقتصادی سازمان، مورد نظر قرار می‌گیرد. به عبارت دیگر، مسئولیت اولیه هر بنگاه اقتصادی کسب سود است. وقتی سازمان سود لازم را به دست می‌آورد و حیات خود را تضمین می‌کند، می‌تواند به مسئولیت‌های دیگر بپردازد. اهداف اولیه سازمانی در این بعد مورد توجه قرار می‌گیرد. همچنین بخش دیگر از بعد اقتصادی، تأمین سود مورد نظر برای ذی‌نفعان و دفاع از ارزش سهام آن‌ها در بازار بورس می‌باشد. از جنبه‌های گوناگون، بعد اقتصادی زیربنای اصلی فعالیت‌های یک سازمان است (ابراهیمی و همکاران، ۱۳۹۳).

دومین بعد مسئولیت سازمانها، «بعد قانونی» یا حقوقی است و سازمانها ملزم می‌شوند در چارچوب قانون و مقررات عمومی عمل کنند. جامعه، این قوانین را تعیین می‌کند و کلیه شهروندان و سازمانها، موظف هستند به این مقررات به عنوان یک ارزش اجتماعی احترام بگذارند. بعد قانونی مسئولیت‌پذیری اجتماعی را «التزام اجتماعی» نیز می‌گویند (رویایی و مهردوست، ۱۳۸۸). مسئولیت قانونی همچنین رعایت قوانین و مقررات منطبق با قوانین محلی، کشوری و بین‌المللی را شامل می‌شود. از این منظر، جامعه انتظار دارد بنگاه‌های اقتصادی علاوه بر انجام دادن وظایف اقتصادی خود در چارچوب الزامات و وظایف، به مسئولیت‌پذیری‌های اجتماعی خود نیز توجه کنند (راه‌چمنی و کاووسی، ۱۳۹۴).

سومین بعد مسئولیت سازمانها، «بعد اجتماعی» است و شامل مجموعه وظایف و تعهداتی است که سازمان باید در جهت حفظ و کمک به جامعه با نگرش همه جانبه و رعایت حفظ وحدت و مصالح عمومی کشور، انجام دهد (رویایی و مهردوست، ۱۳۸۸).

چهارمین بعد مسئولیت سازمانها، «بعد اخلاقی» است. از سازمانها انتظار می‌رود که همچون سایر اعضای جامعه به ارزشها، هنجارها و اعتقادات و باورهای مردم احترام بگذارند و به شئون اخلاقی در کارها و فعالیت‌های خود توجه کنند. به بعد اخلاقی مسئولیت‌پذیری اجتماعی «پاسخ‌گویی اجتماعی» نیز می‌گویند (رویایی و مهردوست، ۱۳۸۸). همچنین مسئولیت اخلاقی جهت برآورده کردن سایر انتظارات اجتماعی به عنوان قوانینی نانوشته همچون اجتناب از آسیب‌های اجتماعی و احترام به حقوق افراد می‌باشد. این مسئولیت‌پذیری اساساً خود ریشه در رعایت و مد نظر قرار دادن حقوق بشر دارد. رعایت عدالت و برابری در بیان تمامی کارکنان سازمان و اشاعه ارزش‌های اخلاقی از قبیل صداقت، درستکاری، وجدان کاری و مقابله با نژادپرستی (در سازمان‌های چند ملیتی)، از جمله ویژگی‌های مسئولیت اخلاقی است (راه‌چمنی و کاووسی، ۱۳۹۴). به طور کلی برای تبیین مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکتها در مقابل ذی‌نفعان مدل‌های مختلفی وجود دارد. هر شرکت خصوصیات منحصر به فرد خود را دارد که این خصوصیات بر دیدگاهها و نحوه عملکرد و استراتژی‌های مسئولیت‌پذیری اجتماعی آن تأثیرگذار می‌باشد؛ حرکت به سمت نهادینه کردن مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت در نظام راهبردی شرکتها می‌بایست با فرهنگ سازمانی، چشم‌انداز و استراتژی‌های بلندمدت شرکت همسو باشد تا اجرای برنامه‌های مسئولیت‌پذیری اجتماعی به صورت هزینه‌بر از سوی کارکنان و سهام‌داران تلقی نگردد (امامقلی‌زاده و همکاران، ۱۳۹۲).

### نقدشوندگی سهام و بازده سهام

بی‌تردید بقا و تداوم فعالیت شرکت‌ها در محیط تجاری پیچیده و رقابتی کنونی، مستلزم انجام فعالیت‌های سودآور از جمله سرمایه‌گذاری در پروژه‌ها است؛ به طوری که شرکت‌ها با در نظر گرفتن عوامل مختلف از جمله ریسک و نرخ بازده مورد انتظار، به سرمایه‌گذاری در پروژه‌ها اقدام می‌کنند. از آنجا که سرمایه‌گذاری در سهام، نسبت به سایر سرمایه‌گذاری‌ها در اوراق بهادار، ریسک بیشتری دارد و سهام‌داران برای دارایی‌های شرکت در زمان ورشکستگی تا تسویه نهایی، اولییتی ندارند، از این رو انتظار بازده در این سرمایه‌گذاری نسبت به سایر سرمایه‌گذاری‌ها بیشتر است. یکی از عمده‌ترین این عوامل، قابلیت تبدیل آن به پول نقد است که در اصطلاح به نقدشوندگی سهام معروف شده‌است؛ یعنی سرمایه‌گذاران قصد دارند به سادگی و در حداقل زمان سهام خود را در صورت نیاز بفروشند؛ بنابراین یکی از عواملی که می‌تواند در بازده مورد انتظار از یک سهم نیز تأثیرگذار باشد، قدرت نقدشوندگی آن است. یکی از معیارهای اساسی برای تصمیم‌گیری در بورس اوراق بهادار، بازده سهام است. بازده سهام، خود به تنهایی دارای محتوای اطلاعاتی است و بیشتر سرمایه‌گذاران بالفعل و بالقوه در تجزیه و تحلیل مالی و پیش‌بینی‌ها از آن استفاده می‌کنند. گالینز<sup>۱</sup> ریسک را هر گونه نوسان در هر گونه عایدی می‌داند. تعریف مزبور این مطلب را روشن می‌کند که تغییرات احتمالی آینده برای یک شاخص چه مثبت و چه منفی، سرمایه‌گذار را با ریسک مواجه می‌کند. هیوب<sup>۲</sup> ریسک را احتمال کاهش درآمد یا از دست دادن سرمایه تعریف می‌کند؛ اما به طور کلی ریسک یک دارایی، تغییر احتمالی بازده آینده ناشی از آن دارایی است؛ بنابراین هرچه تغییرپذیری بازده‌های آینده یک دارایی سرمایه‌گذاری بیشتر باشد، آن دارایی (سرمایه‌گذاری) ریسک بیشتری دارد (راعی و سعیدی، ۱۳۹۶).

در هر بازار مالی با توجه به گستردگی و عمق بازار، ابزارهای متنوعی جهت سرمایه‌گذاری وجود دارد. سرمایه‌گذاران، با عنایت به بازده و ریسک دارایی‌ها، سرمایه‌گذاری می‌کنند. هر چقدر قابلیت نقدشوندگی یک سهم کمتر باشد، آن سهم برای سرمایه‌گذاران جذابیت کمتری خواهد داشت، مگر این که بازده بیشتری عاید دارنده آن گردد. شواهد تجربی نشان می‌دهد که عامل نقد نشدن، در تصمیم‌گیری‌ها می‌تواند نقش مهمی را ایفا نماید. به عبارت دیگر برخی سرمایه‌گذاران ممکن است به سرعت به منابع مالی سرمایه‌گذاری خود نیاز داشته باشند که در چنین مواردی قدرت نقدشوندگی می‌تواند اهمیت زیادی داشته باشد (هندریکسن و ون بردا<sup>۳</sup>، ۲۰۰۶).

امروزه با ورود تکنولوژی پیشرفته و پیچیده‌تر شدن فعالیت‌ها، پدیده ریسک، بیش از پیش از اهمیت ویژه‌ای برخوردار شده‌است. در واقع مدیریت ریسک زمینه‌ای است که در دهه گذشته، موجبات تغییر سازمان‌ها را تا حدود زیادی فراهم آورده‌است. ریسک نقدینگی و شیوه مدیریت آن به یکی از مهمترین مباحث موجود در سازمان‌ها تبدیل شده‌است. تأثیرات بالقوه‌ای که این شاخه از ریسک می‌تواند بر عملکرد شرکت‌ها داشته باشد، گاه به حدی گسترده است که به ورشکستگی واحدهای مزبور می‌انجامد. برخورداری از این توان بالقوه سبب شده‌است تا صاحب‌نظران و مراجع ذی‌ربط، تلاش‌های گسترده‌ای را جهت شناخت و مدیریت مؤثر این ریسک آغاز نمایند. کمیته بال<sup>۴</sup> ریسک نقدشوندگی را به عنوان «ریسک زیان ناشی از فرآیندها، افراد و سیستم‌های نامناسب و ناتوان یا ناشی از رویدادهای خارجی» تعریف کرده‌است. ریسک نقدشوندگی با سایر ریسک‌های شرکت‌ها تفاوت دارد، بدین معنا که پذیرش این ریسک، به طور مشخص در قبال کسب بازده مورد انتظاری انجام می‌گیرد (خوش‌سیما و همکاران، ۱۳۹۱).

1. Galinz

2. Hiyub

3. Hendriksenand & Vanbreda

4. Basel Committee

در یک دیدگاه افزایش سطح نقدشوندگی سهام تأثیر مثبت بر اجرای فعالیت‌های شرکت‌ها دارد. زیرا افزایش نقدشوندگی سهام به تشکیل سهام‌داران عمده کمک می‌نماید (کیل وویلا، ۱۹۹۱؛ کاهن و وینتون، ۱۹۹۸؛ میوگ (۱۹۹۸) و به حاکمیت سهام عمده مانند سهام‌داران نهادی یاری می‌رساند. (هانگ وارجام<sup>۱</sup>، ۲۰۱۶؛ کسک و همکاران، ۲۰۱۷) از آنجایی که سرمایه‌گذاران نهادی دیدگاه بلندمدت داشته، مدیران شرکت را به همسویی با منافع درازمدت شرکت ترغیب می‌کند. در واقع دیدگاه بلندمدت تأکید می‌کند چشم‌انداز بلندمدت شرکت به رفاه سهام‌داران و دوام روابط با آن‌ها بستگی دارد (میتون<sup>۲</sup>، ۲۰۱۳).

دیدگاه دیگر استدلال می‌نماید که افزایش سطح نقدشوندگی سهام مانع جدی برای اجرای فعالیت‌ها می‌شود. در حقیقت افزایش نقدینگی سهام می‌تواند کوتاه‌مدت بودن دیدگاه مدیریت را تشدید کند (قهوه<sup>۳</sup>، ۱۹۹۱؛ بهید<sup>۴</sup>، ۱۹۹۳). بدین صورت که افزایش نقدشوندگی سهام سرمایه‌گذاران کوتاه‌مدت اجازه می‌دهد با هزینه‌های کم، از آن خارج شوند. به عبارت دیگر، سرمایه‌گذاران در یک شرکت دارای نقدشوندگی بالا این انگیزه را دارند که در کوتاه‌مدت با انتشار کوچکترین خبر بد از سرمایه‌گذاری خارج شوند و تمایلی برای ماندن در شرکت و کنترل فعالیت‌های آن جهت افزایش ارزش شرکت در دراز مدت ندارند. بنابراین، تحت فشار این سرمایه‌گذاران کوتاه‌مدت، مدیران شرکت‌های دارای نقدشوندگی بالا انگیزه دارند که در کوتاه‌مدت اقداماتی را برای حفظ قیمت سهام انجام دهند (استین، ۱۹۸۸).

### مسئولیت‌پذیری اجتماعی و بازده سهام

منظور از مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها، پیوستگی و اتحاد میان فعالیت‌ها و ارزش‌های سازمان است به گونه‌ای که منافع کلیه ذی‌نفعان شامل سهام‌داران، مشتریان، کارکنان، سرمایه‌گذاران و عموم جامعه، در سیاست‌ها و عملکرد سازمان منعکس گردد (صرافیم و همکاران<sup>۵</sup>، ۲۰۱۱). افزایش فشار سهام‌داران به مدیریت برای رسیدگی و پاسخ‌گویی به مسائل اجتماعی منجر به مشارکت بیشتر شرکت‌ها در فعالیت‌های اجتماعی و افشای مسئولیت‌پذیری اجتماعی شده است (داهالی والو و همکاران<sup>۶</sup>، ۲۰۱۱). فریمن<sup>۷</sup> (۱۹۸۴) معتقد است تئوری ذی‌نفعان، فلسفه، اخلاق، تئوری‌های، سیاسی، اقتصادی، حقوق، علوم سازمانی و اجتماعی را در هم می‌آمیزد. وی بیان می‌دارد شرکت‌ها بسیار بزرگ شده‌اند و تأثیر آن‌ها بر جامعه چنان عمیق است که آن‌ها باید به جز سهام‌داران، به بخش‌های بیشتری از جامعه نظیر کارکنان، عرضه‌کنندگان، محیط زیست و عموم مردم توجه کرده و پاسخ‌گو باشند. تئوری گروه‌های ذی‌نفع به شاخه اخلاقی و مدیریتی می‌پردازد. شاخه اخلاقی به این موضوع اشاره دارد که سازمان‌ها چگونه باید با گروه‌های ذی‌نفع رفتار کنند. در مقابل، شاخه مدیریتی بر نیاز به مدیریت گروه‌های ذی‌نفع خاص تأکید دارد (فروغی و همکاران، ۱۳۸۷). از آنجا که برای یک بنگاه اقتصادی کسب سود و ارزش افزوده حاصل از تولید و خدمات، اصلی‌ترین هدف محسوب می‌شود، بر این اساس، پاسخ‌گویی هر چه بهتر مسئولان و مدیران آن می‌تواند نقش بسزایی در ارتقای مسئولیت اجتماعی سازمان، جلب مشارکت حداکثری درون سازمانی، ارتقا و حفظ اعتماد در سطح جامعه، افزایش

1. Erhemjamts & Huang
2. Miton
3. Ghahve
4. Bahid
5. Serafim et al.
6. Dhaliwal, et al.
7. Fridman

بازده سهام و نهایتاً رشد سود، به همراه داشته باشد. در واقع نرخ بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاران می‌تواند کانالی باشد که از طریق آن بازارهای سرمایه، شرکت‌ها را به مسئولیت‌پذیری بیشتر اجتماعی تشویق می‌کنند (میشرا و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۱۱).

از طرفی مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها، عامل اساسی بقای هر سازمان است. شرکت‌ها و مؤسسات در جامعه‌ای کار می‌کنند که آن جامعه برای آن‌ها فرصت‌های مختلفی را جهت کسب سود و تحقق اهدافشان ایجاد کرده‌است. در مقابل این رفتار جامعه، سازمان‌های مذکور نیز باید متعهد باشند که نیازها و خواسته‌های جامعه را آن‌گونه که مورد توجه ذی‌نفعان است، برآورده کنند. شرکت‌ها به مسئولیت‌پذیری اجتماعی از منظر حرکت در جهت توسعه پایدار نگاه می‌کنند، در واقع مسئولیت‌پذیری اجتماعی را نوعی استراتژی تجاری می‌بینند که باعث افزایش اعتبار آن‌ها در بازارهای رقابتی می‌شود و همچنین سهمشان در بازار را فزونی می‌بخشد. به همین دلیل است که امروزه در جهان رقابت، موضوع مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکتی به پارادیمی غالب در حوزه اداره شرکت‌ها تبدیل شده‌است (حیدریان، ۱۳۸۹).

در دهه شصت میلادی اولین کوشش‌ها برای ارائه یک ایده و تصویر بهتر و دقیقتر شروع شد (کارل<sup>۲</sup>، ۱۹۹۹). دیویس<sup>۳</sup> اولین فردی بود که به قدرت سازمان‌ها و مسئولیت‌های اجتماعی اشاره کرد. او مسئولیت اجتماعی شرکت را تصمیمات و رفتارهای بنگاه که دلایل اتخاذ آن حداقل فراتر از مرزهای سازمان می‌باشد تعریف کرد. شکست در موازنه کردن قدرت و مسئولیت اجتماعی در نهایت می‌تواند به زوال بنگاه بینجامد. فردریک<sup>۴</sup> مسئولیت اجتماعی شرکت را وسیله‌ای برای رفاه اجتماعی اقتصادی جامعه عنوان می‌کند، اما تحقیق جامعتر را در این زمینه مک گویر<sup>۵</sup> در مقاله‌ای با عنوان «تجارت و جامعه» انجام داد و مفهوم تعهد اجتماعی را فراتر از تعهد اقتصادی و قانونی شرکت‌ها دانست. مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها با رابطه میان شرکت‌ها و جامعه و به خصوص با تحمیل اثرات منفی و زیان‌آور فعالیت‌های شرکت‌ها بر افراد و جوامع در ارتباط است (وایت<sup>۶</sup>، ۲۰۰۳).

این پژوهش به دنبال یافتن رابطه میان مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها، ریسک نقدشوندگی سهام و نوسانات بازده سهام شرکت‌های فعال در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد که سه عنصر مهم در مدیریت سبد دارایی و مورد توجه سرمایه‌گذاران در جهت سرمایه‌گذاری است و رابطه این سه متغیر را جهت راهنمایی سرمایه‌گذاران مورد بررسی قرار خواهد داد. در ادامه به برخی پژوهش‌های انجام شده در این حوزه اشاره می‌شود.

پارسا و همکاران (۲۰۲۱) در پژوهشی به بررسی رابطه بین مخارج مسئولیت اجتماعی شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار هند با نقدینگی سهام پرداخته‌اند، نتایج این تحقیق که با جمع‌آوری داده‌های واقعی هزینه‌های مسئولیت اجتماعی در سطح شرکت به دست آمده نشان می‌دهند که شرکت‌هایی که گزارش‌های مسئولیت اجتماعی صادر می‌کنند، نقدینگی قابل توجهی در بازار سهام نسبت به سایر شرکت‌های دیگر دارند. علاوه بر این، به نظر می‌رسد که شرکت‌هایی که بیشتر به عنوان بخشی از مشارکت اجتماعی در پروژه‌های آموزش و بهداشت و درمان هزینه می‌کنند، نقدینگی بیشتری در بازار سهام دارند. علاوه بر این یافته‌های تحقیق نشان می‌دهد که شرکت‌هایی

- 
1. Mishra et al.
  2. Karl
  3. Davies
  4. Ferederick
  5. Mc Guire
  6. White



که از روی اختیار اقدام به انتشار گزارش مسئولیت اجتماعی می‌نمایند، با داشتن نقدینگی برتر بازار سهام، ارزیابی‌های بلندمدت بازار را به دست می‌آورند.

شاهزاد و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۲۱) در پژوهشی به مطالعه تأثیر مسئولیت اجتماعی بر عملکرد شرکت با در نظر گرفتن نقش کارایی سرمایه فکری به عنوان مکانیزم زیربنایی مسئولیت اجتماعی شرکت پرداختند. یافته‌ها حاکی از آن است که مسئولیت اجتماعی بر عملکرد شرکت تأثیر قابل توجهی دارد و مسئولیت اجتماعی با سرمایه فکری ارتباط دارد و به طور غیرمستقیم بر عملکرد شرکت تأثیر می‌گذارد و تا حدی کارایی سرمایه فکری واسطه ارتباط بین مسئولیت اجتماعی و عملکرد شرکت می‌شود.

چین چن و همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۲۰) در پژوهشی به مطالعه تأثیر مسئولیت اجتماعی بر هزینه سهام و بدهی شرکت‌ها در چین پرداختند. این پژوهش برای مقایسه ساختارهای سرمایه مختلف بین کشورهای در حال توسعه و توسعه یافته بررسی می‌کند که آیا مسئولیت اجتماعی بر هزینه سهام و سرمایه بدهی شرکت در چین تأثیر می‌گذارد یا خیر. نتایج نشان می‌دهد که شرکت‌های چینی با مسئولیت اجتماعی بالاتر می‌توانند هزینه بدهی را کاهش دهند و هنگامی که از ساختار سرمایه به عنوان تعدیل کننده برای ارزیابی رابطه بین مسئولیت اجتماعی و هزینه سرمایه استفاده می‌شود، یافته‌ها نشان می‌دهد که ساختار سرمایه نقش تعدیل کننده‌ای ندارد.

کیم و همکاران<sup>۳</sup> (۲۰۱۴) در پژوهشی به مطالعه ارتباط مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها و چولگی منفی بازده سهام در بورس چین پرداختند. برآورد پژوهشگران بر این بود که مسئولیت اجتماعی تأثیر قابل توجهی بر چولگی منفی بازده سهام خواهد داشت. یافته‌های حاصل از پژوهش بیان می‌کند که بین مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها و چولگی منفی بازده سهام ارتباطی معکوس وجود دارد.

بواباکی و همکاران<sup>۴</sup> (۲۰۲۰) در پژوهشی به مطالعه مسئولیت اجتماعی در اقتصادهای بازارهای در حال توسعه پرداختند و عوامل تعیین کننده و پیامدهای عملکرد آن‌ها، تأثیر سیاست اقتصادی بر مسئولیت اجتماعی، افشای مسئولیت اجتماعی در اقتصادهای در حال توسعه، مسئولیت اجتماعی و دخالت آن در رشد اقتصادی را مورد بررسی قرار دادند در حالی که تحقیقات قبلی به این موضوع در بازارهای توسعه یافته پرداخته بودند.

علی‌رغم توجه روزافزون به مسئولیت اجتماعی در ادبیات، رابطه بین فعالیت‌های مسئولیت اجتماعی و ریسک سیستماتیک، یکی از مؤلفه‌های حیاتی در ارزیابی ارزش سهام‌داران، موضوعی است که به ندرت مورد بررسی قرار گرفته است. علاوه بر این، نقش تعدیل کننده تنوع جغرافیایی در ارتباط بین مسئولیت اجتماعی و ریسک سیستماتیک در زمینه رستوران مورد مطالعه قرار نگرفته است پارک و همکاران<sup>۵</sup> (۲۰۱۷) در پژوهشی تحت عنوان «افشای مسئولیت اجتماعی و ریسک سیستماتیک شرکت‌های رستورانی با نقش تعدیلی تنوع جغرافیایی» به این نتیجه رسیدند که تنوع جغرافیایی به عنوان نقش تعدیل کننده بر رابطه بین افشای مسئولیت اجتماعی و ریسک سیستماتیک تأثیر مثبت و معنی‌داری دارد.

- 
1. Shahzad et al.
  2. Chin-Chen et al.
  3. Kim et al.
  4. Boubakri et al.
  5. Park et al.

مارتینز و دل باسکه<sup>۱</sup> (۲۰۱۳) پژوهشی با عنوان «مسئولیت‌های اجتماعی شرکت‌ها و عملکرد مالی نقش‌های اعتماد، تطابق مشتری- شرکت و رضایتمندی» را به انجام رساندند. مسئولیت‌های اجتماعی شرکت‌ها از اهمیتی حیاتی در صنعت خدمات میهمان‌پذیری برخوردار است. این مقاله ارائه دهنده مدلی در زمینه تأثیر مسئولیت‌های اجتماعی شرکت‌ها بر عملکرد مالی هتل با در نظر گرفتن نقش هم‌زمان اعتماد، تطابق مشتری- شرکت و رضایت به عنوان میانجی‌گر می‌باشد. در مدل پیشنهادی، عملکرد مالی به صورت غیرمستقیم متأثر از مسئولیت‌های اجتماعی شرکت‌های درک شده از طریق میانجی‌گری اعتماد، تطابق و رضایت می‌باشد. نتایج حاصل از این پژوهش تجربی تمام فرضیات پژوهش به جز تأثیر اعتماد مشتری بر تطبیق مشتری با شرکت را مورد تأیید قرار داد.

سیدعلی حسینی و مصطفایی (۱۴۰۰) به تحلیل محتوای کیفی گزارش مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها با تأکید بر ذی‌نفعان اجتماعی پرداخته‌اند. در این پژوهش حاضر، با تحلیل محتوای کیفی بخش گزارش مسئولیت اجتماعی مندرج در گزارش فعالیت هیئت‌مدیره شرکت‌های پذیرفته شده در بازار بورس و فرابورس اوراق بهادار، مهمترین مقوله‌های گزارشگری اجتماعی ناظر بر ذی‌نفعان اجتماعی، استخراج گردیده‌است. آزمون تفاوت کدهای استخراج شده در سطح شرکت‌های بزرگ و کوچک که با استفاده از سه شاخص گروه‌بندی شدند، نشان داد که نوع افشا در میان این دو گروه به صورت معناداری، متفاوت است. همچنین این تفاوت در سطح صنایع انتخابی نیز معنادار بود. تحلیل مشابهت میان اسناد دو گروه از شرکت‌ها نشان داد که ساختار گزارشگری شرکت‌های بزرگ با تأکید بر مقوله‌های مرتبط با ذی‌نفعان اجتماعی، بسیار به یکدیگر شباهت دارد. همچنین تحلیل مشابهت در صنایع نمونه بیانگر آن است که دو صنعت سیمان و خودرو در مقایسه با صنایع دیگر، بیشترین شباهت را با یکدیگر دارند.

دلپسند و همکاران (۱۳۹۷) به بررسی اثر مسئولیت‌پذیری اجتماعی، ریسک و حاکمیت شرکتی بر نگهداشت وجه نقد پرداخته‌اند. همچنین اثر غیرمستقیم مسئولیت‌پذیری اجتماعی بر نگهداشت وجه نقد از طریق متغیرهای میانجی ریسک (سیستماتیک و غیرسیستماتیک) و حاکمیت شرکتی (سهام‌داران نهادی، سهام‌داران عمده و استقلال هیئت‌مدیره) نیز مورد سنجش قرار گرفته‌است. نتایج این تحقیق که با استفاده از مدل‌سازی معادلات ساختاری (تحلیل مسیر) و جمع‌آوری تعداد ۵۹۷ مشاهده (سال- شرکت) مربوط به شرکت‌های عضو بورس اوراق بهادار تهران از سال ۱۳۸۹ تا سال ۱۳۹۴ به دست آمده، حاکی از آن است که ریسک سیستماتیک، درصد سهام‌داران نهادی و استقلال هیئت‌مدیره بر نگهداشت وجه نقد اثر معناداری دارد. همچنین مسئولیت‌پذیری اجتماعی نیز به طور مستقیم بر نگهداشت وجه نقد اثر معناداری ندارد؛ اما با توجه به تأیید نقش میانجی‌گری ریسک سیستماتیک، اثر غیرمستقیم مسئولیت‌پذیری اجتماعی بر نگهداشت وجه نقد از طریق ریسک سیستماتیک معنادار می‌باشد.

حسینی و امجدیان (۱۳۹۶) به بررسی ارتباط مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکتی و خطر سقوط آتی قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته‌اند. برای اندازه‌گیری مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکتی از ۲۴ آیتم گزارش هیئت‌مدیره و برای محاسبه خطر سقوط سهام از چولگی شرطی منفی بازده ماهانه شرکت طی سال مالی و نوسان‌پذیری پایین به بالای قیمت احتمال سقوط استفاده شده‌است. نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول وجود رابطه معناداری را میان مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکتی و خطر سقوط آتی قیمت سهام بر مبنای چولگی شرطی منفی تأیید نمی‌کند؛ این در حالی است که نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم، وجود رابطه منفی معنادار میان مسئولیت اجتماعی شرکتی و خطر سقوط آتی قیمت سهام بر مبنای معیار نوسان‌پذیری پایین به بالای قیمت سهام را تأیید می‌کند.

حسینی و حقیقت (۱۳۹۵) به بررسی رابطه بین حاکمیت شرکتی و ایفای مسئولیت اجتماعی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته‌اند. برای سنجش حاکمیت شرکتی از شاخص‌های تعداد جلسات هیئت‌مدیره، کمیته‌های تخصصی، استقلال هیئت‌مدیره، دوگانگی وظیفه مدیرعامل و سهام‌داران نهادی استفاده شده‌است. برای سنجش مسئولیت اجتماعی از شاخص‌هایی از قبیل استراتژی کارکنان و سایر ذی‌نفعان، اثر اقتصادی غیرمستقیم، مشارکت در محیط پیرامون شرکت، رقابت عادلانه، ارتباط با ذی‌نفعان و سایر تعهدات استفاده شده‌است. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد بین تعداد جلسات هیئت‌مدیره و دوگانگی وظیفه مدیرعامل با تعهد به ایفای مسئولیت‌های اجتماعی شرکت‌ها رابطه معناداری وجود دارد؛ اما بین استقلال هیئت‌مدیره، کمیته‌های تخصصی هیئت‌مدیره و سهام‌داران نهادی با مسئولیت‌های اجتماعی شرکت‌ها رابطه‌ای پیدا نشد.

حاجیها و چناری (۱۳۹۵) در پژوهشی به بررسی مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکتی با چولگی بازده سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته‌اند. نتایج این تحقیق که با جمع‌آوری از صورت‌های مالی ۸۱ شرکت در دوره زمانی ۱۳۹۳-۱۳۸۹ گردآوری شده 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 ولی یافته‌های حاصل از آزمون فرضیه 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.

مشایخ و حراف (۱۳۹۰) در پژوهشی به بررسی و تعیین تأثیر برخی از متغیرهای ریسک بر بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته‌اند. در این راستا، تأثیر اندازه شرکت بر نوسانات بازدهی سهام در شرایط مختلف بازار در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۷۴ تا ۱۳۸۸ مورد مطالعه قرار گرفت. در انتخاب نمونه، کلیه شرکت‌های فعال پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به جز بانک‌ها، شرکت‌های سرمایه‌گذاری و لیزینگ در نظر گرفته شدند. به منظور تعیین شرایط بازار از معیارهای شاخص قیمت سهام و حجم معاملات (ریالی و تعدادی) در بورس اوراق بهادار تهران استفاده شد. سپس با استفاده از تکنیک رگرسیون، تأثیر متغیرهای منتخب بر بازده سهام ۳۸ شرکت نمونه مورد بررسی قرار گرفت. نتایج حاصل از تحقیق نشان داد که بین اندازه شرکت و نوسانات بازدهی سهام، وقتی شرایط بازار در نظر گرفته نمی‌شود، رابطه مثبت و معنی‌دار (ضعیف) وجود دارد و زمانی که شرایط بازار در مدل دخالت داده می‌شود نیز این رابطه مثبت و معنی‌دار است. در نهایت نتایج تحقیق نشان داد شرایط بازار تأثیری بر رابطه بین اندازه شرکت و نوسانات بازده سهام (بتا) ندارد.

### فرضیه‌های پژوهش

۱. مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها تأثیر منفی و معنی‌داری بر نوسانات بازده سهام دارد.
۲. ریسک نقدشوندگی سهام تأثیر مثبت و معنی‌داری بر نوسانات بازده سهام دارد.

### روش‌شناسی پژوهش

پژوهش حاضر از نظر هدف، کاربردی و از نظر نحوه گردآوری داده‌ها در پژوهش‌های توصیفی-همبستگی قرار می‌گیرد که بر پایه اطلاعات واقعی صورت‌های مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران استوار

است. برای داده‌های مورد نیاز این پژوهش از صورت‌های مالی حسابرسی شده شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، بانک اطلاعاتی شرکت رهاورد نوین و لوح‌های فشرده ارائه شده سازمان بورس، استفاده گردید. همچنین برای تجزیه و تحلیل آماری داده‌ها از نرم‌افزارهای اکسل<sup>۱</sup> و ایویوز<sup>۲</sup> استفاده شده است. جامعه آماری، شامل تمامی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در سال‌های ۱۳۹۴ تا ۱۳۹۸ است. نمونه‌گیری با استفاده از روش حذفی نظام‌مند انجام گرفته است. نمونه انتخابی شامل ۱۴۰ شرکت به شرح جدول (۱) است که دارای شرایط زیر بوده‌اند:

۱. پایان سال مالی شرکت‌ها پایان اسفندماه باشد و طی دوره زمانی مورد بررسی تغییر فعالیت یا تغییر سال مالی نداشته باشد.
۲. شرکت‌های انتخاب شده جزء بانک‌ها و مؤسسات مالی شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه‌گران مالی، شرکت‌های هلدینگ و لیزینگ نباشند.
۳. اطلاعات مورد نیاز در این پژوهش در رابطه با شرکت‌ها از سال ۱۳۹۴ تا ۱۳۹۸ در دسترس باشد.
۴. سهام آن‌ها در طول دوره مورد نظر به طور فعال در بورس معامله شده باشد.

#### جدول (۱): روند انتخاب نمونه آماری پژوهش

۳۳۴	کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس در تاریخ ۱۳۹۸/۱۲/۲۹
(۵۲)	تعداد شرکت‌هایی که در قلمرو زمانی ۹۴-۹۸ در بورس فعال نبوده‌اند
(۶۲)	شرکت‌هایی که سال مالی آن‌ها به پایان اسفندماه ختم نمی‌شود و یا تغییر سال مالی داده‌اند
(۳۵)	شرکت‌های واسطه‌گری مالی
(۴۵)	شرکت‌هایی که اطلاعات آن‌ها برای به دست آوردن برخی متغیرهای پژوهش کافی نبود
۱۴۰	کل نمونه آماری قابل آزمون با در نظر گرفتن پیش فرض‌ها

مدل مورد استفاده در پژوهش به پیروی از مطالعه بچتی و همکاران (۲۰۱۵) به صورت زیر بیان شده است:

مدل (۱)

$$VS_{1,t} = \beta_0 + \gamma_1 LR_{1,t} + \gamma_2 SOC_{1,t} + \gamma_3 Growth_{1,t} + \gamma_4 Size_{1,t} + \gamma_5 ATN_{1,t} + \gamma_6 LEV_{1,t} + \varepsilon_t$$

در این معادله:

نماد VS نشانگر نوسانات بازده سهام است. شاخص بازده سهام روشی برای اندازه‌گیری بخشی از نوسانات بازده سهام است. این شاخص بیانگر روند عمومی قیمت سهام همه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار است. طبق فرمول طراحی شده تغییر قیمت شرکت‌های بزرگتر که در عین حال سرمایه بیشتری نیز دارند بر نوسان شاخص تأثیر بیشتری می‌گذارد. در مقاله حاضر با استفاده از مدل‌های نوسان پذیر GARCH و ARCH و انتخاب بهترین حالت نوسانات بازده سهام به دست می‌آید. در ابتدا مدل بازده سهام با استفاده از مدل‌های ARMA تخمین زده می‌شود سپس با استفاده از آزمون ARCH به اثبات وجود نوسان در بازده سهام شرکت‌های بورسی پرداخته و در

1. Excel  
2. Eviews

نهایت با استفاده از مدل GARCH نمایی به اندازه‌گیری و استخراج نوسانات بازده سهام پرداخته شده‌است. با توجه به نتیجه به دست آمده، بازده سهام با یک دوره قبل از خود (AR(1) و با یک دوره قبل با جمله اختلال خود (MA(1) ارتباط دارد. برای اثبات نوسان در سری بازده سهام، می‌بایست به اثبات وجود ناهمسانی واریانس شرطی در سری بازده سهام پرداخت که برای انجام این آزمون از ARCH استفاده می‌شود. با توجه به احتمال به دست آمده فرضیه اولیه مبنی بر نبود ناهمسانی واریانس شرطی در سری بازده سهام رد شده بنابراین سری بازده سهام دارای ناهمسانی واریانس شرطی می‌باشد و در نتیجه بازده سهام در طول دوره مورد نظر تحقیق دارای نوسان می‌باشد. حال برای اندازه‌گیری این نوسان با استفاده از الگوی EGARCH مدل تخمین زده می‌شود که میزان نوسان حاصل از بازده سهام باید برای استفاده در مدل اصلی که توسط الگوی داده‌های تابلویی تخمین زده می‌شود تبدیل به متغیر گردد.

LR: به پیروی از پاستور و استامباگ<sup>۱</sup> (۲۰۰۳)، آچاریا و پدرسون<sup>۲</sup> (۲۰۰۵)، سدکا<sup>۳</sup> (۲۰۰۶) ریسک نقدشوندگی سهام به عنوان حساسیت بازده سهام شرکت به تغییرات غیرمنتظره در نقدشوندگی بازار تعریف شده‌است. مارتینز و همکاران<sup>۴</sup> (۲۰۰۴) معتقدند که نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار منبعی شگفت‌انگیز ریسک نقدشوندگی است. این نسبت از تقسیم ارزش دفتری (که برابر است با حقوق صاحبان سهام تقسیم بر تعداد سهام) بر ارزش روز دارایی‌ها یا همان ارزش بازار که حاصل ضرب قیمت روز اوراق بهادار در تعداد سهام جاری در پایان سال مالی می‌باشد به دست می‌آید.

Soc: سطح افشای مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها از طریق گزارش‌های سالانه هیئت‌مدیره سنجیده می‌شود. روش تحقیقی که به طور رایج برای ارزیابی افشای اجتماعی و محیطی سازمان‌ها مورد استفاده قرار می‌گیرد، تحلیل محتوا است (ابوت و مانسن<sup>۵</sup>، ۱۹۷۹) در این پژوهش از چک‌لیست برزگر<sup>۶</sup> (۱۳۹۲) استفاده شده‌است. این چک‌لیست شامل هدفه مؤلفه و شصت نوع اطلاعات مرتبط با افشای مسئولیت اجتماعی است و سه بعد اجتماعی، محیطی و اقتصادی مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها را در نظر می‌گیرد. رویه امتیازدهی برای سنجش سطح مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها بر اساس روش ارنست و ارنست<sup>۷</sup> (۱۹۸۷) و ابوت و مانسن<sup>۸</sup> (۱۹۷۹) می‌باشد که اگر یک قلم از افشای اقلام مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها انجام شده باشد، امتیاز یک و اگر افشا نشده باشد، امتیاز صفر داده می‌شود، بنابراین تعداد اقلام افشا شده به کل اقلام قابل افشا در گزارشگری مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها بر اساس داده‌های مندرج در گزارش‌های سالانه شرکت‌ها، بیانگر درصد افشای مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها یا امتیاز مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها برای تعیین سطح آن در هر شرکت است (برزگر، ۱۳۹۲). سطح افشای مسئولیت اجتماعی هر یک از شرکت‌ها با استفاده از رابطه زیر محاسبه می‌شود:

$$CSR = \frac{\text{تعداد اقلام افشا شده}}{\text{تعداد کل اقلام قابل افشا}}$$

GROWTH: رشد فروش سالیانه از درآمد فروش سال جاری منهای درآمد فروش سال قبل تقسیم بر فروش سال قبل به دست می‌آید.

1. Pastor & Stambaugh
2. Acharya & Pedersen
3. Sadika
4. Martínez
5. Abbott & Monsen
6. Ernst & Ernst

SIZE: اندازه شرکت از لگاریتم ارزش دفتری دارایی‌ها به دست می‌آید.  
 ATAN: دارایی‌های ثابت مشهود که از لگاریتم دارایی‌های ثابت تقسیم بر کل دارایی‌ها حاصل می‌شود.  
 LEV: اهرم مالی که از بدهی‌ها تقسیم بر دارایی‌ها به دست می‌آید.

### یافته‌های پژوهش

اولین مرحله در تحلیل داده‌ها بیان ویژگی‌های کلی داده‌های مربوط به متغیرهای پژوهش از لحاظ میانگین، انحراف معیار، کمترین و بیشترین است که در جدول (۲) ارائه گردیده‌است:

جدول (۲): آمار توصیفی متغیرهای مدل

متغیر	نماد	میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی
بازده سهام	VS	۰/۲۰۳	۰/۱۵۰	۷/۴۸۴	-۶/۲۲۳	۰/۶۱۶	۰/۹۳۷	۶۱/۷۹۳
مسئولیت اجتماعی	SOC	۰/۰۷۱	۰/۰۶۲	۰/۰۸۶	۰/۰۰۰	۰/۰۷۱	۱/۵۹۱	۴/۶۶۱
ریسک نقدینگی	LR	۸/۶۶۲	۳/۶۳۲	۴۷/۱۴۰	۰/۰۹۱	۱۴/۰۷۰	۳	۲/۸۷۰
اهرم مالی	LEV	۰/۶۸۰	۰/۶۵۰	۰/۷۸۰	۰/۰۶۰۴۰	۰/۳۲۱	۳/۰۷۴	۲۳/۰۵۰
رشد	GROWTH	۰/۲۳۰	۰/۱۲۰	۲۰/۹۴۱	-۱/۰۰	۱/۰۱۹	۲/۷۵۱	۴/۲۲۵
اندازه	SIZE	۱۳/۹۳۲	۱۳/۷۶۰	۱۹/۰۶۶	۱۰/۸۱۵	۱/۴۰۲	۰/۶۷۰	۳/۷۹۰
نسبت دارایی مشهود	ATAN	۰/۲۳۴۱۳	۰/۱۹۰	۰/۸۷۵	۰/۰۰۳۸۱	۰/۱۶۹۰۸	۱/۲۷۱	۴/۴۲۰

مأخذ: یافته‌های پژوهش

برای جلوگیری از مشکل رگرسیون کاذب ابتدا آزمون مانایی با کمک نرم‌افزار ایویوز انجام شد که نتایج آن در جدول (۳) گویای وجود رابطه بلندمدت متغیرهاست. از سویی دیگر در بررسی مانایی متغیرهای پژوهش، نتایج آزمون لوین و همکاران<sup>۱</sup> در سطح اطمینان ۹۹ درصد نشان داد که تمامی متغیرها مانا می‌باشد.

جدول (۳): نتایج آزمون مانایی متغیرهای مدل

متغیر	آماره آزمون	احتمال
رشد فروش سالیانه	-۱۳/۹۰۱	۰/۰۰۰۰
دارایی‌های ثابت مشهود	-۲۶/۸۰۱	۰/۰۰۰۰
اهرم مالی	-۸۲/۷۱۲	۰/۰۰۰۰
ریسک نقدشوندگی	-۲۹/۰۱۲	۰/۰۰۰۰
اندازه شرکت	-۲۴/۹۰۱	۰/۰۰۰۰
مسئولیت‌پذیری اجتماعی	-۳۳/۸۴۲	۰/۰۰۰۰
نوسانات بازده سهام	-۴۶/۶۱۲	۰/۰۰۰۰

مأخذ: یافته‌های پژوهش

به منظور تعیین نوع الگوی رگرسیون، آزمون F لیمر و هاسمن انجام شد که با توجه به سطح معنی‌داری، مدل از نوع داده‌های تابلویی و الگوی اثر تصادفی پذیرفته می‌شود. فرضیه‌های پژوهش به بررسی ارتباط بین مسئولیت اجتماعی، ریسک نقدشوندگی و بازده سهام می‌پردازند و نتایج برآزش مدل جهت آزمون این فرضیه‌ها در جدول (۴) ارائه شده‌است:

جدول (۴): نتایج تجزیه و تحلیل داده‌ها

متغیر	نماد متغیر	ضریب	آماره t	احتمال
ریسک نقدینگی	LR	۲/۷۲۷	۶/۴۵۱	۰/۰۰۰۰
مسئولیت اجتماعی	SOC	-۰/۴۱۶	-۱/۹۸۷	۰/۰۴۵۳
رشد	GROWTH	-۰/۱۷۳	-۳/۷۳۷	۰/۰۰۰۸
اندازه	SIZE	-۰/۰۰۳	-۶/۸۰۶	۰/۰۰۰۰
نسبت دارایی مشهود	LATN	-۰/۱۷۱	-۲/۶۰۵	۰/۰۰۹۴
اهرم مالی	LEV	۰/۱۴۱	۰/۴۳۶	۰/۶۶۲۹
آماره F		۲/۸۱۵	ضریب تعیین	۰/۹۲۵
سطح معنی‌داری		۰/۰۱۰	ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۹۱۶
آماره دوربین واتسون		۲/۱۲۴		

مأخذ: یافته‌های پژوهش

همان‌طور که جدول (۴) نشان می‌دهد با توجه به سطح معناداری آماره آزمون F (۰/۰۱۰) مدل رگرسیون در سطح اطمینان ۹۹ درصد، معنادار است همچنین با توجه به اینکه آماره آزمون دوربین واتسون (۲/۱۲۴) در فاصله بین ۱/۵ تا ۲/۵ قرار دارد، بین جملات، خطای مدل همبستگی وجود ندارد. همچنین نتایج آزمون آماری نشان می‌دهد ضریب تعیین تعدیل شده مدل رگرسیون ۹۲۵/۰ است که بیانگر آن است که متغیرهای مستقل در حدود ۹۲ درصد تغییرات را در متغیر وابسته توضیح می‌دهند. در ادامه نتایج حاصل از آزمون فرضیات ارائه شده‌است.

فرضیه اول پژوهش این بود که مسئولیت اجتماعی تأثیر منفی و معنادار بر نوسان بازده سهام دارد. نتایج آزمون فرضیه اول در جدول (۴) آورده شده‌است. همان‌طور که در جدول (۴) مشاهده می‌شود ضریب متغیر مسئولیت‌پذیری (SOC) برابر ۰/۴۱۶ - و آماره آن معادل ۱/۹۸۷ - و سطح معناداری آن ۰/۰۴۵ می‌باشد، در نتیجه، با توجه به اینکه سطح معناداری کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد دارای تأثیر معناداری می‌باشد. همچنین، با توجه به اینکه علامت ضریب متغیر منفی است، می‌توان گفت بین مسئولیت اجتماعی و نوسان بازده سهام رابطه منفی و معناداری وجود دارد.

فرضیه دوم پژوهش گویای این بود که متغیر ریسک نقد شوندگی سهام بر نوسانات بازده سهام دارای تأثیر مثبت و معنادار می‌باشد. نتایج آزمون فرضیه اول در جدول (۴) آورده شده‌است. همان‌طور که در جدول (۴) مشاهده می‌شود ضریب متغیر ریسک نقد شوندگی (LR) برابر ۲/۷۲۷ و آماره آن معادل ۶/۴۵۱ و سطح معناداری آن ۰/۰۰۰ می‌باشد، در نتیجه با توجه به اینکه سطح معناداری کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد دارای تأثیر معناداری می‌باشد. از آنجا که علامت ضریب متغیر مثبت است، می‌توان گفت بین ریسک نقدشوندگی و نوسان بازده سهام رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.

## بحث و نتیجه‌گیری

شرکت‌ها مسئولیت اجتماعی تلاش‌های داوطلبانه برای از بین بردن یا حداقل کردن اثرات منفی فعالیت تجاری بر ذی‌نفعان را تعریف می‌کنند. مسئولیت اجتماعی در یک تعریف عام‌تر یعنی است که بنگاه‌ها به وسیله آن رویکردهای اقتصادی، اجتماعی و زیست محیطی را با ارزش‌ها، فرهنگ، استراتژی‌ها، ساختار تصمیم‌گیری و شیوه‌های عملیاتی خود به شکلی شفاف و قابل‌حسابرسی یکپارچه می‌کنند و در نتیجه فرایندها و رویه‌های بهتری را در درون سازمان خود جاری می‌سازند و به این ترتیب ثروت می‌آفرینند و وضعیت جامعه را بهبود می‌بخشند. در زمینه سرمایه‌گذاری در بازار سهام نیز موارد متعددی اثرگذار می‌باشد که ریسک و بازده یکی از مهمترین عوامل است. تمامی تصمیمات سرمایه‌گذاری همواره بر اساس موازنه بین ریسک و بازدهی صورت می‌گیرد. اصولاً سرمایه‌گذاران باید بررسی‌های وسیعی موقع خرید یا فروش سهام عادی انجام دهند، زیرا آن‌ها نقدترین دارایی‌های خود را به سهام تبدیل می‌کنند. طبیعی است بدون آگاهی از وضعیت مالی و نقدشوندگی سهام شرکت‌ها و ارزیابی صورت‌های مالی آن‌ها، سرمایه‌گذاران با ریسک بالایی مواجه خواهند بود. بنابراین استفاده از اطلاعات مربوط به قدرت نقدشوندگی سهام و دانستن رابطه آن‌ها با بازده سهام در تجزیه و تحلیل‌ها توسط تحلیل‌گران در امر سرمایه‌گذاری و همچنین توسط مدیریت این شرکت‌ها می‌تواند راهنمای خوبی در جهت هدایت خریداران سهام و پیشرفت خوب مدیران شرکت‌ها باشد. همچنین به دلیل واکنش‌های غیرمنطقی سرمایه‌گذاران درباره اطلاعات و اخبار جدید که به صورت واکنش کمتر از اندازه و بیش از اندازه بروز می‌کند، بازار کارایی خود را از دست می‌دهد و وضعیتی فراهم می‌شود که با به کارگیری راهبرد مناسب، بتوان بازده سرمایه‌گذاری را افزایش داد و به بازده مازاد از بازار دست یافت.

پژوهش حاضر به بررسی رابطه بین مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها، ریسک نقدشوندگی سهام و نوسانات بازده سهام پرداخته‌است. با توجه به مباحث نظری موضوع و با در نظر گرفتن مطالعات تجربی مطرح شده در خصوص رابطه میان مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها، ریسک نقدینگی و نوسانات بازده سهام شرکت‌های فعال در بورس اوراق بهادار تهران از مدل بچتی و همکاران (۲۰۱۵) استفاده شده‌است.

فرضیه اول تحقیق بیان می‌کند که بین مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها و نوسانات بازده سهام در شرکت‌های فعال در بورس رابطه معنی‌داری وجود دارد. بنابراین با توجه به نتایج تخمین مدل، تأثیر متغیر مسئولیت اجتماعی بر نوسانات بازده سهام منفی می‌باشد و با وجود اینکه سطح معناداری کمتر از ۰/۰۵ است دارای تأثیر معناداری می‌باشد. همچنین فرضیه دوم تحقیق بیان می‌دارد که بین ریسک نقدینگی و نوسانات بازده سهام در شرکت‌های فعال در بورس رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. بدین معنا که با افزایش ریسک نقد شونگی میزان نوسانات بازده سهام نیز افزایش می‌یابد و در نهایت با توجه به احتمال محاسبه شده برای متغیر اهرم مالی می‌توان اظهار داشت این متغیر بر نوسانات بازده سهام دارای تأثیر معناداری نمی‌باشد که نتایج به دست آمده در این پژوهش مطابق با تحقیقات نظری می‌باشد بدین صورت که با کاهش مسئولیت اجتماعی و افزایش ریسک نقدشوندگی، نوسانات بازده سهام افزایش پیدا می‌کند.

با دقت در نتایج تخمین مدل و آزمون فرضیات، پیشنهادهای کاربردی در راستای کاهش ریسک نقدشوندگی سهام و افزایش مسئولیت اجتماعی بیان شده‌است که می‌توان با برنامه‌ریزی دقیق نقدینگی در سازمان‌ها، مدیریت صحیح و کنترل هوشمندانه این فرایند و گرفتن بازخورد از عملکرد آن جهت تصحیح خطاهای احتمالی اقدام شود و سازمان‌ها سعی نمایند منابع خود را از قسمت‌های مطمئن تأمین نمایند تا در مواقع بحران با عجله در تصمیم‌گیری مواجه نشوند و برای رسیدن به اهداف مدیریت نقدشوندگی سهام نیاز است تا یک سیستم اطلاعاتی مناسب و سیستم کنترل داخلی کارآمد و مؤثر جهت گرفتن گزارش وجود داشته باشد.



## References

- Alvani, S. M., & Ghasemi, A. (1998). *Management and social responsibilities of the organization*. Publications of the Presidential Public Management Training Center. (In Persian)
- Amirhosseini, Z., & Ghobadi, M. (2016). Corporate social performance, financial performance and institutional ownership. *Journal of Management Accounting*, 9(28), 55-66. (In Persian)
- Arabsalehi, M., Sadeghi, G., & Moeinaddin, M. (2013). The relationship between corporate social responsibility and financial performance of the firms listed on Tehran Stock Exchange. *Empirical Research in Accounting*, 3(3), 1-20. (In Persian).
- Barakat, A., Samhan, H., & Al-Nsoor, O. (2014). Accounting social responsibility in Islamic Banks. *International Journal of Economics. Commerce and Management*, 2(10).
- Boubakri, N., El Ghouli, S., Guedhami, O., & Wang, H. H. (2021). Corporate social responsibility in emerging market economies: Determinants, consequences, and future research directions. *Emerging Markets Review*, 46(7).
- Darabi, R., Vaghfi, S. H., & Salmanian, M. (2017). Relationship between social responsibility reporting with company value and risk for companies registered in Tehran Stock Exchange. *Journal of Value & Behavioral Accountings*, 1(2), 193-213. (In Persian).
- Daryaei, A., Pakdel, A., Abdullah & Mashashi, S.M. (2013). Sustainable development of green accounting and marketing messages and social responsibility with emphasis on corporate strategy", *Accounting Knowledge and Research*, 32, 64-78. (In Persian).
- De Fontnouvelle, P., Jesus-Rueff, D., Jordan, J. S., & Rosengren, E. S. (2003). Using loss data to quantify Operational risk. *Federal Reserve. Bank of Boston*. DOI: [10.2139/ssrn.395083](https://doi.org/10.2139/ssrn.395083)
- Delpasand, C., Nasirzadeh, N., & Hesarzadeh, R. (2019). The mechanism of how social responsibility, risk and corporate governance affect cash holdings. *Journal of Financial Accounting Research*. 10(4), 59-78. (In Persian)
- Doaee, H., Fathi, A., & Sheykhan, K. (2006). Green marketing, a way to sustainable competition. *Tadbir Monthly*, 173, 29-34. (In Persian).
- Faghani Makrani, Kh. Heidari Rostami, K., & Amin, V. (2016). Study of the relationship between social responsibility and stock price risk reduction in companies listed on the Tehran Stock Exchange" *Quarterly Journal of Investment Knowledge*, 5(19), 269-284. (In Persian).
- Frachot, A., Georges, P., & Roncalli, T. (2001). Loss distribution approach for operational risk. *Available at SSRN 1032523*. 1-43, [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1032523](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1032523)
- Gul, F. A., Kim, J. B., & Qiu, A. A. (2010). Ownership concentration, foreign shareholding, audit quality, and stock price synchronicity: Evidence from China. *Journal of financial economics*, 95(3), 425-442.
- Hajiha, Z., & Chenari Bouket, H. (2016). Skewness of Stock Returns and corporate social responsibility. *Journal of Value & Behavioral Accounting*. 1 (1):77-98. (In Persian).
- Hajiha, Z., & Sarfaraz, B. (2015). The relation between corporate social responsibility and cost of equity capital of firms listed in Tehran Stock Exchange. *Empirical Research in Accounting*, 4(4), 105-123. (In Persian)
- Harjoto, M. A., & Jo, H. (2011). Corporate governance and CSR nexus. *Journal of business ethics*, 100(1), 45-67.
- Hassas Yegane, Y. Barzegar., Gh. (2013). Identifying the Components and Indicators of Corporate Social Responsibility in Iran, *Journal of Studies of Socio-Cultural Developmen*, 2 (1), 199-222. (In Persian)
- Hosseini, A., & Amjadian, F. (2017). Study of the relationship between corporate social responsibility and future risk of stock price fall. *Accounting Knowledge*, 8(1), 75-105. (In Persian).

- Hosseini, A., & Haghghat, S. (2016). Study of the relationship between corporate governance and fulfillment of social responsibility in companies listed on the Tehran Stock Exchange. *Accounting Research*, 6(3), 106-131. (In Persian).
- Jabbarzade, K. S., & Bayazidi, A. (2010). Investigating The Relationship Between Corporate Social Responsibility and Organization Commitment With Conservatism in Financial Reporting of in TSE Companies. *Quarterly of the stock exchange*, 3(9), 77-96. (In Persian).
- Khasharmeh, H. A., & Desoky, A. M. (2013). The On-line corporate social responsibility disclosures: the case of the Gulf Cooperation Council (GCC) countries. *Global Review of Accounting and Finance*, 4(2), 39-64.
- Khosh-sima, R., & Shahiki-Tash, M. N. (2013). The Impact of Credit, Operational and Liquidity Risks on the Efficiency of Banking System in Iran. *The Journal of Planning and Budgeting*, 17(4), 69-95. (In Persian).
- Kim, M., & Kim, Y. (2014). Corporate social responsibility and shareholder value of restaurant firms. *International Journal of Hospitality Management*, 40(5), 120-129.
- Kim, Y., Li, H., & Li, S. (2014). Corporate social responsibility and stock price crash risk. *Journal of Banking & Finance*, 43(6), 1-13.
- Koopman, S. J., & Lucas, A. (2005). Business and default cycles for credit risk. *Journal of Applied Econometrics*, 20(2), 311-323.
- Liang, H., & Renneboog, L. (2017). On the foundations of corporate social responsibility. *The Journal of Finance*, 72(2), 853-910.
- Lyimo, G. D. (2014). Smoothness, Earnings Surprise and Stock Price Informativeness. Evidence from Indian Stock Market. *International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences*, 4(2), 385-394.
- Lyimo, G. D. (2014). Accrual quality and stock price informativeness: Evidence from India. *Research Journal of Finance and Accounting*, 5(12), 88-95.
- Martinez, M. A., Nieto, B., Rubio, G., & Tapia, M. (2005). Asset pricing and systematic liquidity risk: An empirical investigation of the Spanish stock market. *International Review of Economics & Finance*, 14(1), 81-103.
- Mashayekh, S., & Haraf, A. (2011). The relationship between company size and stock return fluctuations in different market conditions. *Journal of Financial Accounting and Auditing*, 3(11), 69-86. (In Persian).
- Meshbaki, A., & KhaliliShojaei, V. (2010). A Study of the Relationship between Organizational Culture and Social Responsibility of Organizations (Ministry of Energy as a Case). *Applied Sociology*, 21(4), 37-56. (In Persian).
- Mostafaei, P., & Hosseini, S. A. (2021). Qualitative Content Analysis of Corporate Social Responsibility Reports with Emphasis on Social Stakeholders. *Journal of Empirical Research in Accounting*, 11(3), 79-112. (In Persian).
- Park, S., Song, S., & Lee, S. (2017). Corporate social responsibility and systematic risk of restaurant firms: The moderating role of geographical diversification. *Tourism Management*, 59(C), 610-620.
- Pourali, M. R., & Hajjami, M. (2014). Relationship between social responsibility disclosure and institutional ownership in companies listed in Tehran Stock Exchange. *Journal of Management Accounting and Auditing Knowledge*, 3(10), 135-150. (In Persian).
- Rahman seresht, H, Rafiei, M, Koosha, M. (2009). Social Responsibility, Extra-Organizational Ethics, *Tadbir*, 204(19), 269-284. (In Persian).
- Sandhu, H. S., & Kapoor, S. (2010). Corporate social responsibility initiatives: an analysis of voluntary corporate disclosure. *South Asian Journal of Management*, 17(2), 46-80.

- Sharma, E., & Mani, M. (2013). Corporate social responsibility: An analysis of Indian commercial banks. *AIMA journal of Management & Research*, 7(1/4), 1-17.
- UTZ, S. (2016). Stock Synchronicity, Stock Price Crash Risk, And Corporate Social Responsibility Evidence from an International Sample. *ESG Insight*.15(3).1-15
- Yeh, C. C., Lin, F., Wang, T. S., & Wu, C. M. (2020). Does corporate social responsibility affect cost of capital in China? *Asia Pacific Management Review*, 25(1), 1-12.

