

## The Impact of Aggressive Business Strategy on the Relationship between Corporate Social Performance and Market Response in the Coronavirus Period<sup>1</sup>

Nazanin Bashirimanesh<sup>2</sup>, Soghra Amiri<sup>3</sup>

Received: 2022/01/21

Accepted: 2022/06/16

Research Paper

### Abstract

**Purpose:** The present study investigates the effect of business strategy on the relationship between corporate social performance and market reaction in the corona period.

**Methodology:** This research is applied in terms of purpose and in terms of methodology, correlation and causal type (post-event). The statistical population of the study was the companies listed on the Tehran Stock Exchange and using the systematic elimination sampling method, 129 companies were selected as a sample of the research in an 8-year period between 2013 and 2020. To test the research hypotheses, multivariate regression method with combined data (year-company) and Stata software were used.

**Results:** The results of the study show that in the coronavirus period, the disclosure of corporate social responsibility in the long run has a direct impact on the market reaction of investors. Also, in the coronavirus period, the disclosure of corporate social responsibility has a direct long-term effect on the level of abnormal returns.

**Conclusion:** Findings show that in the coronavirus period, aggressive strategy has a direct effect on the relationship between corporate social responsibility disclosure and the market response of investors. Also, the use of aggressive strategy in the coronavirus period affects the relationship between corporate social disclosure and abnormal returns.

**Contribution:** Companies that increased their innovation and social activities during the Coronavirus crisis, faced increased investors' reactions and long-term stock returns.

**Keywords:** Business Strategy, Corporate Social Performance, Market Reaction in the Coronavirus Period.

**JEL Classification:** M42.

1. DOI: 10.22051/JAASCI.2022.39612.1678

2. Assistant Professor, Department of Accounting, Payame Noor University, Tehran, Iran. Coressponding Author. (bashirimanesh@pnu.ac.ir).

3. M.Sc. Student, Department of Accounting, Payame Noor University, Tehran, Iran. (amirisoghra35@gmail.com).



## تأثیر بکارگیری استراتژی تجاری تهاجمی در دوره کرونا بر رابطه عملکرد اجتماعی شرکت‌ها و واکنش بازار سرمایه<sup>۱</sup>

نازنین بشیری منش<sup>۲</sup>، صغری امیری<sup>۳</sup>

تاریخ دریافت: ۱۴۰۰/۱۱/۰۱

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۱/۰۳/۲۶

مقاله پژوهشی

### چکیده

**هدف:** پژوهش حاضر به بررسی تأثیر استراتژی تجاری تهاجمی بر رابطه عملکرد اجتماعی شرکت‌ها و واکنش بازار در دوره کرونا می‌پردازد.

**روش پژوهش:** این پژوهش از لحاظ هدف، کاربردی بوده و از بعد روش‌شناسی، همبستگی و از نوع علی یا پس‌رویدادی، می‌باشد. جامعه آماری پژوهش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بوده و نمونه پژوهش شامل ۱۲۹ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۸ ساله بین سال‌های ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۹ است. به منظور آزمون فرضیه‌های پژوهش از رگرسیون چندمتغیره با داده‌های ترکیبی و نرم‌افزارهای ایویوز و استاتا استفاده شده است.

**یافته‌ها:** نتایج حاصل از پژوهش نشان می‌دهد که بحران کرونا بر میزان بازده سهام و بازده غیرعادی سالانه شرکت‌های نمونه تأثیر منفی و معناداری داشته است. همچنین، میزان افشای مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها در دوره کرونا بر واکنش بازار سرمایه‌گذاران و میزان بازده غیرعادی سهام در دوره کوتاه‌مدت تأثیر معناداری نداشته، اما در دوره بلندمدت، واکنش مثبت سرمایه‌گذاران را در پی داشته است. همچنین، نتایج نشان می‌دهد، بکارگیری استراتژی تجاری تهاجمی در دوره کرونا بر ارتباط بین افشای مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها و واکنش بازار سرمایه‌گذاران و سطح بازده غیرعادی در بلندمدت تأثیر مستقیم دارد.

**دانش‌افزایی:** شرکت‌هایی که در بحران کرونا تلاش کردند، میزان نوآوری و فعالیت‌های اجتماعی خود را افزایش دهند با افزایش واکنش سرمایه‌گذاران و بازده سهام در بلندمدت مواجه شدند.

**واژه‌های کلیدی:** استراتژی تجاری، عملکرد اجتماعی شرکت‌ها، واکنش بازار در دوره کرونا.

طبقه بندی موضوعی: M42

10.22051/JAASCI.2022.39612.1678 : DOI .۱

۲. استادیار، گروه حسابداری، دانشگاه پیام نور، تهران، ایران. نویسنده مسئول، (bashirimanesh@pnu.ac.ir)

۳. دانشجوی کارشناسی ارشد، گروه حسابداری، دانشگاه پیام نور، تهران، ایران. (amirisoghra35@gmail.com)

## مقدمه

برای مدت زیادی شرکت‌ها به‌عنوان واحدهای اقتصادی در نظر گرفته می‌شدند که تنها هدف آنها راضی نگه‌داشتن سهامداران از طریق کسب بازده بیشتر بود (روبرتز<sup>۱</sup>، ۱۹۹۲: ۶۰۰). در طی چند دهه اخیر، رسوایی مالی برخی از شرکت‌های بزرگ، افزایش آگاهی به جایگاه و نقش اجتماعی و زیست‌محیطی شرکت‌ها و نگرانی حول مسائلی از قبیل کمبود منابع، صدمات محیطی، افزایش آلودگی، کیفیت محصول و حقوق کارکنان، حرکت شرکت‌ها به سمت مسئولیت‌های زیست‌محیطی و اجتماعی را سرعت بخشیده است (هاکستون و میلن<sup>۲</sup>، ۱۹۹۶: ۸۱؛ گیاناراکیس<sup>۳</sup>، ۲۰۱۴: ۳۹۷).

امروزه طیف وسیعی از ذی‌نفعان خواستار اطلاعات مرتبط با مسائل اجتماعی و زیست‌محیطی هستند. بنابراین، شرکت‌ها به منظور توجه فعالیت‌های خود باید همه ابعاد فعالیت‌های خویش را در معرض قضاوت عموم قرار دهند و نباید آن را صرفاً محدود به فعالیت‌های اقتصادی نمایند (دوب<sup>۴</sup>، ۲۰۰۷: ۷۹). در نتیجه بسیاری از مدیران، اختیار یا الزام، در تصمیم‌گیری‌های خود به آن توجه و اطلاعات مربوط به آن را افشا می‌کنند. همچنین، طی سال‌های گذشته کیفیت و کمیت گزارشگری مسئولیت‌اجتماعی افزایش چشمگیری داشته و شرکت‌ها به صورت داوطلبانه در مورد ویژگی‌های جمعیتی کارکنان، ایمنی محصول، کمک‌های بلاعوض به جامعه، سیاست‌های زیست‌محیطی و کنترل آلودگی خود گزارش می‌دهند (باقرپور و لاشانی و همکاران، ۱۳۹۰: ۸۹). یافته‌های موسسه بین‌المللی حسابرسی پرایس واترهاوس کوپر در سال ۲۰۰۲، نشان می‌دهد که نزدیک به ۷۰ درصد مدیران بین‌المللی معتقدند که پرداختن به مسئولیت‌اجتماعی شرکت‌ها، نقش حیاتی در سودآوری شرکت‌های ذی‌ربط داشته است (خان<sup>۵</sup>، ۲۰۱۰: ۸۷). بنابراین، مسئولیت‌اجتماعی به یکی از مهم‌ترین موضوعات در فعالیت‌های شرکت‌ها تبدیل شده است، به طوری که به توسعه چارچوب گزارشگری و تاکید بر ارائه اطلاعات اجتماعی و زیست‌محیطی در کنار اطلاعات مالی در سال‌های اخیر انجامیده است (رحمان و همکاران<sup>۶</sup>، ۲۰۱۱: ۱۸۶).

1 Roberts

2 Hackston et al

3 Giannarakis et al

4 Daub

5 Khan et al

6 Rahman et al

اصطلاح مسئولیت اجتماعی شرکتی به شیوه‌های متنوعی تعریف شده است؛ از دیدگاه اقتصادی، حداکثر کردن ثروت سهامداران تا ملاحظه‌های اخلاقی، قانونی، احتیاطی و محیطی و در نهایت، رویکرد سازمان به عنوان یک شهروند خوب را در بر می‌گیرد. این تنوع در تعاریف، از فرضیه‌های بنیادی متفاوت نشأت می‌گیرد. کلراک سون و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۰۸: ۳۰۷) معتقد هستند که با اتخاذ سیستم کارآمد مدیریتی در زمینه ذی‌نفعان می‌توان به مسائل اخلاقی و اجتماعی فائق آمد، نیازهای جامعه را در زمان مناسب مورد توجه قرار داده و به آن پاسخ گفت. آچوا<sup>۲</sup> (۲۰۰۸: ۶۱) نیز، بیان می‌کند که شرکت‌ها در تعاملات اجتماعی خود، نسبت به همه سهامدارانشان مسئولیت اجتماعی دارند و لازمه افزایش رضایت‌مندی اقتصادی مصرف‌کنندگان، کارکنان و مابقی ذی‌نفعان آسیب نرساندن به محیط، توجه به همه ذی‌نفعان سازمان، بهبود موقعیت شغلی کارکنان و حفظ منابع طبیعی است. بر این اساس، رابطه مستقیمی از مسائل مالی شرکت و میزان مسئولیت‌پذیری آن تایید شده است.

از سوی دیگر اخیراً پژوهش‌های انجام شده با استفاده از تحلیل‌های نظری، روش‌شناسی و یا مطالعات موردی مختلف به بررسی عوامل تعیین‌کننده عملکرد مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکتی از منظر تمایلات راهبردی شرکت پرداخته‌اند. به‌عنوان مثال، مطالعات پیشین دریافته‌اند که شرکت‌های دارای مشتری‌مداری، بازارمداری و کارآفرینی قوی‌تر، از عملکرد مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکتی بهتری نیز برخوردارند (جانسون و همکاران<sup>۳</sup>، ۲۰۱۷: ۷۳؛ کیسلینگ و همکاران<sup>۴</sup>، ۲۰۱۶: ۲۷۳؛ هوجموس و همکاران<sup>۵</sup>، ۲۰۱۳: ۵۹۳). استراتژی تجاری شرکت، صرف نظر از سایر راهبردها و ویژگی‌های شرکتی مطالعه‌شده در ادبیات پژوهش، با گذشت زمان دستخوش تغییراتی می‌شود، به‌طوری که واکنش شرکت به محیط و بازار، به‌طور قابل‌توجهی متأثر از راهبرد تجاری آن است (همبریک<sup>۶</sup>، ۱۹۸۳: ۱۰). نظریه‌های سازمانی بر این باور هستند که استراتژی‌های تجاری، یک عنصر منحصر به فرد و اساسی در هویت شرکت محسوب می‌شوند و نشان‌دهنده رقابت شرکت در محیط

- 
1. Clarkson et al
  2. Achua
  3. Jansson et al
  4. Kiessling et al
  5. Hojmosse et al
  6. Hambrick et al

بازار هستند (همبریک، ۱۹۸۳: ۱۱؛ اسنو و همبریک<sup>۱</sup>، ۱۹۸۰: ۵۳۱). در نتیجه، ویژگی‌ها و راهبردهای شرکت نظیر الگوهای قدرت مدیریتی، ارزش‌ها و استفاده از منابع، همگی باعث تقویت استراتژی تجاری شرکت می‌شوند (مایلز و اسنو<sup>۲</sup>، ۱۹۷۸: ۵۵۰). چندین طبقه‌بندی برای استراتژی تجاری وجود دارد. در این میان، دو نوع استراتژی را می‌توان یافت که در مقابل هم قرار می‌گیرند؛ استراتژی که به دنبال حداقل نمودن هزینه‌ها است (استراتژی تدافعی یا مدافعان) و استراتژی که در پی انعطاف و ریسک بیشتر است (استراتژی تهاجمی یا آینده نگران). آینده نگران و مدافعان دو سر انتهای طیف استراتژی تجاری پیشنهادی از سوی مایلز و اسنو (۱۹۷۸) را تشکیل می‌دهند که از نظر سرعت تغییر بازار و محصول، ریسک، سطح تحمل شرایط عدم اطمینان و اولویت‌های افق سرمایه‌گذاری تفاوت فاحشی باهم دارند (صفری گرایلی و رضائی پسته نوئی، ۱۳۹۸: ۱۳۵). با توجه به نظریه مبتنی بر منابع و همچنین، چارچوب نظری مایلز و اسنو درباره استراتژی شرکتی، انتظار می‌رود که ویژگی‌های آینده نگران و مدافعان بر عملکرد شرکت و مسئولیت اجتماعی شرکتی تاثیرگذار باشد. در مقایسه با مدافعان، آینده نگران تمایل بیشتری به انجام فعالیت‌های مسئولیت اجتماعی شرکتی دارند، زیرا این گونه فعالیت‌ها به عنوان یک منبع راهبردی، منافع زیادی برای آینده به همراه دارد. علت این مسئله، این است که نظریه مبتنی بر منابع معتقد است که بین شرکت‌ها از نظر برخورداری از منابع مشهود و نامشهود رقابت وجود دارد (بارنی<sup>۳</sup>، ۱۹۹۱: ۱۰۴؛ پتراف و بارنی<sup>۴</sup>، ۲۰۰۳: ۳۱۳). پیش‌بینی‌ها در سال ۲۰۱۹ حاکی از آن بود که اقتصاد جهانی در راه بهبودی قرار دارد. اوضاع تنش‌های تجاری و سیاسی در شرایط نه چندان بد، تحلیل می‌شد و پیش‌بینی‌های رشد و شرایط بازارهای مالی پرنشاط بودند، اما بعد از گذشت چند ماه تغییراتی وسیع در متغیرهای اقتصادی در سطح جهانی به دلیل شیوع ویروس کرونا رخ داد و همه آن پیش‌بینی‌ها رنگ باخته‌اند (بالدوین و دی مورا<sup>۵</sup>، ۲۰۲۰: ۲۸). اندازه و استمرار تاثیر اقتصادی کرونا ناشناخته است. این بحران می‌تواند کوتاه و شدید باشد، اما پیش‌بینی‌هایی نیز حاکی از آن است که به نظر نمی‌رسد در مدت زمان کوتاه خاتمه یابند. این بیماری در ده‌ها کشور

1. Snow & Hambrick
2. Miles & Snow
3. Barney
4. Peteraf & Barney
5. Baldwin et al

به سرعت گسترش یافته است. روشن است که این شوک اقتصادی می تواند باعث رنج و مشکلات بلندمدت شود و ممکن است به مراتب بزرگ تر از سایر بیماری ها و بحران های پس از جنگ جهانی دوم، زخم های عمیق بگذارد (بالدوین و مورا، ۲۰۲۰: ۲۹).

بحران ویروس کرونا و اثرات آن هم در سطوح متفاوت (خرد و کلان) و هم از دیدگاه های مختلف پزشکی، اجتماعی و اقتصادی قابل بحث است (آیتی و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۲۰: ۴۷۴). در این میان، علاوه بر رویکردهایی که دولت ها برای پیشگیری، کنترل و درمان این بحران اتخاذ می کنند، مجموعه ای از اقداماتی که صاحبان کسب و کارها نسبت به مسائل اجتماعی و در این مورد خاص نسبت به بحران ویروس کرونا به کار می گیرند، می تواند بر کسب و کارها و افول یا نجات آنها از این بحران، اثر گذارد. بر این اساس، در این پژوهش با استفاده از اطلاعات مربوط به شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مساله اصلی پژوهش این است که آیا استراتژی تجاری تهاجمی بر رابطه عملکرد اجتماعی شرکت ها و واکنش بازار در دوره کرونا تاثیر دارد؟

### مبانی نظری و توسعه فرضیه ها

مسئولیت اجتماعی شرکت ها به مشارکت داوطلبانه شرکت برای توسعه پاینده فراسوی الزامات قانونی اشاره دارد و یک روش برای کاهش شکاف بین شرکت ها و انتظارات ذی نفعان در قالب گزارشگری و افشا اطلاعات اضافی با رویکرد پایندگی به شمار می رود. شرکت ها، واکنش های مختلفی در جهت پاسخگویی به تقاضاهای جدید دارند، به گونه ای که برخی شرکت ها فرهنگ خود را تغییر داده و در نظر گرفتن مسئولیت اجتماعی شرکت ها را به عنوان هسته اصلی فعالیت های تجاری شان پذیرفته اند (مولینا<sup>۲</sup>، ۲۰۱۰: ۳۸).

مبتنی بر نظریه مشروعیت، سازمان ها تا زمانی می توانند به حیات خود ادامه دهند که جامعه آنها را مشروع بداند. به عبارتی دیگر، قرارداد اجتماعی مابین شرکت ها و جامعه به عنوان مجموعه ای از افراد وجود دارد که به سازمان اختیار استفاده از منابع طبیعی و نیروی کار را ارائه می کند. سازمان ها از این

1. Ayittey et al  
2. Molina

منابع استفاده کرده و خدماتی را به جامعه عرضه می‌کنند. سازمان‌ها برای ادامه حیات و فعالیت خود باید جامعه را متقاعد سازند که منافع اجتماعی آنها بیشتر از هزینه‌های اجتماعی آنها برای جامعه می‌باشد (ساجمن<sup>۱</sup>، ۱۹۹۵: ۵۷۶). این نظریه بر نظریه قراردادهای اجتماعی تاکید دارد، زیرا انتظارات عمومی تغییر کرده. بنابراین، براساس این نظریه، سازمان‌ها باید به پیامدهای انسانی، محیطی و اجتماعی فعالیتشان توجه نمایند و دیگر به‌طور سنتی حداکثر کردن سود، معیار مطلوب عملکرد شرکت در نظر گرفته نمی‌شود. مبتنی بر نظریه مشروعیت تصمیم‌گیری‌های سازمان در ابعاد، اقتصادی، اجتماعی و زیست‌محیطی مدنظر قرار می‌گیرد و شرکت‌ها لازم است برای تحقق مفهوم توسعه پایدار به افشای اطلاعات در این سه حوزه پردازند.

لیو و ژانگ<sup>۲</sup> (۲۰۱۷: ۱۰۸۰)، نخیلی و همکاران<sup>۳</sup> (۲۰۱۷: ۴۶)، حساس یگانه و همکاران (۱۳۹۹: ۷) و گروسی و همکاران (۱۳۹۹: ۵۵)، نقش گزارشگری مسئولیت اجتماعی در تعیین ارزش شرکت توسط سهامداران را بررسی کردند. یافته‌های آنان نشان می‌دهد که شرکت‌ها با مسئولیت‌پذیری اجتماعی بالاتر، ارزش بازار بیشتر و هزینه سرمایه کمتری دارند، اما جریان نقدی عملیاتی بالاتری ندارند. در نتیجه، مطابق با پیش‌بینی، استفاده‌کنندگان از گزارش‌های مالی به مقوله مسئولیت‌پذیری اجتماعی توجه دارند و افشای این اطلاعات بار اطلاعاتی داشته و جزء اطلاعات مربوط در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران محسوب می‌شوند.

بروز بیماری کرونا که از اواخر سال ۱۳۹۸ در کشورمان بوجود آمد، باعث شد تا شیوه‌ها و راه‌های مختلف برای قطع زنجیره انسانی به‌عنوان راهکاری برای خروج از این مساله پیاده شود. در دوران همه‌گیری کرونا، انجام مسئولیت‌های اجتماعی توسط شرکت‌ها بیش از پیش اهمیت پیدا کرد و دلیل آن تغییر نیازهای مصرف‌کنندگان با گذر زمان است. نحوه برقراری ارتباط شرکت‌ها با مصرف‌کنندگان، کارکنان و حتی نحوه تعامل آنها با جامعه‌ای که در آن زندگی می‌کنند، از اهمیت بالایی برخوردار است. نکته دیگر این است که ایفای مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها در بحران کرونا

1. Suchman
2. Liu & Zhang
3. Nekhili et al

از دیدگاه جامعه بیش از گذشته، حائز اهمیت بوده و انتظار می رود عملکرد اجتماعی شرکت‌ها و میزان افشای اطلاعات در این حوزه بر واکنش بازار سرمایه گذاران تاثیر گذارد.

کیو و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۲۱: ۹۸)، به بررسی تاثیر مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها بر ارزش آنها در طول پاندمی کووید ۱۹ پرداختند. یافته‌های آنان نشان داد، مشارکت در فعالیتهای مسئولیت اجتماعی بازده سهام را افزایش می دهد. شرکت‌هایی که به دنبال بهبود عملکرد بازار سهام در بحران کرونا هستند، می توانند در مسئولیت اجتماعی سرمایه گذاری نمایند تا از ارزش شرکت محافظت کنند. براین اساس، فرضیه‌های اول تا چهارم پژوهش به شرح زیر تدوین گردید:

فرضیه اول: افشای مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها طی دوره کرونا، بر بازده سهام در کوتاه مدت تاثیر معناداری دارد.

فرضیه دوم: افشای مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها طی دوره کرونا، بر بازده سهام در بلندمدت تاثیر معناداری دارد.

فرضیه سوم: افشای مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها طی دوره کرونا، بر سطح بازده غیرعادی کوتاه مدت تاثیر معناداری دارد.

فرضیه چهارم: افشای مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها طی دوره کرونا، بر سطح بازده غیرعادی بلندمدت تاثیر معناداری دارد.

استراتژی تهاجمی، پیوسته بر ارائه و توزیع محصولاتی تاکید دارد که از سوی مشتریان، منحصر به فرد و واحد تلقی می شوند. این مساله از طریق ارائه کیفیت برتر محصولات، خدمات به مشتریان و دارا بودن نشان تجاری، امکان پذیر می شود. استراتژی توسعه محصول نیز نمونه‌ای است که شرکت‌ها به وسیله آن از مزایای حاصله از اجرا و انجام استراتژی مبتنی بر متمایز ساختن محصولات، برخوردار می گردند. توانایی شرکت‌های تهاجمی، شناخت و بهره گیری از فرصت‌های بازاریابی و تولید محصولات جدید است. پس از بررسی‌های دقیق درباره نیازها و سلیقه خریداران، بایستی به فکر اجرای استراتژی مبتنی بر متمایز ساختن محصولات یا خدمات فروش بود که بدین منظور، باید با متمایز ساختن محصول و رویکردهای بازاریابی بتوان محصولی منحصر به فرد و واحدی را به بازار



ارائه نمود که دارای ویژگی‌های مورد نظر و خاصی برای مصرف‌کنندگان باشد. شرکتی که پیوسته استراتژی تمایز را به گونه‌ای موفقیت‌آمیز به اجرا درآورد، همواره می‌تواند قیمت محصولات خود را نسبت به سایر شرکت‌های رقیب بالاتر تعیین کند، زیرا بر وفاداری مشتریان خود تکیه دارد و مشتریان اینگونه محصولات همواره شیفته و مجذوب ویژگی‌های متمایز و منحصر به فرد این نوع از محصولات خواهند شد. شرکت‌های پیرو استراتژی تهاجمی، به‌طور معمول سرمایه‌گذاری‌های قابل توجه و چشمگیری در دارایی‌های نامشهود (هزینه‌های تحقیق و توسعه)، انجام می‌دهند. شرکت‌های تهاجمی تمایل زیادی به نوآوری و دستیابی به محصولات و برندهای جدید دارند. این موضوع باعث می‌شود که تحلیلگران همواره توجه زیادی به این شرکت‌ها کرده و اطلاعات آنها را به صورت دقیق بررسی و تحلیل نمایند. شرکت‌های تهاجمی ناگزیر به افزایش سطح افشای اختیاری اطلاعات هستند (حاجیها و رنجبرناوی، ۱۳۹۷: ۵۰). میرزائی‌امامچای و همکاران (۱۳۹۷: ۳۴۳) نشان دادند که بکارگیری استراتژی تمایز در محصولات تاثیر مستقیم بر واکنش بازار نسبت به اعلامیه‌های تقسیم سود داشته است. تنانی و همکاران (۱۳۹۸: ۷) نیز دریافتند، استراتژی تمایز به وسیله حاشیه سود بالا که با کیفیت بالای تولیدات و ایجاد برند با سرمایه‌گذاری در دارایی‌های نامشهود حاصل می‌گردد، تاثیر مثبتی بر بازده سهام شرکت و واکنش بازار به اعلام سود، دارد.

پاندمی کرونا شرایطی را در کشور بوجود آورده است که بیشتر کسب و کارها افت داشته و به دنبال راهکارهای مناسب برای بقا می‌اندیشند. بنابراین، کارآفرینان و مدیران ارشد برای کاهش تهدیدها و افزایش امکان بقا و بهره‌گیری از فرصت‌های آتی در دوره پساکرونا به استراتژی‌های تاب‌آوری نیاز دارند. به عبارتی، کسب و کارها برای بقا (تاب‌آوری) بایستی کلان‌نگری داشته باشند. استراتژی‌های تاب‌آوری بر روش‌ها و ابزارهای جدید برای مواجهه با تغییرات پیچیده تاکید دارند که به انطباق‌پذیری و سازگاری سریع در شرایط عدم اطمینان و بهره‌گیری از فرصت‌های جدید کمک می‌کنند. بنابراین، انتظار می‌رود شرکت‌هایی که در بحران کرونا از استراتژی تهاجمی استفاده نمودند، شاهد واکنش مثبت بازار سرمایه باشند. براین اساس، فرضیه پنجم تا هشتم پژوهش به شرح زیر می‌باشد:

فرضیه پنجم: بکارگیری استراتژی تهاجمی در دوره کرونا، بر ارتباط بین افشای مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها و بازده سهام در کوتاه‌مدت تاثیر معناداری دارد.

فرضیه ششم: بکارگیری استراتژی تهاجمی در دوره کرونا، بر ارتباط بین افشای مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها و بازده سهام در بلندمدت تاثیر معناداری دارد.

فرضیه هفتم: بکارگیری استراتژی تهاجمی در دوره کرونا، بر ارتباط بین افشای مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها و سطح بازده غیرعادی در کوتاه مدت تاثیر معناداری دارد.

فرضیه هشتم: بکارگیری استراتژی تهاجمی در دوره کرونا، بر ارتباط بین افشای مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها و سطح بازده غیرعادی در بلندمدت تاثیر معناداری دارد.

### روش‌شناسی پژوهش

پژوهش حاضر از نظر هدف، پژوهشی کاربردی محسوب می‌شود و با توجه به اینکه از اطلاعات تاریخی در آزمون فرضیه‌ها (همبستگی ارتباط بین متغیرها) استفاده شده است، با در نظر گرفتن ماهیت و روشی که در این مطالعه استفاده می‌شود، نوعی تحقیق توصیفی / همبستگی از نوع علی (پس رویدادی) است. در این نوع تحقیق رابطه میان متغیرها بر اساس هدف تحقیق، تحلیل می‌گردد. روش رگرسیون یکی از رویکردهای تحلیل همبستگی می‌باشد که تغییرات در رفتار متغیر وابسته را بر حسب تغییرات متغیر مستقل و کنترلی، تحلیل می‌کند. هر چه همبستگی بین متغیرها بالاتر باشد، به همان اندازه تحلیل روابط متغیرها دقیق‌تر خواهد بود. داده‌های پژوهش با مراجعه به صورت‌های مالی و گزارش‌های سالانه هیئت مدیره شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران گردآوری شده است و با روش کمی و تابلویی تجزیه و تحلیل شدند.

### جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری در این پژوهش، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۹ می‌باشد. از روش حذف سیستماتیک و معیارهای زیر برای محاسبه حجم نمونه استفاده شد: به دلیل متفاوت بودن ماهیت فعالیت شرکت‌های سرمایه‌گذاری، بیمه، لیزینگ و بانک‌ها، این شرکت‌ها از نمونه پژوهش حذف شدند.

برای انتخاب نمونه همگن، قبل از سال ۱۳۹۲ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند و از ابتدای سال ۱۳۹۲، سهام آنها در بورس مورد معامله قرار گیرد.

به منظور انتخاب شرکت‌های فعال، معاملات این شرکت‌ها در طول سال‌های ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۹ در بورس، دچار وقفه نشده باشد. به عبارت دیگر، سهام این شرکت‌ها باید در طول این سال‌ها در بورس، فعال باشد و طول وقفه، نباید بیشتر از سه ماه باشد.

به منظور امکان مقایسه و برای جلوگیری از ناهمگونی، سال مالی آنها منتهی به ۲۹ اسفند باشد. با اعمال این شرایط، ۱۲۹ شرکت از جامعه آماری جهت انجام آزمون‌ها انتخاب شدند و تعداد ۱۰۳۲ مشاهده سال/ شرکت، جهت انجام آزمون‌های آماری در دسترس بود. پس از آماده‌سازی داده‌ها در نرم‌افزار اکسل، تجزیه و تحلیل نهایی با نرم‌افزار آماری ایویوز و استاتا انجام شد.

### مدل‌های پژوهش

با توجه به اینکه هدف شناسایی تغییرات متغیر وابسته با توجه به تغییرات متغیرهای مستقل است، برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از روش رگرسیون چند متغیره با داده‌های ترکیبی استفاده شد. بر این اساس، برای آزمون تاثیر افشای مسئولیت اجتماعی بر واکنش بازار و بازده غیرعادی در دوره کرونا مبتنی بر پژوهش کیو و همکاران (۲۰۲۱) از مدل‌های شماره ۱ و ۲ استفاده شد.

$$R_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 CSR_{i,t} + \beta_2 COVID19_{i,t} + \beta_3 CSR_{i,t} \times COVID19_{i,t} + \beta_4 SIZE_{i,t} + \beta_5 Sales\_G_{i,t} + \beta_6 Profitability_{i,t} + \beta_7 LOSS_{i,t} + \beta_8 LEV_{i,t} + \beta_9 OWNCON_{i,t} + \beta_{10} BRDEXP_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$E_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 CSR_{i,t} + \beta_2 COVID19_{i,t} + \beta_3 CSR_{i,t} \times COVID19_{i,t} + \beta_4 SIZE_{i,t} + \beta_5 Sales\_G_{i,t} + \beta_6 Profitability_{i,t} + \beta_7 LOSS_{i,t} + \beta_8 LEV_{i,t} + \beta_9 OWNCON_{i,t} + \beta_{10} BRDEXP_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

برای سنجش تاثیر استراتژی تجاری بر رابطه افشای مسئولیت اجتماعی بر واکنش بازار و بازده غیرعادی در دوره کرونا مبتنی بر پژوهش کیو و همکاران (۲۰۲۱) از مدل رگرسیون شماره ۳ و ۴ استفاده شد.

$$R_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 CSR_{i,t} + \beta_2 COVID19_{i,t} + \beta_3 Prospector_{i,t} + \beta_4 CSR_{i,t} \times COVID19_{i,t} \times Prospector_{i,t} + \beta_5 SIZE_{i,t} + \beta_6 Sales\_G_{i,t} + \beta_7 Profitability_{i,t} + \beta_8 LOSS_{i,t} + \beta_9 LEV_{i,t} + \beta_{10} OWNCON_{i,t} + \beta_{11} BRDEXP_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

$$E_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 CSR_{i,t} + \beta_2 COVID19_{i,t} + \beta_3 Prospector_{i,t} + \beta_4 CSR_{i,t} \times COVID19_{i,t} \times Prospector_{i,t} + \beta_5 SIZE_{i,t} + \beta_6 Sales\_G_{i,t} + \beta_7 Profitability_{i,t} + \beta_8 LOSS_{i,t} + \beta_9 LEV_{i,t} + \beta_{10} OWNCON_{i,t} + \beta_{11} BRDEXP_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (۴)$$

### متغیرهای پژوهش

#### متغیرهای وابسته:

بازده سهام ( $R_{it}$ ): برابر است با نسبت حاصل جمع تفاوت بین قیمت بازار هر سهم در سال  $t$  و قیمت بازار هر سهم در سال  $t-1$  به علاوه سایر عواید ناشی از خرید و نگهداری سهم مانند مزایای ناشی از سود نقدی سهام، تقسیم بر قیمت بازار هر سهم در سال  $t-1$  است. بازده سهام برای دوره کوتاه مدت ۱۰ روزه، یک ماه بعد از ارائه صورت‌های مالی و دوره بلندمدت یکساله محاسبه شده است. بازده غیرعادی سهام ( $E_{i,t}$ ): ابتدا با استفاده از مدل بازار، بازده ذاتی شرکت محاسبه شد.

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it} \quad (۱)$$

در رابطه (۱)،  $R$  بازده سهام شرکت،  $R_m$  بازده بازار است و  $\varepsilon$  بازده غیرعادی سهام شرکت است. لازم به ذکر است که برای اندازه‌گیری بازده غیرعادی سهام قیمت بازار هر سهم در سال  $t$ ، دوره کوتاه مدت ۱۰ روز و یک ماه بعد از ارائه صورت‌های مالی و دوره بلندمدت یکساله در نظر گرفته شد.

#### متغیرهای مستقل

مسئولیت اجتماعی (CSR): در تحقیقات داخلی اخیر از پرسشنامه و فهرست موارد افشای مسئولیت اجتماعی شرکت برای سنجش این متغیر استفاده شده است. سنجش بر اساس فهرست موارد افشا به دلیل قابلیت اتکای بالای داده‌ها و در دسترس بودن این داده‌ها، رایج‌تر است. فهرست موارد افشا، نماینده فعالیت‌های شرکت در زمینه مسئولیت اجتماعی است و مشارکت در فعالیت‌ها، توجه شرکت به مسئولیت اجتماعی را نشان می‌دهد. در پژوهش حاضر نیز برای سنجش مسئولیت اجتماعی شرکت، از فهرست موارد افشای متشکل از پنج بعد شامل مسائل زیست‌محیطی، کیفیت محصولات،

منابع انسانی، مسئولیت‌های شرکت در قبال جامعه و رعایت حقوق مشتریان، ۳۰ مؤلفه انتخاب شد. داده‌های مربوط به این مؤلفه‌ها از گزارش فعالیت هیئت‌مدیره شرکت، استخراج شد. در نهایت این متغیر بر اساس نسبت موارد افشا شده به کل موارد قابل افشا (۳۰ مؤلفه) برای هر سال / شرکت محاسبه شد. فهرست موارد افشای مسئولیت اجتماعی شرکت در نگاره (۱) ارائه شده است.

**نگاره (۱): فهرست موارد افشای مسئولیت اجتماعی شرکت**

ابعاد	نماد	ردیف	مؤلفه‌ها
مسائل زیست محیطی	CSR_1	۱	تعاملات و همکاری فعال با اداره محیط زیست (مثل برگزاری مراسم در روز هوای پاک، برای فرهنگ سازی و ایجاد و حفظ فضای سبز)
		۲	حفظ منابع طبیعی (مثل بازیافت یا جلوگیری از ضایعات)
		۳	سرمایه گذاری در پروژه‌های زیست محیطی (مثل توسعه و اکتشاف منابع جدید و استفاده از آن)
		۴	جلوگیری از خسارات زیست محیطی / مدیریت پسماند و پساب (مثل دفع بهداشتی زباله‌ها)
		۵	بررسی اثرات مسائل زیست محیطی (مثل اندازه گیری برخط پارامترهای زیست محیطی / اندازه گیری آلاینده‌های زیست محیطی)
کیفیت محصولات	CSR_2	۶	جایگاه شرکت در صنعت / سهم بازار شرکت
		۷	نوآوری / تحقیق و توسعه
		۸	افزایش کیفیت محصول / خدمت
		۹	ایمنی و سلامت محصول
منابع انسانی	CSR_3	۱۰	اطلاعات مربوط به کارکنان (مثل تعداد کارکنان / نوع استخدام / گروه سنی / جنسیت)
		۱۱	ارزیابی دوره‌ای کارکنان و ایجاد طرح‌های انگیزشی (مثل تقدیر از کارکنان نمونه در مناسبت‌های مختلف)
		۱۲	سهم تحت تملک کارکنان
		۱۳	آموزش مدیریت بحران و اطفای حریق به کارکنان
		۱۴	وجود دایره فعال در بهداشت و درمان کارکنان (معاینات دوره‌ای کارکنان)
		۱۵	ایمنی در محیط کار
		۱۶	برنامه‌های آموزشی کارکنان

مؤلفه‌ها	ردیف	نماد	ابعاد
تعاملات مدیران با کارکنان (مثل نظرسنجی و ارتباط با کارکنان)	۱۷		
اعطای تسهیلات، پاداش، بیمه تکمیلی و سایر مزایا به کارکنان	۱۸		
فعالیت‌های رفاهی، تفریحی و ورزشی کارکنان	۱۹		
سرمایه‌گذاری اجتماعی/ حمایت از فعالیت‌های عام‌المنفعه (مثل همکاری با دولت در فعالیت‌های مذهبی و فرهنگی)	۲۰	CSR_4	مسئولیت‌های جامعه
گزارش مصرف انرژی و تلاش در زمینه کاهش و بهینه‌سازی آن (مثل نصب چراغ کم مصرف)	۲۱		
کنترل و کاهش آلودگی هوا (مثل نصب دستگاه غبارگیر و اخذ معاینه فنی برای خودروها)	۲۲		
همکاری با دانشگاه‌ها و مراکز تحقیقی (مثل جذب کارآموز و دانشجوی پاره وقت)	۲۳		
کمک‌های خیریه (مثل همکاری با موسسات خیریه و کمک به آن‌ها)	۲۴		
اقدام جهت جلوگیری و مقابله با فساد، رشوه و پول‌شویی	۲۵		
توسعه صادرات محصول/ کاهش واردات مواد و قطعات	۲۶		
ایجاد اشتغال	۲۷		
سیستم گزارش تخلفات، انتقادات و پیشنهادها	۲۸		
پاسخگویی به نیاز مشتری (مثل اقدامات مربوط به افزایش رضایت مشتری)	۲۹		
گارانتی، خدمات پس از فروش و ارائه مزایای دیگر به مشتریان	۳۰		

### متغیر تعدیلگر

کرونا (COVID 19): متغیر مجازی است که برای سال ۹۹ برابر ۱ و در غیر این صورت صفر است.

استراتژی تجاری تهاجمی (ols): برای ایجاد نمره استراتژی از ۵ پارامتر ارائه شده در تحقیقات قبلی که عبارتند از: نرخ رشد فروش، نسبت کارکنان به فروش، نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری (ایتنر و همکاران<sup>۱</sup>، ۱۹۹۷: ۲۳۶)، نسبت هزینه تبلیغات به کل فروش و نسبت دارایی‌های ثابت به جمع کل دارایی‌ها (مایلز و اسنو، ۱۹۷۸: ۵۵۲؛ همبریک، ۱۹۸۳: ۱۳)، استفاده می‌شود. برای هر یک از چهار

متغیر اول، شرکت‌هایی که در پنجم (۲۰٪) بالا قرار دارند، نمره ۵ را کسب می‌کنند و شرکت‌هایی که در پنجم بعدی قرار دارند، نمره ۴ را کسب می‌کنند و الی آخر. برای متغیر پنجم برعکس است؛ شرکت‌هایی که در پنجم بالا قرار دارند، نمره ۱ را کسب می‌کنند و شرکت‌هایی که در پنجم بعدی قرار دارند، نمره ۲ را کسب می‌کنند و الی آخر. سپس، نمره مربوط به هر شرکت در هر سال جمع می‌شود. حداکثر نمره استراتژی که شرکت می‌تواند کسب کند ۲۵ و حداقل نمره استراتژی یک شرکت ۵، است. بالاترین نمره، نمایانگر شرکت‌هایی است که به دنبال نوآوری و ریسک بیشتر هستند و پایین‌ترین نمره، نمایانگر شرکت‌هایی است که در پی حداقل کردن هزینه‌های خود هستند. بنابراین، هر چه نمره استراتژی افزایش می‌یابد، نشان‌دهنده این است که تمایل شرکت‌ها برای ریسک و نوآوری و ایجاد ساختار انعطاف‌پذیر در سازمان افزایش می‌یابد. متغیرهای این روش عبارتند از: نرخ رشد فروش (Growth): نرخ رشد فروش به‌عنوان معیاری استفاده می‌شود که گرایش شرکت‌ها را به نوآوری نشان می‌دهد. شرکت‌هایی که به دنبال نوآوری در محصولات خود هستند، نسبت به سایر شرکت‌ها از نرخ رشد فروش بیشتری برخوردار هستند (همبریک، ۱۹۸۳: ۱۱). بولو و همکاران (۱۳۹۱: ۱۲) در مقاله خود تحت عنوان رابطه بین وجه‌نقد بیشتر و کمتر از حد بهینه، با عملکرد آینده شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، در مدل خود با توجه به شرایط کشور برخی از متغیرها را تعدیل کرده‌اند. آنها بجای نسبت هزینه‌های تحقیق و توسعه به فروش از متغیر نرخ رشد فروش استفاده نمودند. استفاده از نرخ رشد فروش نیز بر اساس این استدلال صورت گرفته است. بنابراین، در این پژوهش نیز از نرخ رشد فروش به‌عنوان یک عامل اندازه‌گیری استراتژی شرکت استفاده شد.

نسبت کارکنان به فروش (sale): معیاری از توانایی شرکت برای تولید و توزیع محصولات و خدمات خود به‌صورت کارآمد، است (توماس و ولتهوس<sup>۱</sup>، ۱۹۹۰: ۶۷۰). در واقع این معیار برای سنجش بهره‌وری کارکنان مورد استفاده قرار می‌گیرد. انتظار می‌رود شرکت‌هایی که به دنبال حداقل کردن هزینه‌ها هستند برای این معیار، به ازای هر ریال فروش، کارکنان کمتری داشته باشند (هیگینز و همکاران<sup>۲</sup>، ۲۰۱۵: ۶۷۹).

1. Thomas & Velthouse  
2. Higgins et al

نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری (MTB): معیاری برای رشد شرکت و فرصت‌های سرمایه‌گذاری، است (اسمیت و واتز<sup>۱</sup>، ۱۹۹۲: ۲۶۸؛ بوشمن و همکاران<sup>۲</sup>، ۱۹۹۶: ۱۶۶). انتظار می‌رود شرکت‌های دارای نوآوری، فرصت‌های رشد و سرمایه‌گذاری بیشتری داشته باشند (هیگینز و همکاران، ۲۰۱۵: ۶۷۸).

نسبت هزینه تبلیغات به کل فروش (Market): به‌عنوان معیاری که میزان تاکید شرکت را بر روی بازاریابی و فروش نشان می‌دهد، است (دایرنگ و همکاران<sup>۳</sup>، ۲۰۰۸: ۶۶). شرکت‌های دارای نوآوری و ریسک بیشتر، زمان بیشتری را صرف ایجاد انگیزش، آموزش و اطلاع‌رسانی به مشتریان خود می‌کنند، بنابراین انتظار می‌رود این نوع شرکت‌ها از هزینه تبلیغات بالاتری برخوردار باشند (هیگینز و همکاران، ۲۰۱۵: ۶۷۸).

نسبت دارایی‌های ثابت به جمع کل دارایی‌ها (دارایی‌های ثابت برابر است با اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات) (Fixed Asset): این معیار تحت عنوان نسبت سرمایه یا نسبت دارایی‌های ثابت تعریف شده است. شرکت‌هایی که تمایل به نوآوری و ایجاد محصول جدید با اتکا به کارمندان خود دارند، تعهد کمتری به اجرای یک تکنولوژی واحد دارند. بنابراین، نسبت دارایی‌های ثابت در این نوع شرکت‌ها پایین است (بنتلی و همکاران<sup>۴</sup>، ۲۰۱۰: ۴۱۳).

سپس، شرکت‌هایی که امتیاز آن‌ها کمتر از ۱۵ باشد، به‌عنوان شرکت‌های با استراتژی تدافعی و شرکت‌هایی که امتیازشان برابر یا بیش از ۱۵ باشد، به‌عنوان شرکت‌های با استراتژی تهاجمی طبقه‌بندی می‌شوند (صفری گرابلی و پسته نوئی، ۱۳۹۸: ۱۳۸).

### متغیرهای کنترلی

اندازه شرکت (SIZE): اندازه شرکت برابر با لگاریتم طبیعی ارزش دفتری کل دارایی‌های شرکت است. رشد فروش (Sales\_G): نسبت تغییرات فروش شرکت، است.

سودآوری (Profitability): نسبت سود خالص به کل دارایی‌ها، است.

زیان‌دهی (LOSS): اگر شرکت در سال جاری زیان‌ده باشد عدد یک و در غیراین صورت، عدد صفر، لحاظ می‌شود.

1. Smith & Watts
2. Bushman et al
3. Dyreng et al
4. Bentley et al



اهرم مالی (LEV): برابر نسبت ارزش دفتری کل بدهی‌ها به ارزش دفتری کل دارایی‌های شرکت است. تمرکز مالکیت (OWNCON): برابر با مجموع درصد سهام نگهداری شده به وسیله سهامداران دارنده بالای پنج درصد از کل سهام شرکت، است. تخصص مالی هیات‌مدیره (BRDEXP): درصد اعضای هیات‌مدیره دارای تخصص مالی، است.

### آمار توصیفی

به منظور بررسی مشخصات عمومی متغیرها و تجزیه و تحلیل دقیق آنها، آشنایی با آمار توصیفی مربوط به متغیرها لازم است. نگاره (۲)، آمار توصیفی داده‌های مربوط به متغیرهای مورد استفاده در پژوهش را نشان می‌دهد. آمار توصیفی مربوط به ۱۲۹ شرکت نمونه طی دوره زمانی ۸ ساله (۱۳۹۲ تا ۱۳۹۹) می‌باشد.

نگاره (۲): آمار توصیفی متغیرهای کمی پژوهش

نام متغیر	نماد	میانگین	انحراف معیار	حداقل	حداکثر
بازده سهام یکساله	R	۰/۹۵۷	۱/۲۷۳۱	-۰/۴۸۵۸	۵/۲۸۶۹
بازده سهام ۳۰ روز بعد از مجمع	R	۰/۹۵۹	۱/۲۵۱	-۰/۴۹۵	۵/۳۱۸
بازده سهام ۱۰ روز بعد از مجمع	R	۰/۹۷۴	۱/۲۷۲	-۰/۴۷	۵/۲۴۷
بازده غیرعادی سهام یکساله	E	۰/۷۸۸	۱/۲۳۶۸	-۲/۷۸۳۶	۵/۵۲۴۹
بازده غیرعادی ۳۰ روز بعد از مجمع	E	۰/۷۹۱	۱/۴۳۱	-۲/۶۶	۵/۳۲۱
بازده غیرعادی ۱۰ روز بعد از مجمع	E	۰/۷۹۵	۱/۴۴۲	-۲/۲۳۶	۵/۵۲۴
مسئولیت اجتماعی	CSR	۰/۶۶۷	۰/۱۲۱۱	۰/۲۳۳۳	۰/۸۶۶۷
اندازه شرکت	SIZE	۱۴/۹۵۱۷	۱/۴۵۶۵	۱۱/۰۳۵۲	۲۰/۷۶۸۶
رشد فروش	SaleG	۰/۳۲۴۵	۰/۴۵۰۶	-۰/۵۷۷	۲/۸۹۳۳
سودآوری	Profitability	۰/۱۳۹۷	۰/۱۵۳۳	-۰/۲۸۹	۰/۵۷۷۹
اهرم مالی	LEV	۰/۵۶۵۳	۰/۲۱۰۱	۰/۰۳۱۴	۱/۳۲۲۷
تمرکز مالکیت	OWNCON	۰/۷۰۷۳	۰/۱۸۶۸	۰/۱۱	۰/۹۷۷۵
تخصص مالی هیات مدیره	BRDEXP	۰/۱۰۸۱	۰/۱۳۴	۰	۰/۸

میانگین بازده سالانه سهام شرکت برابر با ۰/۹۵ است؛ یعنی در شرکت‌های عضو نمونه به‌طور میانگین بازده سهام ۹۵ درصد بوده است. رشد فروش برابر با ۳۲ درصد است که حاکی از آن است که شرکت‌های عضو نمونه به‌طور میانگین ۳۲ درصد افزایش فروش نسبت به سال قبل داشته‌اند. میانگین سودآوری برابر با ۱۳ درصد

است؛ یعنی به طور میانگین شرکت‌ها به میزان ۱۳ صدم دارایی‌ها سودآوری داشته‌اند. مقدار میانگین برای متغیر اهرم مالی برابر با ۵۶ می‌باشد که نشان می‌دهد در شرکت‌های عضو نمونه به طور میانگین ۵۶ درصد از کل دارایی‌ها از تامین مالی از طریق بدهی‌ها تشکیل شده است.

### آمارهای توصیفی متغیر کیفی

در نگاره (۳) آماره‌های توصیفی متغیرهای کمی پژوهش ارائه شده است.

#### نگاره (۳): توزیع فراوانی متغیر کیفی

توضیحات	تعداد	درصد
شرکت‌هایی که زیان‌ده نیستند	۹۲۶	۸۹/۷۳
شرکت‌هایی که زیان‌ده هستند	۱۰۶	۱۰/۲۷
شرکت‌هایی که استراتژی تدافعی دارند	۴۴۱	۴۲/۷۳
شرکت‌هایی که استراتژی تهاجمی دارند	۵۹۱	۵۷/۲۷
مجموع	۱۰۳۲	۱۰۰

همانطور که در نگاره (۲) قابل مشاهده است، تعداد ۱۰۶ شرکت سال یعنی ۱۰/۲۷ درصد شرکت‌ها، زیان‌ده هستند و ۹۲۶ مشاهده معادل ۸۹/۷۳ درصد شرکت‌ها زیان‌ده نیستند. بنابراین، حدود ۹۰ درصد نمونه پژوهش شامل شرکت‌های سودآور هستند. همچنین، تعداد ۵۹۱ مشاهده، یعنی ۵۷/۲۷ درصد شرکت‌ها استراتژی تهاجمی و ۴۴۱ مشاهده معادل ۴۲/۷۳ درصد شرکت‌ها دارای استراتژی تدافعی هستند که نشان می‌دهد، شرکت‌های نمونه پژوهش بیشتر تمایل به استراتژی تهاجمی دارند.

### یافته‌های پژوهش

#### آزمون فرضیه اول و دوم پژوهش

در آزمون مدل اول پژوهش به بررسی فرضیه‌های اول و دوم پرداخته شده است. نتایج در نگاره (۴) نشان داده شده است. ضریب تعیین برابر با ۲۳ درصد می‌باشد که نشان می‌دهد متغیرهای مستقل و کنترلی موجود در مدل توانسته‌اند ۲۳ درصد از تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند. آماره والد برابر با ۴۳/۲۵ و سطح معناداری آن کمتر از ۵ درصد می‌باشد. بنابراین، می‌توان گفت که مدل برازش

شده از اعتبار کافی برخوردار است. آزمون هم خطی نشان می‌دهد عامل تورم واریانس در متغیرهای مدل وجود ندارد.

#### نگاره (۴): نتیجه برآورد مدل اول پژوهش

متغیر وابسته: واکنش بازار سرمایه گذاران

متغیر	۱۰ روز بعد از مجمع			۳۰ روز بعد از مجمع			پایان سال
	ضرب	آماره Z	سطح معناداری	ضرب	آماره Z	سطح معناداری	
مسئولیت اجتماعی	۰/۴۳۸	۱/۵۷	۰/۱۱۷	۰/۴۳۵	۱/۵۶	۰/۱۲۰	۰/۰۷۸
کرونا	-۱/۲۶۸	-۰/۹۷	۰/۳۳۴	-۱/۲۱۵	-۰/۹۳	۰/۳۵۴	۰/۰۰۰
مسئولیت اجتماعی	۰/۴۸۰	۰/۵۷	۰/۵۶۶	۰/۳۸۸	۰/۴۷	۰/۶۴۲	۰/۰۲۲
ضرب در کرونا							
اندازه شرکت	۰/۰۱۸	۰/۰۳	۰/۹۸۰	-۰/۰۲۲	-۰/۰۳	۰/۹۷۵	۰/۴۷۴
رشد فروش	۰/۸۷۲	۳/۸۴	۰/۰۰۰	۰/۸۷۱	۳/۸۳	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰
سودآوری	۲/۳۲۸	۲/۹۲	۰/۰۰۳	۲/۳۲۷	۲/۹۲	۰/۰۰۴	۰/۰۰۰
زیان دهی	۰/۳۲۸	۱/۸۵	۰/۰۶۴	۰/۳۳۱	۱/۸۷	۰/۰۶۲	۰/۰۰۷
اهرم مالی	۰/۳۰۲	۰/۷۷	۰/۴۴۲	۰/۲۹۸	۰/۷۶	۰/۴۵۰	۰/۰۰۱
تمرکز مالکیت	-۰/۷۸۸	-۲/۲۹	۰/۰۲۲	-۰/۷۷۹	-۲/۲۵	۰/۰۲۵	۰/۰۰۰
تخصص مالی	-۰/۰۸۲	-۰/۲۹	۰/۷۷۴	-۰/۰۶۲	-۰/۲۲	۰/۸۲۵	۰/۷۲۱
هیات مدیره							
عرض از مبدا	۱/۱۰۲	۱/۰۵	۰/۲۹۳	۱/۱۵۲	۱/۱۱	۰/۲۶۷	۰/۰۹۵
آماره والد		۲۸/۶۱			۳۰/۵۴		۴۳/۲۵
سطح معنی داری والد		۰/۰۰۱۴			۰/۰۰۰۷		۰/۰۰۰۰
ضرب تعیین	۰/۱۷۶۹			۰/۱۷۷۲			۰/۲۳۸۹
آزمون اف لیمر	۱/۲۵ (۰/۰۳۷۶)			۱/۲۷ (۰/۳۱۱)			۱/۲۸ (۰/۰۲۶۴)
آزمون هاسمن	۱۲۴/۲۶ (۰/۰۰۰۰)			۱۲۶/۵۲ (۰/۰۰۰۰)			۱۲۹/۹۱ (۰/۰۰۰۰)
آزمون ناهمسازی	۹۵۴/۰۷ (۰/۰۰۰۰)			۹۴۸/۳۶ (۰/۰۰۰)			۱۱۶۴/۶۸ (۰/۰۰۰۰)
واریانس							
خودهمبستگی آزمون	۸۱/۴۶۷ (۰/۰۰۰۰)			۸۲/۱۴۶ (۰/۰۰۰۰)			۷۹/۰۱۲ (۰/۰۰۰۰)

نتایج نگاره (۴) نشان می‌دهد که بحران کرونا تاثیر منفی و معناداری بر بازدهی سهام شرکت‌ها طی عملیات یکساله داشته، اما در بازه زمانی کوتاه مدت تاثیر معناداری مشاهده نگردید. همچنین، یافته‌ها نشان

می‌دهد، متغیر مسئولیت‌اجتماعی ضرب در کرونا برای بازه زمانی کوتاه‌مدت ۱۰ روز و ۳۰ روزه دارای سطح معنی‌داری بیشتر از ۵ درصد است. بنابراین، افشای مسئولیت‌اجتماعی شرکت‌ها بر بازده سهام در بازه زمانی کوتاه‌مدت تاثیر ندارد. به عبارتی، سرمایه‌گذاران در کوتاه‌مدت توجهی به ایفای نقش مسئولیت‌اجتماعی شرکت‌ها نداشته و این متغیر در کوتاه‌مدت نمی‌تواند بر بازده سهام شرکت اثر گذاشته و واکنش سرمایه‌گذاران را به دنبال داشته باشد. همچنین، نتایج نشان می‌دهد که متغیر مسئولیت‌اجتماعی ضرب در کرونا، در دوره بلندمدت یکساله دارای سطح معنی‌داری کمتر از ۵ درصد و ضریب آن عددی مثبت است. بنابراین، در بحران کرونا، سطح افشای مسئولیت‌اجتماعی شرکت‌ها بر واکنش سرمایه‌گذاران تاثیر مستقیم دارد و فرضیه دوم در سطح اطمینان ۹۵ درصد پذیرفته می‌شود.

#### آزمون فرضیه سوم و چهارم پژوهش

در آزمون مدل دوم پژوهش به بررسی فرضیه‌های سوم و چهارم پرداخته شد. یافته‌های این برآورد در نگاره (۵) ارائه شده است. ضریب تعیین برابر با ۱۴ درصد می‌باشد که نشان می‌دهد متغیرهای مستقل و کنترلی موجود در مدل توانسته‌اند ۱۴ درصد از تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند. آماره والد برابر با ۱۹۹/۴۵ و سطح معناداری آن کمتر از ۵ درصد می‌باشد. بنابراین، می‌توان گفت که مدل برازش شده از اعتبار کافی برخوردار است. آزمون هم‌خطی نشان می‌دهد عامل تورم واریانس در متغیرهای مدل وجود ندارد.

نتایج در نگاره (۵) نشان می‌دهد که بحران کرونا تاثیر منفی و معناداری بر بازده غیرعادی سهام شرکت‌ها طی عملیات یکساله داشته، اما در بازه زمانی کوتاه‌مدت تاثیر معناداری مشاهده نگردید. همچنین، یافته‌ها نشان می‌دهد، متغیر مسئولیت‌اجتماعی ضرب در کرونا برای بازه زمانی کوتاه‌مدت ۱۰ روز و ۳۰ روزه دارای سطح معنی‌داری بیشتر از ۵ درصد است. بنابراین، افشای مسئولیت‌اجتماعی شرکت‌ها بر سطح بازده غیرعادی در بازه زمانی کوتاه‌مدت تاثیر ندارد. به عبارتی، سرمایه‌گذاران در کوتاه‌مدت توجهی به ایفای نقش مسئولیت‌اجتماعی شرکت‌ها نداشته و این متغیر در کوتاه‌مدت نمی‌تواند بر بازده غیرعادی سهام شرکت اثر گذاشته و واکنش سرمایه‌گذاران را به دنبال داشته باشد.

#### نگاره (۵): نتیجه برآورد مدل دوم پژوهش

متغیر وابسته: سطح بازده غیرعادی

متغیر	۱۰ روز بعد از مجمع			۳۰ روز بعد از مجمع			پایان سال		
	ضرب	آماره Z	سطح معناداری	ضرب	آماره Z	سطح معناداری	ضرب	آماره Z	سطح معناداری
مسئولیت اجتماعی	۰/۵۷۸	۱/۵۱	۰/۱۳۰	۰/۵۸۱	۱/۵۱	۰/۱۳۱	۰/۵۴۴	۲/۲۹	۰/۰۲۲
کرونا	-۲/۵۳۵	-۱/۷۱	۰/۰۸۸	-۲/۵۹۲	-۱/۷۵	۰/۰۸۱	-۳/۰۰۱	-۵/۸۴	۰/۰۰۰
مسئولیت اجتماعی	۰/۸۹۱	۰/۵۲	۰/۶۰	۰/۹۲۱	۰/۶۱	۰/۵۴۲	۱/۶۱۳	۲/۱۹	۰/۰۲۸
ضرب در کرونا									
اندازه شرکت	-۰/۰۹۷	-۱/۳۵	۰/۱۷۷	-۰/۰۹۵	-۱/۳۳	۰/۱۸۵	-۰/۱۰۷	-۴/۶۹	۰/۰۰۰
رشد فروش	۰/۸۰۲	۴/۱۵	۰/۰۰۰	۰/۸۰۰	۴/۱۳	۰/۰۰۰	۰/۵۸۲	۷/۴۸	۰/۰۰۰
سودآوری	۰/۵۴۴	۰/۸۸	۰/۴۳۷	۰/۵۲۶	۰/۷۵	۰/۴۵۲	۰/۸۹۳	۳/۲۸	۰/۰۰۱
زیان‌دهی	-۰/۰۲۱	-۰/۱۱	۰/۹۱۲	-۰/۰۲۷	-۰/۱۴	۰/۸۸۸	۰/۰۷۱	۰/۵۷	۰/۵۶۵
اهرم مالی	۰/۲۸۳	۰/۸۸	۰/۳۸۰	۰/۲۸۵	۰/۸۹	۰/۳۷۴	۰/۳۶۷	۱/۸۰	۰/۰۷۲
تمرکز مالکیت	-۰/۲۵۳	-۰/۷۵	۰/۴۵۲	-۰/۲۵۸	-۰/۷۶	۰/۴۴۵	-۰/۲۹۳	-۱/۸۸	۰/۰۶۰
تخصیص مالی	۰/۰۶۹	۰/۲۱	۰/۸۳۶	۰/۰۷۰	۰/۲۱	۰/۸۳۵	-۰/۰۱۱	-۰/۰۶	۰/۹۵۵
هیات‌مدیره									
عرض از مبدا	۱/۷۴۰	۱/۶۲	۰/۱۰۶	۱/۷۲۶	۱/۶۰	۰/۱۱۰	۱/۷۲۶	۴/۶۷	۰/۰۰۰
آماره والد	۳۶/۷۱	۳۶/۷۱	۰/۰۰۰۱	۳۵/۰۳	۳۵/۰۳	۰/۰۰۰۱	۱۹۹/۴۵	۱۹۹/۴۵	۰/۰۰۰۰
سطح معنی‌داری والد	۰/۰۰۰۱	۰/۰۰۰۱	۰/۰۰۰۱	۰/۰۰۰۱	۰/۰۰۰۱	۰/۰۰۰۱	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰
ضرب تعیین	۰/۱۵۱۶	۰/۱۵۱۶	۰/۱۵۱۶	۰/۱۴۸۱	۰/۱۴۸۱	۰/۱۴۸۱	۰/۱۴۸۱	۰/۱۴۸۱	۰/۱۴۸۱
آزمون اف‌لیمر	(۰/۰۰۷۵) ۱/۳۶	(۰/۰۰۷۵) ۱/۳۶	(۰/۰۰۷۵) ۱/۳۶	(۰/۰۰۷۵) ۱/۳۶	(۰/۰۰۷۵) ۱/۳۶	(۰/۰۰۷۵) ۱/۳۶	(۰/۰۰۷۵) ۱/۳۶	(۰/۰۰۷۵) ۱/۳۶	(۰/۰۰۷۵) ۱/۳۶
آزمون هاسمن	(۰/۰۰۱۰) ۲۹/۴۸	(۰/۰۰۱۰) ۲۹/۴۸	(۰/۰۰۱۰) ۲۹/۴۸	(۰/۰۰۰۸) ۳۰/۲۹	(۰/۰۰۰۸) ۳۰/۲۹	(۰/۰۰۰۸) ۳۰/۲۹	(۰/۰۰۰۸) ۳۰/۲۹	(۰/۰۰۰۸) ۳۰/۲۹	(۰/۰۰۰۸) ۳۰/۲۹
آزمون ناهمسانی	(۰/۰۰۰۰) ۱۴۸۶۵/۵۷	(۰/۰۰۰۰) ۱۴۸۶۵/۵۷	(۰/۰۰۰۰) ۱۴۸۶۵/۵۷	(۰/۰۰۰۰) ۱۴۸۲/۲۰	(۰/۰۰۰۰) ۱۴۸۲/۲۰	(۰/۰۰۰۰) ۱۴۸۲/۲۰	(۰/۰۰۰۰) ۱۴۸۲/۲۰	(۰/۰۰۰۰) ۱۴۸۲/۲۰	(۰/۰۰۰۰) ۱۴۸۲/۲۰
واریانس									
خودهمبستگی	(۰/۰۰۰۵) ۱۲/۶۶۷	(۰/۰۰۰۵) ۱۲/۶۶۷	(۰/۰۰۰۵) ۱۲/۶۶۷	(۰/۰۰۰۸) ۱۱/۸۹۸	(۰/۰۰۰۸) ۱۱/۸۹۸	(۰/۰۰۰۸) ۱۱/۸۹۸	(۰/۰۰۰۸) ۱۱/۸۹۸	(۰/۰۰۰۸) ۱۱/۸۹۸	(۰/۰۰۰۸) ۱۱/۸۹۸
آزمون									

همچنین، یافته‌ها نشان می‌دهد که متغیر مسئولیت اجتماعی ضرب در کرونا در دوره بلندمدت یکساله دارای سطح معنی‌داری کمتر از ۵ درصد و ضرب آن عددی مثبت است. بنابراین، در بحران کرونا، سطح افشای مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها بر بازده غیرعادی تاثیر مستقیم و معنی‌داری دارد. بنابراین، فرضیه چهارم پژوهش تایید می‌شود.

### آزمون فرضیه های پنجم و ششم پژوهش

مدل سوم پژوهش، نقش استراتژی تهاجمی در دوره کرونا بر ارتباط بین افشای مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها و واکنش سرمایه‌گذاران در دوره کوتاه‌مدت و بلندمدت را تحلیل نموده است. یافته‌های در نگاره (۶) نشان داده شده است. یافته‌ها حاکی از آن است که ضریب تعیین برابر با ۲۷ درصد است که نشان می‌دهد متغیرهای مستقل و کنترلی موجود در مدل توانسته‌اند ۲۷ درصد از تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند. آماره والد برابر با ۳۷/۶۹ و سطح معناداری آن کمتر از ۵ درصد می‌باشد. بنابراین، می‌توان گفت که مدل برازش شده از اعتبار کافی برخوردار است. آزمون هم خطی نشان می‌دهد عامل تورم واریانس در متغیرهای مدل وجود ندارد.

#### نگاره (۶): نتیجه برآورد مدل سوم پژوهش

متغیر	۱۰ روز بعد از مجمع			۳۰ روز بعد از مجمع			پایان سال	
	ضریب	آماره Z	سطح معناداری	ضریب	آماره Z	سطح معناداری	ضریب	آماره Z
مسئولیت اجتماعی	۰/۳۷۸	۱/۶۱	۰/۱۰۸	۰/۳۶۴	۱/۴۳	۰/۱۵۴	۰/۲۸۱	۱/۲۱
کرونا	-۰/۶۹۶	-۰/۷۹	۰/۴۲۸	-۰/۵۹۷	-۰/۶۵	۰/۵۱۹	-۰/۴۰۸	-۱/۷۶
استراتژی تهاجمی	۰/۶۳۲	۴/۲۴	۰/۰۰۰	۰/۶۰۲	۳/۸۲	۰/۰۰۰	۰/۵۲۰	۷/۵۶
مسئولیت اجتماعی ضرب در کرونا تهاجمی	-۰/۷۴۶	-۱/۵۱	۰/۱۳۲	-۰/۷۶۷	-۱/۶۰	۰/۱۱۰	۰/۷۲۷	۲/۰۷
اندازه شرکت	۰/۱۳۰	۱/۵۶	۰/۱۱۸	۰/۰۵۵	۰/۷۷	۰/۴۴۱	۰/۰۶۸	۲/۹۰
رشد فروش	۰/۶۷۴	۴/۰۶	۰/۰۰۰	۰/۶۴۹	۳/۴۰	۰/۰۰۱	۰/۹۰۷	۱۱/۳۸
سودآوری	۲/۱۲۷	۳/۴۷	۰/۰۰۱	۱/۸۳۶	۲/۶۴	۰/۰۰۸	۲/۰۹۳	۷/۲۶
زیان‌دهی	۰/۴۲۵	۲/۷۸	۰/۰۰۵	۰/۳۶۵	۲/۱۵	۰/۰۳۱	۰/۳۵۹	۳/۶۲
اهرم مالی	۰/۰۹۷	۰/۲۹	۰/۷۷۵	۰/۰۱۸	۰/۰۵	۰/۹۵۹	۰/۳۲۷	۱/۷۵
تمرکز مالکیت	-۱/۱۳۵	-۳/۲۹	۰/۰۰۱	-۰/۸۱۶	-۲/۴۳	۰/۰۱۵	-۰/۹۶۹	-۶/۱۱
تخصیص مالی هیات مدیره	-۰/۳۰۰	-۱/۲۴	۰/۲۱۵	-۰/۲۱۰	-۰/۷۴	۰/۴۵۹	-۰/۳۲۳	-۱/۵۳
عرض از مبدا	-۰/۶۴۵	-۰/۶۳	۰/۵۲۷	۰/۲۶۰	۰/۲۵	۰/۸۰۲	-۰/۱۶۲	-۰/۴۸
آماره والد	۳۸/۷۳			۳۰/۹۵			۳۷/۶۹	

متغیر وابسته: واکنش سرمایه‌گذاران

متغیر	۱۰ روز بعد از مجمع			۳۰ روز بعد از مجمع			پایان سال
	ضریب	آماره	سطح	ضریب	آماره	سطح	ضریب
	Z	معناداری		Z	معناداری		Z
سطح معنی‌داری والد	۰/۰۰۰۱			۰/۰۰۱۱			۰/۰۰۰۱
ضریب تعیین	۰/۲۷۶۶			۰/۲۱۰۹			۰/۲۷۲۳
آزمون اف لیمر	۱/۴۷ (۰/۰۰۱۱)			۱/۴۸ (۰/۰۰۰۹)			۱/۵ (۰/۰۰۰۶)
آزمون هاسمن	۲۸/۴۷ (۰/۰۰۲۷)			۱۸۷/۲۹ (۰/۰۰۰۰)			۱۷۸/۶۹ (۰/۰۰۰۰)
آزمون ناهمسانی واریانس	۱۴۱۷۲/۱۸ (۰/۰۰۰۰)			۱۷۳۷/۳۲ (۰/۰۰۰۰)			۲۴۷۹/۱۹ (۰/۰۰۰۰)
خودهمبستگی آزمون	۷۲/۷۲۶ (۰/۰۰۰۰)			۷۲/۷۰۵ (۰/۰۰۰۰)			۷۰/۳۹۷ (۰/۰۰۰۰)

نتایج نشان می‌دهد که متغیر مسئولیت اجتماعی ضرب در کرونا ضرب در استراتژی تهاجمی، برای بازه زمانی کوتاه مدت ۱۰ روز و ۳۰ روزه دارای سطح معنی‌داری بیشتر از ۵ درصد است. بنابراین، بکارگیری استراتژی تجاری تهاجمی در دوره کرونا بر ارتباط بین افشای مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها و بازده سهام در بازه زمانی کوتاه مدت تاثیر ندارد. به عبارتی، سرمایه‌گذاران در کوتاه مدت توجهی به نوع استراتژی واحد تجاری و ایفای نقش مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها نداشته و رویکردهای مدیریتی در کوتاه مدت نمی‌تواند بر بازده سهام شرکت اثر گذاشته و واکنش سرمایه‌گذاران را به دنبال داشته باشد. این یافته‌ها حاکی از این است که در شرایط بحرانی کرونا نیز سرمایه‌گذاران رویکردهای کوتاه مدت را بیشتر دنبال می‌کنند. همچنین، نتایج حاکی از آن است که متغیر مسئولیت اجتماعی ضرب در کرونا ضرب در استراتژی تهاجمی در بازه زمانی یکساله دارای سطح معنی‌داری کمتر از ۵ درصد و ضریب آن عددی مثبت است. بر این اساس، در بازه زمانی بلندمدت (یکساله) سرمایه‌گذاران نسبت به استراتژی تجاری تهاجمی و میزان فعالیت‌های اجتماعی شرکت‌ها طی دوره کرونا واکنش مثبتی نشان داده‌اند.

#### آزمون فرضیه هفتم و هشتم پژوهش

مدل چهارم پژوهش، بکارگیری استراتژی تهاجمی در دوره کرونا بر ارتباط بین افشای مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها و سطح بازده غیرعادی سهام را در دوره کوتاه مدت و بلندمدت تحلیل

نموده است. یافته‌های پژوهش در نگاره (۷) نشان داده شده است. ضریب تعیین برابر با ۱۸ درصد می‌باشد که نشان می‌دهد متغیرهای مستقل و کنترلی موجود در مدل توانسته‌اند ۱۸ درصد از تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند. آماره والد برابر با ۳۴/۶۷ و سطح معناداری آن کمتر از ۵ درصد می‌باشد. بنابراین، می‌توان گفت که مدل برازش شده از اعتبار کافی برخوردار است. آزمون هم‌خطی نشان می‌دهد عامل تورم واریانس در متغیرهای مدل وجود ندارد.

#### نگاره (۷): نتیجه برآورد مدل چهارم پژوهش

متغیر وابسته: سطح بازده غیرعادی

متغیر	۱۰ روز بعد از مجمع			۳۰ روز بعد از مجمع			پایان سال	
	ضریب	آماره Z	سطح معناداری	ضریب	آماره Z	سطح معناداری	ضریب	آماره Z
مسئولیت اجتماعی	۰/۴۵۰	۱/۴۲	۰/۱۵۷	۰/۴۱۲	۰/۹۴	۰/۳۴۹	۰/۴۱۳	-۱/۰۵
کرونا	۱/۵۸۹	-۲/۴۱	۰/۰۱۶	-۱/۹۴۴	-۴/۶۶	۰/۰۰۰	-۱/۸۸۸	-۲/۸۹
استراتژی تهاجمی	۰/۴۰۰	۲/۱۹	۰/۰۲۸	۰/۳۷۶	۲/۷۸	۰/۰۰۵	۰/۳۸۳	-۲/۰۴
مسئولیت اجتماعی	-۰/۶۱۱	-۱/۵۷	۰/۱۱۶	-۰/۶۱۵	-۱/۰۱	۰/۳۱۵	۰/۷۶۳	۲/۰۶
ضرب در								
کرونا ضرب در								
استراتژی تهاجمی								
اندازه شرکت	-۰/۰۳۱	-۰/۵۰	۰/۶۱۷	-۰/۰۴۵	-۱/۲۸	۰/۱۹۹	-۰/۰۴۶	-۰/۶۲
رشد فروش	۰/۶۴۲	۳/۴۵	۰/۰۱	۰/۶۳۶	۴/۹۳	۰/۰۰۰	۰/۶۳۳	۳/۴۰
سودآوری	۰/۲۵۵	۰/۳۳	۰/۷۴۲	۰/۵۸۱	۱/۲۲	۰/۲۲۴	۰/۶۱۲	۰/۷۴
زیان‌دهی	۰/۰۳۱	۰/۱۹	۰/۸۴۹	۰/۰۷۹	۰/۳۹	۰/۶۹۶	۰/۰۸۵	۰/۴۲
اهرم مالی	۰/۰۶۵	۰/۲۲	۰/۸۲۸	۰/۱۱۴	۰/۳۵	۰/۷۲۷	۰/۱۲۴	۰/۳۸
تمرکز مالکیت	-۰/۱۷۷	-۰/۴۷	۰/۸۳۹	-۰/۳۸۵	-۱/۳۹	۰/۱۶۵	-۰/۳۸۴	-۰/۹۶
تخصیص مالی	۰/۰۵۴	۰/۱۷	۰/۸۶۷	-۰/۱۳۱	-۰/۳۷	۰/۷۱۵	-۰/۱۳۳	-۰/۳۶
هیات‌مدیره								
عرض از مبدا	۰/۶۸۰	۰/۷۵	۰/۴۵۳	۰/۹۳۷	۱/۶۴	۰/۱۰۱	۰/۹۴۸	۰/۸۵
آماره والد		۴۰/۵۰			۲۴۵/۳۹			۳۴/۶۷
سطح معنی‌داری		۰/۰۰۰۰			۰/۰۰۰۰			۰/۰۰۰۳
والد								
ضریب تعیین		۰/۱۵۶۳			۰/۱۷۶۳			۰/۱۸۰۴



متغیر وابسته: سطح بازده غیرعادی

متغیر	۱۰ روز بعد از مجمع			۳۰ روز بعد از مجمع			پایان سال		
	ضریب	آماره	سطح	ضریب	آماره	سطح	ضریب	آماره	سطح
	Z	معناداری	معناداری	Z	معناداری	معناداری	Z	معناداری	معناداری
آزمون اف لیمر	۱/۷۱	(۰/۰۰۰۰)	۱/۶۵	(۰/۰۰۰۰)	۱/۵۱	(۰/۰۰۰۶)			
آزمون هاسمن	۳۳۳/۵۹	(۰/۰۰۰۰)	۲۹/۲۶	(۰/۰۰۲۱)	۱۹۶/۸۵	(۰/۰۰۰۰)			
آزمون ناهمسانی	۱۷۵۲/۰۱	(۰/۰۰۰۰)	۱۵۳۲۴/۰۲	(۰/۰۰۰۰)	۱۵۰۹۷/۸۸	(۰/۰۰۰۰)			
واریانس									
خودهمبستگی	۱۱/۴۶۸	(۰/۰۰۰۹)	۱۰/۷۶۷	(۰/۰۰۱۳)	۱۱/۴۶۸	(۰/۰۰۰۹)			
آزمون									

نتایج نگاره (۷) نشان می‌دهد که متغیر مسئولیت اجتماعی ضرب در کرونا ضرب در استراتژی تهاجمی، برای بازه زمانی کوتاه مدت ۱۰ روز و ۳۰ روزه دارای سطح معنی‌داری بیشتر از ۵ درصد است. بنابراین، بکارگیری استراتژی تجاری تهاجمی در دوره کرونا بر ارتباط بین افزایش مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها و بازده غیرعادی سهام در بازه زمانی کوتاه مدت تاثیر ندارد. بنابراین، بازار در کوتاه مدت توجهی به نوع استراتژی واحد تجاری و ایفای نقش مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها نداشته و رویکردهای مدیریتی در کوتاه مدت نمی‌تواند منجر به کسب بازده غیرعادی سهام شود. این یافته‌ها حاکی از این است که در شرایط بحرانی کرونا، سرمایه‌گذاران در کوتاه مدت به میزان سودآوری و اخبار خوب این نوع اطلاعات واکنش نشان می‌دهند و تحلیل عمیقی از رویکردهای بلندمدت، نوآوری و عملکرد اجتماعی شرکت، ندارند. همچنین، متغیر مسئولیت اجتماعی ضرب در کرونا ضرب در استراتژی تهاجمی، برای بازه زمانی یکساله دارای سطح معنی‌داری کمتر از ۵ درصد و ضریب آن عددی مثبت است. بنابراین، در بازه زمانی بلندمدت (یکساله) سرمایه‌گذاران نسبت به استراتژی تجاری تهاجمی و میزان فعالیت‌های اجتماعی شرکت‌ها طی دوره کرونا واکنش مثبتی نشان می‌دهند.

## بحث و نتیجه‌گیری

این پژوهش به بررسی تاثیر استراتژی تجاری بر رابطه عملکرد اجتماعی شرکت‌ها و واکنش بازار در دوره کرونا پرداخته است. به منظور تحلیل جامع، فرضیات پژوهش در دوره زمانی ۱۰ روز بعد از مجمع، یک ماه بعد از مجمع و پایان سال تحلیل شدند.

تحلیل فرضیه اول و دوم پژوهش نشان داد، افشای مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها طی دوره کرونا بر بازده سهام در بازه کوتاه مدت تاثیر ندارد و سرمایه‌گذاران در دوره کرونا علیرغم اهمیت عملکرد اجتماعی شرکت‌ها، توجهی به این اطلاعات در بازه‌های کوتاه مدت ندارند. یافته‌ها نشان می‌دهد، اطلاعات فعالیت‌های اجتماعی شرکت در بحران کرونا توسط سرمایه‌گذاران در بازه زمانی بلندمدت درک شده و رابطه مستقیم و معناداری با بازده سهام سالانه مشاهده شد.

همچنین، یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد، افشای مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها طی دوره کرونا بر بازده غیرعادی سهام در بازه کوتاه مدت تاثیری ندارد و در بازه زمانی بلندمدت، توجه سرمایه‌گذاران به ارائه اطلاعات عملکرد اجتماعی در دوره کرونا جلب شده است و تاثیر مثبت و معناداری بر میزان بازده غیرعادی سهام دارد. این یافته‌ها حاکی از آن است که در شرایط بحرانی کرونا، ایفای مسئولیت اجتماعی بیش از گذشته حائز اهمیت است که البته، در بازه زمانی کوتاه مدت مورد توجه سرمایه‌گذاران قرار نگرفته است و در بلندمدت بازار به تحلیل و واکنش به آن پرداخته است.

سرمایه‌گذاری یکی از مقوله‌های مهم در هر جامعه می‌باشد و سرمایه‌گذاران هنگام سرمایه‌گذاری با چندین موقعیت سرمایه‌گذاری مواجه هستند. اعضای بازار سرمایه اخبار و علائم اطلاعاتی زیادی از بازار دریافت می‌کنند و پس از پردازش اطلاعات، به آن واکنش نشان می‌دهند و اقدام به سرمایه‌گذاری، فروش سهام و یا نگهداری آن می‌کنند. سرمایه‌گذاران هر چند که به طور دقیق قادر به تعیین بازده آتی ناشی از سرمایه‌گذاری در یک شرکت نیستند، اما می‌توانند با استفاده از اطلاعات مالی و سطح افشای مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها، بازده سرمایه‌گذاری را با استفاده از توابعی استخراج نمایند. با توجه به اینکه، مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها، توجه جامعه جهانی را به خود جلب کرده و می‌تواند به عنوان مدیریت تضاد بالقوه منافع بین ذی‌نفعان مختلف در رابطه با مسائل اقتصادی، زیست محیطی، اجتماعی و اخلاقی بیان شود. می‌تواند اثر مثبتی بر واکنش بازار سرمایه‌گذاران و میزان بازده غیرعادی داشته باشد. یافته‌های پژوهش،

مطابق با پژوهش کیو و همکاران (۲۰۲۱)، لئو و ژانگ (۲۰۱۷)، نخیلی و همکاران (۲۰۱۷)، حساس یگانه و همکاران (۱۳۹۹) و گروسی و همکاران (۱۳۹۹) است.

در فرضیه‌های پنجم و ششم پژوهش تاثیر بکارگیری استراتژی تهاجمی در دوره کرونا بر ارتباط بین افشای مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها و واکنش بازار سرمایه گذاران بررسی شد. یافته‌ها نشان داد، بکارگیری استراتژی تهاجمی در دوره کرونا بر ارتباط بین افشای مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها و واکنش بازار سرمایه گذاران تاثیر مستقیم دارد. به عبارتی، با افزایش افشای مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها و استراتژی تهاجمی و تعامل آنها، بازده سهام شرکت نیز افزایش یافته و واکنش بازار سرمایه گذاران بیشتر می‌شود. مدیران با توجه به توانایی‌ها و قابلیت‌های خود استراتژی‌های بخصوصی در جهت رسیدن به اهداف دارند. در شرایط بحرانی نظیر پاندمی کرونا، مدیران با انتخاب استراتژی‌های تهاجمی تلاش می‌کنند بر شرایط بحرانی فائق آیند و فرصت‌های مناسبی برای رشد و بقا خلق نمایند. بنابراین، بکارگیری استراتژی تهاجمی در شرایط کرونا تاثیر مثبتی بر رابطه عملکرد اجتماعی شرکت‌ها و بازده عادی و غیرعادی سهام دارد. بر این اساس، به سرمایه گذاران و تحلیلگران توصیه می‌شود، به میزان فعالیت‌های اجتماعی شرکت‌ها توجه نمایند. زیرا شرکت‌های دارای سطح بالای افشای ایفای مسئولیت اجتماعی در شرایط کرونا از میزان بازدهی بالاتری برخوردار بودند. همچنین، به سرمایه گذاران توصیه می‌شود، شرکت‌های تهاجمی را براساس تنوع محصولات، قیمت و کیفیت بالای محصول، رویکردهای نوین بازاریابی در شرایط کرونا و هزینه‌های بالای تحقیق و توسعه شناسایی نموده و با اقبال به فعالیت‌های تجاری شرکت، در ایفای مسئولیت اجتماعی، شرکت را یاری نمایند.

در پژوهش‌های آتی پیشنهاد می‌شود، تاثیر سایر استراتژی‌های تجاری نظیر استراتژی تدافعی و رهبری هزینه بر عملکرد اجتماعی و واکنش سرمایه گذاران تحلیل شود. همچنین، در پژوهش‌های آتی می‌توان تاثیر انواع استراتژی‌های تجاری بر سطح افشای اختیاری در بانک‌ها، نهادهای مالی و بیمه‌ها تحلیل و بررسی نمود.

## منابع

- باقرپور ولاشانی، محمدعلی؛ جهانبانی، مصطفی و ظفرزاده، سمیه. (۱۳۹۰). مبانی و چارچوب گزارشگری اجتماعی ماهیت، محتوا، علل و مزایا، *مجله حسابداری رسمی*، ۱۵، ۸۴-۹۴.
- بولو، قاسم؛ باباجانی، جعفر و محسنی ملکی، بهرام. (۱۳۹۱). رابطه بین وجه نقد بیشتر و کمتر از حد بهینه، با عملکرد آینده شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *دانش حسابداری*، ۳(۱۱)، ۷-۲۹.
- تنانی، محسن و رجبی، علی اکبر و حسین زاده، حسین، ۱۳۹۸، نوع راهبرد (استراتژی) شرکت و واکنش بازار به سود برای شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، کنفرانس ملی آینده پژوهی، مدیریت و توسعه پایدار، تهران. ۱-۲۰.
- حاجیها، زهره و رنجبر ناوی، رستم. (۱۳۹۷). تاثیر استراتژی تجاری و بیش ارزشگذاری سهام بر ریسک سقوط قیمت سهام. *پژوهش های حسابداری مالی*، ۱۰(۲)، ۴۵-۶۴.
- حساس یگانه، یحیی؛ سهرابی، حسینعلی و غواصی کناری، محمد. (۱۳۹۹). ارتباط گزارشگری مسئولیت اجتماعی با ارزش شرکت. *پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی (پژوهشنامه حسابداری مالی و حسابرسی)*، ۱۲(۴۵)، ۱-۲۰.
- صفری گرایلی، مهدی و رضائی پشته نوئی، یاسر. (۱۳۹۸). استراتژی تجاری و خوانایی گزارشگری مالی. *حسابداری مالی*، ۱۱(۴۲)، ۱۳۰-۱۵۰.
- گروسی، حبیب اله؛ ایزدی نیا، ناصر و دستگیر، محسن. (۱۳۹۹). تاثیر سطح افشای مسئولیت پذیری اجتماعی بر ارزش بازار شرکت. *پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی (پژوهشنامه حسابداری مالی و حسابرسی)*، ۱۲(۴۶)، ۵۱-۷۶.
- میرزایی امامچای، محمدعلی، صمدی، فاطمه، لطیفی بنماران، معصومه. (۱۳۹۷). بررسی تاثیر استراتژی های شرکت بر پاسخ بازار به اعلامیه های تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار*. 9(36), 339-354.
- Achua, J. K. (2008). Corporate social responsibility in Nigerian banking system. *Society and Business Review*. 57-71.
- Ayittey, F. K., Ayittey, M. K., Chiwero, N. B., Kamasah, J. S., & Dzuvoor, C. (2020). Economic impacts of Wuhan 2019-nCoV on China and the world. *Journal of Medical Virology*, 92(5), 473-475.
- Bagherpoor lavashani, M., jahanbani, M and Zafarzadeh, S. (2011). Fundamentals and Framework of Social Reporting Nature, Content, Causes and Benefits, *Journal of Certified Public Accountants*, 15, 84-94. (in persian)

- Baldwin, R., & Weder di Mauro, B. (2020). Economics in the Time of COVID-19. CEPR press.1-123.
- Barney, J. (1991). Firm resources and sustained competitive advantage. *Journal of management*, 17(1), 99-120.
- Bentley, J., Fogwill, C. J., Le Brocq, A. M., Hubbard, A. L., Sugden, D. E., Dunai, T. J., & Freeman, S. (2010). Deglacial history of the West Antarctic Ice Sheet in the Weddell Sea embayment: constraints on past ice volume change. *Geology*, 38, 411-414.
- Boone, J. P., & Raman, K. K. (2001). Off-balance sheet R&D assets and market liquidity. *Journal of Accounting and Public Policy*, 20(2), 97-128.
- Bulu, G., Babajani, J., Mohseni Maleki, B. (2013). Relationship between Non-optimal Cash Holdings and Future Performance of Companies in Tehran Stock Exchange (TSE). *Journal of Accounting Knowledge*, 3(11), 7-29. (in persian)
- Bushman, R. M., Indjejikian, R. J., & Smith, A. (1996). CEO compensation: The role of individual performance evaluation. *Journal of Accounting and Economics*, 21(2), 161-193.
- Clarkson, P.M., Li, Y., Richardson, G.D. & Vasvari, F.P. (2008). Revisiting the Relation between Environmental Performance and Environmental Disclosure: an Empirical Analysis. *Accounting, Organizations and Society*, 33(3), PP. 303-327.
- Daub, C. H. (2007). Assessing the quality of sustainability reporting: an alternative methodological approach. *Journal of Cleaner Production*, 15(1), 75-85.
- Dyreg, S., Hanlon, M., & Maydew, E. (2008). Long-run corporate tax avoidance. *The Accounting Review*, 83(1), 61-82.
- Eberhart, A., Maxwell, W., & Siddique, A. (2004). An examination of long-term abnormal stock returns and operating performance following R&D increases. *Journal of Finance*, 59(2), 623-650.
- Giannarakis, G. (2014). The determinants influencing the extent of CSR disclosure. *International Journal of Law and Management*.393-416.
- Grossi, H, Izadinia, N, and Dastgir, M.(2020). Corporate social responsibility disclosure level with companies market values. *Financial accounting and auditing researches*.12 (46):51-76. (in persian)
- Hackston, D., & Milne, M. J. (1996). Some determinants of social and environmental disclosures in New Zealand companies. *Accounting, auditing & accountability journal*.77-108.
- Hajiha, Z. and Ranjbar Navi,R. (2018).The Effect of Business Strategy and Overvalued Equities on Stock Price Crash Risk. *Financial accounting research*, 10(2):45-64. (in persian)
- Hambrick, D. C. (1983). Some tests of the effectiveness and functional attributes of Miles and Snow's strategic types. *Academy of Management journal*, 26(1), 5-26.
- Hasas Yeganeh, Y, Sohrabi, H.A, side diving, M. (2020). The relationship between social responsibility reporting and corporate value. *Financial accounting and auditing researches*, 12 (45), 1-20. (in persian)

- Higgins, D., Omer, T. C., & Phillips, J. D. (2015). The influence of a firm's business strategy on its tax aggressiveness. *Contemporary Accounting Research* 32, 674-702.
- Hoejmose, S., Brammer, S., & Millington, A. (2013). An empirical examination of the relationship between business strategy and socially responsible supply chain management. *International Journal of Operations & Production Management*.589-621.
- Ittner, C.D., Larcker, D. F., & Rajan, M. V. (1997). The choice of performance measures in annual bonus contracts. *The Accounting Review*, 72, 231-255.
- Jansson, J., Nilsson, J., Modig, F., & Hed Vall, G. (2017). Commitment to sustainability in small and medium-sized enterprises: The influence of strategic orientations and management values. *Business Strategy and the Environment*, 26(1), 69-83.
- Khan, H. U. Z. (2010). The effect of corporate governance elements on corporate social responsibility (CSR) reporting: Empirical evidence from private commercial banks of Bangladesh. *International Journal of Law and Management*, 52(2), 82-109.
- Kiessling, T., Isaksson, L., & Yasar, B. (2016). Market orientation and CSR: Performance implications. *Journal of Business Ethics*, 137(2), 269-284.
- Liu, X., & Zhang, C. (2017). Corporate governance, social responsibility information disclosure, and enterprise value in China. *Journal of Cleaner Production*, 142, 1075-1084.
- Miles, R. E. & Snow, C. C. (1978). Organizational strategy, structure, and process. New York: McGraw-Hill Book Co. 546-562.
- 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.1-237.
- Mirzaei Emamchay, M., samadi, F., Latifinenmaran, M. (2018). The Effect of Corporate Strategies on the Market Response to Earnings Announcements of Listed Companies of Tehran Stock and Exchange. *Financial Engineering and Portfolio Management*, 9(36), 339-354(in persian)
- Nekhili, M., Nagati, H., Chtioui, T., & Rebolledo, C. (2017). Corporate social responsibility disclosure and market value: Family versus nonfamily firms. *Journal of Business Research*, 77, 41-52.
- Peteraf, M. A., & Barney, J. B. (2003). Unraveling the resource-based tangle. *Managerial and decision economics*, 24(4), 309-323.
- Qiu, S. C., Jiang, J., Liu, X., Chen, M. H., & Yuan, X. (2021). Can corporate social responsibility protect firm value during the COVID-19 pandemic?. *International Journal of Hospitality Management*, 93, 102-759.
- Rahman, N. H. W. A., Zain, M. M., & Al-Haj, N. H. Y. Y. (2011). CSR disclosures and its determinants: Evidence from Malaysian government link companies. *Social Responsibility Journal*, 7(2), 181-201.

- Roberts, R. W. (1992). Determinants of corporate social responsibility disclosure: An application of stakeholder theory. *Accounting, organizations and society*, 17(6), 595-612.
- Safari gerayyli M, Rezaei Pitenoei Y.(2019). Business strategy and financial reporting readability. *Quarterly financial accounting journal*. 11 (42) :130-150. (in persian)
- Smith, C., & Watts, R. (1992). The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies. *Journal of Financial Economics*, 32(3), 263-292.
- Snow, C. C., & Hambrick, D. C. (1980). Measuring organizational strategies: Some theoretical and methodological problems. *Academy of management review*, 5(4), 527-538.
- Suchman, M. (1995). Managing Legitimacy: Strategic and Institutional Approaches. *Academy of Management Review*, 20, 571-610.
- Tanani, M., Rajabi, A.A and Hosseinzadeh, H.( 1398) Type of company strategy and market response to profits for companies listed on the Tehran Stock Exchange, *National Conference on Futurology, Management and Sustainable Development*, Tehran(in Persian)
- Thomas, K. W., & Velthouse, A. B. (1990). Cognitive Element of Emprowment: An Interpretive Model of Intrinsic Task Motivation. *Academy of Management Journal*.666-681.