



بررسی رابطه بین افشای مسئولیت اجتماعی و کارایی بازار سهام در سطح نیمه‌قوی

شهناز مشایخ

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

طوبی حقیقت^۱

دانشجوی دکتری حسابداری، گروه حسابداری، دانشکده علوم اجتماعی و اقتصادی، دانشگاه الزهراء (س)، تهران،

ایران

هائیه حکمت

استادیار، گروه حسابداری، دانشکده علوم اجتماعی و اقتصادی، دانشگاه الزهراء (س)، تهران، ایران

(تاریخ دریافت: ۱۲ دی ۱۴۰۱؛ تاریخ پذیرش: ۳۱ مرداد ۱۴۰۲)

در سال‌های اخیر، مسئولیت اجتماعی شرکت با مطرح شدن مباحثی چون محیط‌زیست، حقوق بشر و مبارزه با فساد دامنه گسترده‌تری نسبت به گذشته پیدا کرده است. شرکت‌ها با افشای اطلاعات فراتر از اطلاعات مالی می‌توانند بخشی از پاسخ‌گویی خود را در برابر جامعه ایفا کرده و زمینه تصمیم‌گیری بهتر را برای ذی‌نفعان فراهم نمایند. لازمه کارایی بازار وجود جریان شفاف و عمومی از اطلاعات است و میزان توفیق یک بازار کارا در گروهی موفقیت آن در تعیین قیمت اوراق بهادار به‌گونه‌ای است که قیمت‌ها به‌طور پیوسته منعکس‌کننده اطلاعات جدید باشد. بر این اساس، هدف این پژوهش بررسی رابطه بین افشای مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها و کارایی بازار سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. بدین منظور، تعداد ۴۵۰ سال-شرکت طی سال‌های ۱۳۹۵-۱۳۹۹ به‌روش نمونه‌گیری حذف سیستماتیک انتخاب شده‌است. برای اندازه‌گیری سطح افشای مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها، از گزارش هیئت مدیره و صورت‌های مالی سالانه شرکت‌ها و برای سنجش رتبه مسئولیت اجتماعی از روش تحلیل محتوای آن گزارش‌ها و رابطه شاخص رتبه استفاده شده‌است. کارایی بازار سرمایه نیز از طریق مدل سود باقیمانده اولسون که بیانگر کارایی بازار در سطح نیمه قوی است، محاسبه می‌شود. آزمون فرضیه‌ها، به‌روش داده‌های ترکیبی و نرم‌افزار Eviews ۱۰ انجام شده‌است. نتایج آزمون‌ها نشان می‌دهد که همه اطلاعات در قیمت سهام منعکس نمی‌شود که شاید بتوان دلیل این امر را در ناکارآمدی بازار سرمایه ایران جست و جو کرد. لذا، افشای مسئولیت اجتماعی به‌طور قابل توجهی بر کارایی بازار سهام تأثیر معناداری ندارد و فرضیه کارایی بازار سهام در ایران را نمی‌توان تایید کرد.

واژه‌های کلیدی: افشای مسئولیت اجتماعی، کارایی بازار سهام در سطح نیمه‌قوی، مدل سود باقیمانده اولسون.

^۱ t.haghighat@alzahra.ac.ir

مقدمه

یکی از عوامل ضروری تداوم فعالیت واحدهای انتفاعی به دلیل ارتباط با جامعه و اینکه جامعه شرایط بقا و تداوم شرکت‌ها را فراهم می‌کند، مسئولیت‌پذیری اجتماعی و افشایبایب مرتبط با آن است [۲]. مسئولیت اجتماعی شرکتی مفهوم چند بعدی است و واکنش شرکت به انتظارات و خواسته‌های طیف وسیعی از این ذینفعان نظیر جامعه، محیط‌زیست و افراد را نشان می‌دهد. در سال‌های اخیر مسئولیت اجتماعی شرکتی تبدیل به یک جریان مورد قبول عام در دنیای کسب و کار گشته‌است [۷]. با مرور پژوهش‌های اخیر، می‌توان بیان نمود که شرکت‌هایی که عملکرد قوی در زمینه مسئولیت‌پذیری اجتماعی دارند، کمتر احتمال دارد به دست‌کاری و مدیریت سود به‌وسیله اقلام تعهدی اختیاری و یا واقعی اقدام کنند. شفافیت و کیفیت بالای شرکت‌ها، عدم تقارن اطلاعاتی بین شرکت و سرمایه‌گذاران را کاهش می‌دهد تا حدی که عملکرد در زمینه مسئولیت‌پذیری اجتماعی با ارزش سهام، مرتبط است [۲]. معمولاً اکثر شرکت‌ها تمایل دارند مسئولیت‌های اجتماعی شرکتی خود را به‌صورت بیش از حد مثبت و خوش بینانه افشا و نشان دهند لذا اخبار خوب را منتشر و سعی دارند تا توجه خوانندگان را از مسئولیت‌های شرکتی دور کنند [۵]. از طرفی دیگر، بازار سرمایه در کشورهای در حال توسعه به‌عنوان ابزاری جهت افزایش میزان سرمایه‌گذاری و رشد اقتصادی در نظر گرفته می‌شود از آنجایی که کارایی اصلی‌ترین و مهم‌ترین ویژگی بازار سرمایه هر کشوری است از موضوعات حوزه‌های تحقیقات مالی به‌شمار می‌رود. در صورت کارا بودن بورس، هم قیمت اوراق بهادار به‌درستی و عادلانه تعیین می‌شود و هم تخصیص سرمایه به‌صورت مطلوب و بهینه انجام می‌شود. کارایی بورس رابطه تنگاتنگی با اطلاعات موجود در بازار دارد و در چنین بازاری قیمت اوراق بهادار به ارزش ذاتی آن نزدیک است [۱۱]. بنابراین، پیش‌بینی می‌شود در بازار سرمایه ایران، به‌واسطه عدم حمایت از سرمایه‌گذار در سطح مطلوب و نقص در کارایی بازار و رفتار رمه‌ای اغلب سرمایه‌گذاران که خود به تشدید کاهش کارایی بازار سرمایه می‌انجامد، نقص کیفیت مسئولیت‌پذیری اجتماعی توسط بازار شناسایی نشود [۸]. پژوهش بوفنیگر و همکاران (۲۰۲۲) که به بررسی مسئولیت اجتماعی شرکت و کارایی بازار: بر اساس شواهدی از گزارشگری پایداری و اقدامات ارزش‌گذاری نادرست پرداختند، به تأثیر مثبت CSR^۱ بر کارایی بازار سهام به‌دلیل در دسترس بودن اطلاعات بیشتر اشاره می‌کند که حاکی از عملکرد قوی CSR یک شرکت است و باعث می‌شود سرمایه‌گذاران، این شرکت‌ها را به‌عنوان فرصت‌های سرمایه‌گذاری جذاب درک کنند که طبیعتاً این اثر ممکن است جریان‌های سرمایه را تحت تأثیر قرار داده و باعث شود شرکت‌ها بیش از واقع ارزش‌گذاری شوند [۱۸]. تحقیقات در زمینه افشای مسئولیت اجتماعی و کارایی سرمایه‌گذاری، ارزش بازار شرکت، رقابت بازار محصول و کارایی بازار سرمایه در ایران طی سال‌های اخیر انجام شده‌است اما وجه تمایز و نوآوری پژوهش حاضر نسبت به پژوهش‌های پیشین در استفاده از مدل سود باقیمانده اولسون به‌عنوان مبنای انطباق قیمت بازار و ارزش ذاتی سهام است که هر چه این ارتباط نزدیک‌تر باشد یعنی قیمت‌های بازار به ارزش ذاتی نزدیک‌تر باشند نشان از کارایی بازار سهام دارد. با این

^۱ Corporate Social Responsibility

حال، همچنان خلأ پژوهشی در راستای افشای اطلاعات فراتر از اطلاعات مالی در تحقیقات کارایی بازار سرمایه وجود دارد. بر این اساس، پژوهش حاضر به دنبال آن است که بررسی نماید، آیا افشای مسئولیت اجتماعی می‌تواند بر کارایی بازار سهام تأثیرگذار باشد یا خیر.

مبانی نظری پژوهش

افشای مسئولیت اجتماعی شرکت

منظور از مسئولیت 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 گردد. به عبارت دیگر، سازمان باید همواره خود را جزئی از اجتماع بداند و نسبت به جامعه احساس مسئولیت داشته باشد و در جهت بهبود رفاه عمومی به گونه‌ای مستقل از منافع مستقیم شرکت تلاش کند. شرکت‌هایی که عملکرد اجتماعی بالایی دارند تمایل بیشتری به افشای عمومی فعالیت‌های اجتماعی خود دارند. سطح بالای شفافیت در اطلاعات باعث کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین شرکت و سرمایه‌گذاران می‌شود و این خود باعث کاهش ریسک می‌گردد. بنابراین، مسئولیت پذیری اجتماعی شرکت‌ها، محیط اطلاعاتی و کیفیت اطلاعات حسابداری را بهبود می‌بخشد [۱۳]. در ادبیات موجود، تئوری معنادار بودن سرمایه‌گذاری شرکت‌ها و تعهد به CSR بحث می‌شود. دو دیدگاه متضاد در رابطه با تأثیرات CSR بر ثروت ذینفعان و سهامداران وجود دارد. از یک طرف، فریدمن (۱۹۷۰) ملاحظات نظری نمایندگی را با این مفهوم مطرح کرد که تنها هدف شرکت‌ها حداکثر کردن ثروت سهامداران است. از آنجایی که تلاش‌های CSR سرمایه‌گذاری داوطلبانه مدیران شرکت است، سهامداران از افزایش هزینه‌ها ناشی از سرمایه‌گذاری‌های CSR بدون پیامدهای مستقیم برای سود مالی و در نتیجه کاهش در سودآوری و ارزش شرکت واهمه دارند [۱۸]. مطابق این نظریه که احتمالاً تعارض بین مدیران تجاری و مالکان وجود دارد، منجر به هزینه‌های نمایندگی می‌شود. این تناقض مشکلی است که به مشکل اصلی نماینده معروف است. همان طور که نظریه سهامداران استدلال می‌کند که مدیران باید به همه ذینفعان توجه کنند، نه فقط به سهامداران. از طرفی دیگر، تئوری مشروعیت انتظار می‌رود شرکت‌ها به دنبال مشروعیت برای عملیات خود باشند. مطابق با نظریات موجود، افشای CSR می‌تواند به عنوان منبع یا وسیله‌ای برای شرکت‌ها در نظر گرفته شود تا مشروعیت و روابط مناسب با سهامداران را حفظ کنند. بر این اساس، می‌توان انتظار داشت که افشای CSR به طور مثبت بر عملکرد مالی شرکت تأثیرگذار باشد و ارزش یک کسب و کار را بهبود بخشد. شرکت‌هایی که افشای CSR بالاتری دارند، احتمالاً شهرت خود را افزایش می‌دهند، بنابراین می‌توانند فرصت‌های تجاری را تحقق بخشند و با ارائه محصولات متفاوت، سود ایجاد کنند. پس افشای CSR یک عنصر مهم در ایجاد روابط با سهامداران و منجر به عملکرد مالی قوی‌تر است. از سوی دیگر، در چارچوب تئوری نمایندگی، تأثیر منفی افشای CSR بر عملکرد مالی وجود دارد و وجود این رابطه منفی تحت تئوری مبادله بیان شده است که معتقد است افشای CSR منجر به کاهش عملکرد مالی می‌شود؛ چراکه پیامدهای منفی، بلندمدت و قابل توجهی از فعالیت‌های CSR وجود دارد که منجر به سودآوری کمتر می‌شود. برخی از نویسندگان از این استدلال حمایت می‌کنند و استدلال

می‌کنند که افشای CSR باعث می‌شود شرکت‌ها متحمل هزینه‌های اضافی بیش از درآمد بالقوه شوند که بازده و ثروت سهامداران را کاهش می‌دهد. اساساً، مخارج مربوط به CSR را می‌توان به‌طور کامل به عنوان هزینه در نظر گرفت و در نتیجه عملکرد مالی را کاهش داد. آنچه موضوع را پیچیده می‌کند این است که رابطه بین افشای CSR و عملکرد مالی فقط مثبت یا منفی نیست، بلکه پیچیده‌تر است. در برخی موارد، هیچ رابطه (بلند مدت و کوتاه‌مدت) بین افشای CSR و عملکرد مالی وجود ندارد [۱۹]. علاوه بر این، در راستای تئوری سهامداران، برخی از مطالعات استدلال می‌کنند که شرکت‌هایی که در CSR مشارکت می‌کنند ارزش سهامداران را در بلندمدت ایجاد می‌کنند. شرکت‌هایی که مسئولیت اجتماعی خود را نادیده می‌گیرند ممکن است ارزش سهامداران بلندمدت را به دلیل از دست دادن شهرت بالقوه از بین ببرند با این حال، هیچ اتفاق نظری در مورد جهت علت و معلولی اینکه آیا CSR در بازارهای سرمایه قیمت‌گذاری می‌شود یا خیر وجود ندارد [۱۸].

کارایی بازار سهام در سطح نیمه‌قوی

بازار کارای اوراق بهادار (در سطح نیمه‌قوی) مکانی است که در هر لحظه قیمت اوراق بهادار منعکس کننده تمام اطلاعاتی می‌باشد که به‌طور عمومی در دسترس قرار گرفته است. مطابق فرضیه کارایی بازار اطلاعات عمومی در دسترس نمی‌تواند به‌طور روشمند برای ایجاد سودهای غیرمعارف به کار رود. زیرا فرآیند آربیتراژ این اطمینان را می‌دهد که قیمت بازار بر اساس اطلاعات جدید خود را تعدیل می‌نماید تا بتواند انتظارات تجدیدنظر شده درباره جریان‌های نقدی را منعکس نماید [۴]. فاما (۱۹۶۵) از مهم‌ترین تئوری‌هایی که در زمینه سرمایه‌گذاری مطرح شده است، فرضیه بازار سرمایه کارا است. مفهومی که از کارایی در اینجا مد نظر قرار می‌گیرد اشاره به این مسئله دارد که تا چه میزان بازار در تعیین قیمت اوراق بهادار موفق عمل کرده است. نشانه موفقیت بازار به این معنی است که قیمت‌ها به‌طور پیوسته منعکس کننده اطلاعات جدید باشند. بنابراین بازاری را می‌توان کارا نامید که توان لازم برای پردازش اطلاعات را داشته باشد [۱]. در بازار کارا، هیچ نوع اطلاعاتی به عملکرد بهتر منجر نمی‌شود. بدین صورت قیمت‌های سهام نسبت به اطلاعات جدید واکنشی فوری، کامل و بدون تورش داشته و در هر لحظه از زمان نشان دهنده ارزش ذاتی و واقعی آنها می‌باشد. در طرفی دیگر پژوهش‌گرانی هستند که با استناد به موارد زیادی از خلاف قاعده‌ها به‌عنوان شواهدی علیه کارایی اشاره می‌کنند. برخی تغییرات قیمت دارایی، به‌عنوان انحراف از ارزش ذاتی تفسیر می‌شود و این انحرافات دلیلی بر وجود معامله‌گرانی شمرده می‌شود که کاملاً عقلایی رفتار نمی‌کنند. از طرفی تورش‌های رفتاری از جانب سرمایه‌گذاران بازار سرمایه باعث شده است تا قیمت‌های بازار از ارزش ذاتی آن فاصله بگیرد و منجر به ناکارایی بازار شود. اگرچه بازار پس از گذشت زمان به اشتباه خود پی برده و به‌حالت تعادل برمی‌گردد، با این وجود این رفتار، نوعی واکنش غیرعقلایی در بازار محسوب می‌شود که می‌تواند پاسخ منطقی به عدم اطمینان درک شده توسط سرمایه‌گذاران باشد. زمانی که سرمایه‌گذاران با استفاده از اطلاعات سود حسابداری و اجزای آن به مبادلات سهام اقدام می‌نمایند و از این طریق موفق به کسب بازده‌های غیرعادی می‌شوند، گفته می‌شود قیمت‌گذاری سهام با استفاده از

سود حسابداری و اجزای آن، غیرعقلایی است و بازار سرمایه در انعکاس اطلاعات سود حسابداری و اجزای آن در قیمت‌های سهام، کارایی ندارد [۱۶].

افشای مسئولیت اجتماعی و کارایی بازار سهام در سطح نیمه‌قوی

از دیدگاه بازار سرمایه، انتظار سودآوری شرکت‌ها می‌تواند اثرات متفاوتی بر پیش‌بینی سرمایه‌گذاران در مورد سود و بازده آتی شرکت، متناسب با سطح انتظارات آنها داشته‌باشد. بازار سهام به‌شدت نسبت به اطلاعات حساس است و بر اساس سطوح کارایی بازار درجه این حساسیت متفاوت است. امروزه اطلاعات مالی و غیرمالی شرکت‌ها و از جنبه‌های گذشته‌نگر و آینده‌نگر و همچنین بر پایه افشای اجباری یا اختیاری به‌نحوی متفاوت در بازار ارائه و در اختیار ذینفعان بازار قرار می‌گیرد. همچنین کارایی اطلاعاتی بازار نیز موجب می‌شود که تصمیمات ذینفعان متأثر از آخرین اطلاعات موجود در بازار صورت پذیرد [۱۶]. از طرفی دیگر، در نظر گرفتن جنبه‌های مختلف در رابطه با افشای مسئولیت اجتماعی شرکت و کارایی بازار می‌تواند منجر به انحراف بین ارزش‌گذاری بازار سهام و ارزش واقعی شرکت‌ها در رابطه با عملکرد مسئولیت اجتماعی آنها شود. به‌عبارتی، چنین ارزیابی نادرست در سطح سهام، بسته به سطح CSR شرکت، ممکن است منجر به ناکارآمدی در سطح بازار شود [۱۸]. بر این اساس، ارزیابی نادرست می‌تواند در هر دو جهت در ارزش‌گذاری بیش از حد (ارزش بازار بالاتر از ارزش واقعی) یا کم ارزش‌گذاری (ارزش بازار پایین‌تر از ارزش واقعی) رخ دهد. تأثیر واقعی مسئولیت اجتماعی بر ارزش‌گذاری با توجه به ارتباط فزاینده برای سرمایه‌گذاری پایدار، میزان چنین سرمایه‌گذارانی هدایت جریان‌های سرمایه به‌سمت اهداف سرمایه‌گذاری با رتبه CSR بالا را افزایش می‌دهد که ممکن است بدون توجه به سطوح رایج ارزش‌گذاری نادرست منجر به نسبت‌های نادرست ارزیابی بالاتری شود. به‌طور خاص، این امر باعث افزایش بیش از حد ارزش‌گذاری موجود شرکت‌ها می‌شود، زیرا ارزش‌گذاری بازار از ارزش واقعی شرکت فاصله می‌گیرد. برای سهام کم ارزش نیز انتظار داریم که ارزش بازار به‌دلیل جذب سرمایه اضافی همراه با مشارکت CSR نسبتاً به ارزش واقعی افزایش یابد. در نتیجه، انحراف از مقدار واقعی ممکن است کاهش یابد، که منجر به کاهش ارزش‌گذاری می‌شود. علاوه بر اثر ارزش‌گذاری، بحث دیگری وجود دارد که ممکن است بر رابطه CSR و ارزش نادرست تأثیر بگذارد؛ آن هم عدم تقارن اطلاعاتی می‌باشد. نشان داده شده‌است که افشای ESG از طریق گزارش‌های سالانه و گزارش‌های CSR، کل اطلاعات موجود در بازارهای سرمایه و در نتیجه شفافیت شرکت را افزایش می‌دهد. علاوه بر این، شواهد قبلی گزارش می‌دهد که اطلاعات CSR عدم تقارن اطلاعاتی را کاهش می‌دهد. کیفیت بالاتر CSR با کاهش تعصب پیش‌بینی سود کاهش می‌یابد و از این رو می‌تواند منجر به بهبود کارایی بازار شود. در مجموع، این رشته از ادبیات نشان‌دهنده تأثیر مثبت مشارکت CSR بر کارایی بازار به‌دلیل کاهش عدم تقارن اطلاعاتی است. بنابراین، این منجر به اثر متفاوتی می‌شود یعنی در این صورت افزایش CSR منجر به همگرایی ارزش بازار به‌سمت ارزش واقعی و کاراتر شدن بازار می‌شود [۱۸].

پیشینه پژوهش

پیشینه خارجی

بوفینگر و همکاران (۲۰۲۲) در پژوهشی با عنوان مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها و کارایی بازار: شواهدی از عوامل محیطی، اجتماعی و حاکمیتی (ESG) و معیارهای ارزش‌گذاری به این نتیجه رسیدند که هرچه افشای مسئولیت اجتماعی بیشتر باشد کارایی بازار به‌طور قابل توجهی بیشتر است [۱۸]. همچنین صافی و همکاران (۲۰۲۲) به بررسی تأثیر مسئولیت اجتماعی و زیست‌محیطی شرکت بر کارایی سرمایه‌گذاری و عملکرد مالی مؤسسات مالی چین از سال ۲۰۱۰ تا ۲۰۱۹ پرداختند. نتایج نشان می‌دهد که بین مسئولیت اجتماعی شرکتی، کارایی سرمایه‌گذاری و عملکرد مؤسسات مالی رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. همچنین شرکت‌های مسئول محیط‌زیست از نظر کارایی سرمایه‌گذاری و عملکرد مالی بهتر عمل می‌کنند [۲۱]. بنلمی و همکاران (۲۰۱۸) به بررسی مسئولیت اجتماعی شرکت و کارایی سرمایه‌گذاری پرداختند. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که اثر CSR بر کارایی سرمایه‌گذاری در طول بحران بارزتر است. در مجموع، نتایج ما نقش مهمی را که CSR در شکل‌دهی رفتار سرمایه‌گذاری و کارایی شرکت‌ها ایفا می‌کند، نشان می‌دهد [۱۷]. مینهارت و همکاران (۲۰۱۷) نیز به بررسی کارایی بازار شاخص‌های سنتی بازار سهام و شاخص‌های مسئولیت اجتماعی: نقش گزارش‌دهی پایداری پرداختند. مسئولیت اجتماعی شرکت، که در گزارشگری پایداری افشا شده‌است، بر عملکرد مالی شرکت‌ها تأثیر می‌گذارد. در نتیجه، شاخص‌های سنتی بازار سهام با شاخص‌های بازار سهام مسئول اجتماعی گسترش می‌یابند. هدف از این مطالعه تعیین اینکه آیا تفاوتی در رفتار این دو شاخص وجود دارد یا خیر بود. برای انجام این کار، نویسندگان کارایی آنها را تجزیه و تحلیل کردند و در نهایت نتایج نشان می‌دهد که وجود پایداری نشان از شواهدی با کارایی کمتر دارد [۲۲].

پیشینه داخلی

فرجی و همکاران (۱۳۹۹) به بررسی مسئولیت‌پذیری اجتماعی و ارزش شرکت پرداختند. یافته‌های پژوهش بر اساس تحلیل رگرسیون نشان داد فعالیت‌های مسئولیت‌پذیری اجتماعی ارزش بازار سهام شرکت را افزایش می‌دهد. اما مدیریت سود نمی‌تواند رابطه مسئولیت‌پذیری اجتماعی و ارزش بازار سهام شرکت را تحت تأثیر قرار دهد. به نظر می‌رسد با توجه به نو بودن موضوع مسئولیت‌پذیری اجتماعی در ایران، هم در بعد انجام فعالیت هم در بعد افشا، از یک‌طرف مدیران به اثر پوششی فعالیت‌های اجتماعی بر سوءاستفاده از اختیاراتشان واقف نیستند و از طرف دیگر، به دلیل نقص در کارایی بازار سرمایه در ایران، سرمایه‌گذاران به کیفیت مخدوش‌شده مسئولیت‌پذیری اجتماعی پی نخواهند برد [۹]. شهسواری و همکاران (۱۳۹۷) به بررسی پیامدهای اقتصادی مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت‌ها (با تأکید بر کارایی سرمایه‌گذاری) پرداختند. نتایج برآورد مدل فرضیه‌های پژوهش با استفاده از تکنیک داده‌های ترکیبی نشان می‌دهد مسئولیت اجتماعی بالا، ناکارآمدی سرمایه‌گذاری را تا حدی کاهش و در نتیجه کارایی

^۱ Environmental, Social, and Governance

سرمایه‌گذاری را افزایش داده است. در واقع این یافته نشان می‌دهد که مسئولیت پذیری اجتماعی با کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیریت و سرمایه‌گذاران و برطرف کردن مشکلات نمایندگی، به افزایش کارایی سرمایه‌گذاری منجر شده است [۸]. احمدپور و فرمانبردار (۱۳۹۶) به بررسی رابطه بین مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها، بی‌طرفانه بودن پیش‌بینی سود هر سهم و کارایی بازار پرداختند. نتایج آزمون‌ها نشان داد؛ بالا بودن سطح افشای مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها منجر به کارایی بازار سهام می‌شود اما، بی‌طرفانه بودن پیش‌بینی سود در هیچ‌یک از دو گروه شرکت‌های با سطح افشای مسئولیت اجتماعی بالا و پایین مشاهده نگردید [۱]. کامیابی و همکاران (۱۳۹۵) نیز به بررسی تأثیر مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها بر عدم تقارن اطلاعاتی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج نشان می‌دهد که بین مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها و عدم تقارن اطلاعاتی رابطه معناداری وجود ندارد. این نتایج مؤید این است که عدم تقارن اطلاعاتی و قیمت‌گذاری سهام تحت تأثیر مسئولیت پذیری اجتماعی شرکت‌ها قرار نمی‌گیرد [۱۰].

فرضیه پژوهش

بر اساس مبانی نظری فوق، فرضیه پژوهش به صورت زیر بیان می‌شود:

"بین افشای مسئولیت اجتماعی و کارایی بازار سهام در سطح نیمه‌قوی رابطه معناداری وجود دارد."

روش پژوهش

جامعه آماری این پژوهش شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای یک دوره زمانی ۵ ساله از سال ۱۳۹۵ تا ۱۳۹۹ می‌باشد. نمونه‌گیری به صورت حذف سیستماتیک انجام شده و شامل کلیه شرکت‌هایی که حائز شرایط زیر باشند:

- ۱) شرکت‌هایی که از سال ۱۳۹۵ تا ۱۳۹۹ در بورس تهران حضور داشته باشند.
- ۲) شرکت‌هایی که پایان سال مالی آنها ۲۹ اسفند ماه هر سال باشد.
- ۳) شرکت‌هایی که تغییر سال مالی نداشته باشند.
- ۴) شرکت‌هایی که داده‌های مورد نظر آنها در دسترس باشد.
- ۵) شرکت‌ها نباید عضو صنایع واسطه‌گری، هلدینگ‌ها و بانک‌ها باشند.

در نهایت ۴۵۰ سال-شرکت حائز شرایط فوق بودند و به‌عنوان نمونه پژوهش مورد بررسی قرار گرفتند.

جدول ۱. فرآیند انتخاب نمونه پژوهش

تعداد شرکت	شرح
۴۹۹	کل شرکت‌های بورسی
۱۰	کسر می‌شود: شرکت‌هایی که در سال ۱۳۹۵ در بورس پذیرش نشده‌اند.
۲۲۴	کسر می‌شود: شرکت‌هایی که پایان سال مالی آنها ۲۹ اسفند ماه هر سال نمی‌باشد.

۱۶	کسر می‌شود: شرکت‌هایی که تغییر سال مالی داشته باشند.
۱۵۹	کسر می‌شود: صنایع واسطه‌گری مالی و پولی، سایر واسطه‌گری‌های مالی، سرمایه‌گذاری‌ها، بانک و مؤسسات اعتباری، بیمه و بازنشستگی
۹۰	جمع کل نمونه (نهایی):

مدل پژوهش، تعریف متغیرها و روش‌های اندازه‌گیری آن‌ها

$$\begin{aligned}
 &Market_Efficiency_t \\
 &= \alpha_0 + \alpha_1 DISCLCSR_t + \alpha_2 LEVERAGE_t + \alpha_3 ROA_t \\
 &+ \alpha_4 SIZE_t + \varepsilon.
 \end{aligned}
 \tag{۱}$$

که در این مدل:

$Market_Efficiency_t$: کارایی بازار سهام متغیر وابسته پژوهش می‌باشد. ارزش ذاتی سهام شرکت‌ها با استفاده از مدل سود باقیمانده اولسون (۱۹۹۵) محاسبه می‌شود. این مدل از تنزیل سود باقیمانده پیش‌بینی شده به‌عنوان معیاری برای ارزش ذاتی سهام یک شرکت استفاده می‌کند و انطباق ارزش ذاتی با ارزش بازار سهام گواه بر کارایی بازار سهام است.

مدل اولسون:

$$V_t = BV_t + \frac{RI_t}{WACC - g}
 \tag{۲}$$

$$g = \frac{ROE * R}{1 - (ROE * R)}
 \tag{۳}$$

$$R = 1 - DPS\%
 \tag{۴}$$

$$RI = X_t - (WACC * BV_{t-1})
 \tag{۵}$$

$$WACC = \left(\frac{D}{D + E} \right) * K_d(1 - t) + K_e * \left(\frac{E}{E + D} \right)
 \tag{۶}$$

$$K_e = R_f + \beta(R_m - R_f)
 \tag{۷}$$

V : ارزش مورد انتظار شرکت (ارزش ذاتی).

BV : ارزش دفتری کل دارایی‌های شرکت.

RI_1 : سود باقیمانده سال بعد.

WACC: میانگین موزون هزینه سرمایه.

g : نرخ رشد.

سود خالص سال جاری X_t :

ارزش دفتری کل دارایی‌های سال قبل BV_{t-1} :

D : ارزش بدهی‌های شرکت.

E : ارزش حقوق مالکانه.

K_d : نرخ بازده مورد انتظار وام‌دهندگان می‌باشد. که نرخ سود تسهیلات بانکی مطابق بخشنامه‌های ابلاغی بانک مرکزی ملاک قرار گرفته است.

K_e : نرخ بازده مورد انتظار سهامداران مطابق مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای ($CAPM$) است. t : نرخ مالیات بر عملکرد (۲۵٪) است.

R_f : نرخ بازدهی بدون ریسک برابر با که از نرخ سود سپرده‌های کوتاه‌مدت بانکی منتشره در سایت بانک مرکزی است.

β : ریسک سیستماتیک می‌باشد که بیانگر میزان حساسیت بازده روزانه شرکت نسبت به بازده روزانه شاخص کل بازار است که با استفاده از شیب خط رگرسیون بازدهی شرکت و بازدهی شاخص کل برای یک دوره‌ی زمانی ۳۶ ماهه محاسبه شده است.

R_m : بازده بازار که بر اساس بازده سالانه شاخص کل محاسبه شده است [۱۱].

ارزش روز سهم شرکت در سال t : حاصلضرب قیمت پایانی سهم شرکت پایان سال t در تعداد سهام شرکت پایان همان سال [۱۳].

در نهایت، از ما به التفاوت بین ارزش ذاتی شرکت حاصل از مدل اولسون و ارزش روز سهام، معیاری حاصل می‌گردد که همگرایی این دو ارزش حاکی از کارایی بازار سهام است.

$DISCLCSR_t$: شاخص مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها، متغیر مستقل پژوهش است. برای سنجش افشای مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها و شناسایی ابعاد و شاخص‌های آن اگرچه هنوز هیچ اجماعی میان محققان و سازمان‌ها وجود ندارد، با این حال معیارها و استانداردهای بین‌المللی زیادی را پژوهشگرانی از قبیل هاکستون و می‌لن (۱۹۹۶)، برانکو و رودریگز (۲۰۰۸)، (حنیفه و کوک (۲۰۰۵)، جنیفره و تیلور (۲۰۰۶)، خان (۲۰۱۰) و صالح و همکاران (۲۰۱۰)، سازمان‌های تدوین استاندارد و بورس‌های مختلف از قبیل ایزو ۲۶۰۰۰، شاخص پایداری داو جونز، سازمان پیشگام گزارشگری جهانی (GRI)^۲ و شاخص

^۱ Capital Asset Pricing Model

^۲ Global Reporting Initiative

(KLD) تهیه کرده‌اند. بر این اساس، به‌منظور تدوین چک لیست افشای مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها ابتدا تعداد زیادی از منابع نظری، پژوهشی، استانداردها و معیارهای بین‌المللی مرتبط در حوزه مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها بررسی شد و با توجه به فراوانی ابعاد و مؤلفه‌های استفاده شده در پژوهش‌های قبلی و با ترکیب استانداردها و رهنمودهای بین‌المللی و در نظر گرفتن شرایط محیطی ایران، چک لیست نهایی مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها به شرح جدول (۲) استخراج گردید.

جدول ۲. ابعاد و شاخص‌های افشای مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها

ابعاد	شاخص‌ها
زیست‌محیطی	آلودگی هوا؛ بازیافت یا جلوگیری از ضایعات؛ حفظ منابع طبیعی؛ دریافت جایزه در زمینه محیط‌زیست؛ رعایت قوانین و مقررات زیست‌محیطی؛ سایر موارد
محصولات و خدمات	کیفیت، ایمنی و سلامت محصول؛ توسعه محصول / سهم بازار؛ خدمات پس از فروش؛ توقف تولید؛ سایر موارد
منابع انسانی	اطلاعاتی کلی در مورد نیروی کار (نظیر توزیع سنی کارکنان، توزیع جنسی کارکنان، سطح تحصیلات)؛ برنامه آموزش و توسعه کارکنان؛ حقوق، مزایا و پاداش کارکنان؛ امکانات ورزشی و رفاهی کارکنان؛ روحیه و ارتباطات کارکنان؛ محیط کار کارکنان (ایمنی، سلامت، بهداشت)؛ بازنشستگی و مزایای پایان خدمت کارکنان؛ سایر موارد
مشتریان	پاسخ‌گویی به نیاز مشتریان؛ شکایت / رضایتمندی مشتریان؛ سلامت مشتریان؛ سایر موارد
اجتماعی	رعایت و تبعیت از قوانین و مقررات مربوط به بعد اجتماعی؛ سرمایه‌گذاری اجتماعی (سلامتی و بهداشت و...)؛ هدایا و خدمات خیریه و نیکوکاری (نهادهای مدنی)؛ حامیان مالی برای فعالیتهای اجتماعی (ورزش و...)؛ سایر موارد

فرهنگی_اعتقادی	سرمایه‌گذاری فرهنگی – اعتقادی (آموزش و...); حامیان مالی فعالیتهای فرهنگی – اعتقادی؛ فساد، رشوه‌خواری، پول‌شویی؛ سایر موارد
انرژی	حفظ و صرفه‌جویی در انرژی؛ توسعه و اکتشاف منابع جدید؛ استفاده از منابع جدید؛ سایر موارد

سپس برای سنجش رتبه مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها از روش تحلیل محتوای آن گزارش‌ها و رویکرد شاخص مطابق رابطه زیر استفاده می‌شود. به این صورت که، اگر هر قلم از موارد چک‌لیست در یک شرکت وجود داشته‌باشند عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر لحاظ می‌گردد [۱۲]:

$$\text{رتبه (افشاء)} = \frac{\text{افشاء تعداد}}{\text{تعداد (اقلام کل)}}$$

LEVERAGE: متغیر اهرم مالی است و به‌عنوان متغیر کنترلی در پژوهش می‌باشد. از طریق نسبت کل بدهی‌ها به کل حقوق صاحبان سهام محاسبه می‌شود [۱۲].

ROA: متغیر بازده دارایی‌ها است و به‌عنوان متغیر کنترلی در پژوهش می‌باشد. از طریق نسبت سود خالص به کل دارایی‌ها محاسبه می‌شود [۱۳].

Size: به‌منظور کنترل اثر اندازه شرکت از لگاریتم طبیعی کل دارایی‌ها استفاده می‌شود [۱۲]. لازم به ذکر است که تمامی مدل‌های پژوهش به‌وسیله نرم‌افزار ۱۰ Eviews برآورد گردیده‌است.

جدول ۳. آمار توصیفی پژوهش

مشاهدات	کشیدگی	چولگی	انحراف معیار	حد اقل	حد اکثر	میانگین	نماد	متغیر
۴۵۰	۴۴۵٫۸۸	۲۱٫۹۶	۲۳۴۷۵٫۴	-۲۷۳۰۰	۴۷۶	۰٫۸۳	Market Capital	کارایی بازار
۴۵۰	۲٫۶۹	۰٫۲۵	۰٫۱۴	۰٫۰۰	۰٫۷۷	۰٫۴۰	DISCLCSR	افشای مسئولیت اجتماعی

مشاهدات	کشیدگی	چولگی	انحراف معیار	حداقل	حداکثر	میانه	میانگین	نماد	متغیر
۴۵۰	۷۹,۱۰	۶,۸۸	۰,۴۷	۰,۰۰	۶,۴۷	۰,۳۸	۰,۴۷	LEV	اهرم مالی
۴۵۰	۵۳,۸۷	۶,۴۷	۰,۸۴	۰,۰۰	۸,۸۶	۰,۱۴	۰,۳۹	ROA	بازده دارایی‌ها
۴۵۰	۳,۱۸	۰,۱۸	۰,۹۳	۳,۰۸	۸,۷۶	۵,۹۳	۵,۹۲	SIZE	اندازه شرکت

آمار توصیفی پژوهش شکل کلی از وضعیت توزیع داده‌ها را نشان می‌دهد. در جدول (۳)، همان‌طور که مشاهده می‌شود، مقادیر حداقل، حداکثر و میانگین افشای مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها به ترتیب ۰,۰۰، ۰,۷۷ و ۰,۳۹ است و بیانگر آن می‌باشد که به‌طور متوسط حدود ۰,۴۰ درصد یعنی کمتر از نیمی از شرکت‌های مورد مطالعه به افشای مسئولیت اجتماعی خود می‌پردازند. در بررسی ضریب کشیدگی مشاهده می‌شود که تمام متغیرهای مورد بررسی دارای ضریب کشیدگی مثبت و کشیده‌تر از توزیع نرمال می‌باشند.

آمار استنباطی متغیرهای پژوهش

در بررسی اثرات ثابت و مشترک ابتدا باید از آزمون چاو (F لیمر) استفاده کرد. اگر احتمال این آزمون کمتر از ۵ درصد باشد، فرض صفر رد می‌شود و مدل از الگوی اثرات ثابت پیروی می‌کند که در مدل پژوهش ما این احتمال بیشتر از ۵ درصد بوده است لذا الگوی مدل ما از اثرات مشترک پیروی کرده و در ادامه نیازی به بررسی آزمون هاسمن جهت بررسی اثرات ثابت یا تصادفی نمی‌باشد. نتایج آزمون‌های چاو و هاسمن در جدول (۴) مشاهده می‌شود.

جدول ۴. آزمون چاو و هاسمن

الگوی مدل	آزمون چاو (F لیمر)	مدل پژوهش
اثرات مشترک	۰,۶۴	
آزمون هاسمن الگوی مدل		
نیاز به انجام آزمون هاسمن نیست.		

پیش از برآورد رگرسیون افشای مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها و کارایی بازار، فروض کلاسیک رگرسیون بررسی شده‌است. یکی از پیش‌فرض‌های رگرسیون، نبود همخطی بین متغیرهای توضیحی است. همخطی، وضعیتی است که نشان می‌دهد یک متغیر توضیحی تابعی خطی از سایر متغیرهای توضیحی است. اگر همخطی در یک معادله رگرسیون بالا باشد، نشان می‌دهد که بین متغیرهای توضیحی همبستگی بالا وجود دارد و ممکن است با وجود بالا بودن ضریب تعیین، الگوی رگرسیون از اعتبار بالایی برخوردار نباشد. جدول (۵) و (۶) نیز گویای این مطلب هستند، بدین صورت که همخطی بین متغیرهای مستقل مدل پژوهش وجود ندارد چراکه مقدار این آماره برای تمامی متغیرهای مستقل کمتر از ۱۰ شده‌است و مدل از همبستگی مناسبی برخوردار است.

جدول ۵. آزمون‌های نرمال بودن، همخطی و ناهمسان

نوع آزمون در مدل پژوهش	نرمال بودن	نتیجه	همخطی (VIF)	نتیجه	ناهمسان واریانس	نتیجه
	۰,۰۰۰۰۰۰	رد فرض	کمتر از ۱۰	وجود ندارد	۰,۰۰۰۰	ناهمسانی

در جدول فوق با توجه به اینکه فرضیه صفر ما رد شده‌است یعنی واریانس ناهمسان وجود دارد. بر این اساس، باید با وزن‌دهی مناسب به متغیرها مشکل ناهمسان را برطرف و یا آن را بهبود بخشید.

جدول ۶. آزمون همبستگی بین متغیرهای مستقل پژوهش

اندازه شرکت	بازده دارایی‌ها	اهرم مالی	افشای مسئولیت اجتماعی	اندازه شرکت
۰,۰۶	-۰,۰۶	۰,۳۴	۱,۰۰	افشای مسئولیت اجتماعی
۰,۰۰۱	-۰,۰۰۴	۱,۰۰	۰,۰۳	اهرم مالی
-۰,۲۱	۱,۰۰	-۰,۰۰۳	-۰,۰۶	بازده دارایی‌ها
۱,۰۰	-۰,۲۱	۰,۰۰۱	۰,۰۶	اندازه شرکت

نتایج آزمون فرضیه پژوهش

جدول ۷. برازش مدل پژوهش

متغیر وابسته: کارایی بازار سهام					
متغیر	نماد متغیر	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری
ضریب ثابت	C	-۸۲۶۸۱	۷۵۴۰۰	-۱,۰۹	۰,۲۷
افشای مسئولیت اجتماعی	DISCLCSR	-۵۴۸۸۲	۷۱۴۱۶	-۰,۷۶	۰,۴۴
اهرم مالی	LEV	-۱۵۲۱۱	۲۲۴۶۴	۰,۶۷	۰,۴۹
بازده دارایی‌ها	ROA	۲۲۳	۱۲۸۴۶	۰,۰۱۷	۰,۹۸
اندازه شرکت	SIZE	۲۰۶۹۶	۱۱۵۶۵	۱,۷۸	۰,۰۷
ضریب تعیین			۰,۰۰۹		
ضریب تعیین تعدیل شده			۰,۰۰۰		
آماره دوربین-واتسون			۲,۴۳		
آماره F			۱,۰۶		
احتمال (آماره F)			۰,۳۷		

تحلیل یافته‌های پژوهش

نتایج جدول (۷) حاکی از آن است که در برازش مدل با توجه به سطح معناداری ۰,۴۴ درصد، بین افشای مسئولیت اجتماعی شرکت و کارایی بازار سهام رابطه معناداری وجود ندارد. لذا، فرضیه پژوهش رد می‌شود. ضریب تعیین مدل ۰,۰۰۹ درصد است؛ بدین معنا که متغیرهای مستقل پژوهش تنها می‌توانند کمتر از یک درصد از متغیر وابسته را توضیح دهند که در اکثریت پژوهش‌های پیرامون کارایی بازار سرمایه ضریب مذکور پایین می‌باشد [۲]. توجه به ضرایب و سطح معناداری متغیرهای کنترلی نشان می‌دهد که هیچ‌کدام از متغیرهای اهرم مالی، بازده دارایی‌ها و اندازه شرکت رابطه معناداری با کارایی بازار سهام ندارند. آماره دوربین-واتسون در محدوده ۱,۵ تا ۲,۵ قرار دارد که نتایج نشان می‌دهد جملات اخلاقی فاقد خودهمبستگی هستند.

نتیجه‌گیری و ارائه پیشنهادها

در این پژوهش، رابطه بین افشای مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها و کارایی بازار سهام در سطح نیمه‌قوی با انتخاب ۹۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار گرفته است. افشای مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها از طریق تحلیل محتوای گزارش هیئت مدیره و صورت‌های مالی شرکت‌ها استخراج شد و بر اساس سنجش رتبه افشای آن‌ها متغیر افشای مسئولیت اجتماعی به‌دست آمده است.

سپس کارایی بازار سهام را با استفاده از مدل باقیمانده اولسون و از طریق تفاوت بین دو رقم قیمت بازار و ارزش ذاتی که مطابق فرضیه بازار کارا معیاری به عنوان کارایی بازار است، محاسبات انجام شده است. نتایج حاصل از پژوهش حاکی از آن است که بین افشای مسئولیت اجتماعی و کارایی بازار سهام در سطح نیمه قوی ارتباط معناداری برقرار نیست. یافته‌های پژوهش با پژوهش‌های فرجی و همکاران (۱۳۹۹)، کامیابی و همکاران (۱۳۹۵) مطابقت داشته و با پژوهش‌های بوفینگر و همکاران (۲۰۲۲)، صافی و همکاران (۲۰۲۲)، بنملی (۲۰۱۸)، مینهارت و همکاران (۲۰۱۷)، شهسواری و همکاران (۱۳۹۷) و احمدپور و فرمانبردار (۱۳۹۶) مطابقت ندارد.

عدم در نظر گرفتن اطلاعات مسئولیت اجتماعی و ناکارایی بازار که در تعدادی از پژوهش‌های پیشین نیز تایید شده است و در این پژوهش نیز با استفاده از مدل اولسون مورد بررسی قرار گرفت، نشان می‌دهد که ترس از دست دادن سود در بازارهای صعودی و ترس از دست رفتن اصل سرمایه در بازارهای نزولی خصوصاً در شرایط تورمی کشور باعث می‌شود که مردم ارزش‌های ذاتی سهام را کنار بگذارند و هیجان زده در صف‌های خرید و فروش بایستند. همین موضوع بازار را از کارایی خود دور می‌کند و در کوتاه‌مدت و به‌خاطر طمع سرمایه‌گذاران، بازار سهام متورم شده و سهام به قیمت‌هایی غیر منصفانه و حبابی می‌رسد. دیر یا زود این حباب‌ها از بین رفته و سرمایه‌گذاران زیادی متضرر خواهند شد. تاریخ نشان داده است که تمامی این آثار در کوتاه‌مدت رخ می‌دهد و در بلندمدت وضعیت متفاوت خواهد بود. سهم بی‌ارزش که تنها با طمع رشد کرده، از هم فرو می‌پاشد و سهم ارزنده که فراموش شده، راه رشد خود را پیدا خواهد کرد، چراکه یک بازار کارا به جریان شفاف و عمومی اطلاعات نیاز دارد. در کوتاه‌مدت شاید مردم زحمت جستجوی اطلاعات را به خود ندهند. اما در بلندمدت این اطلاعات با سرعتی آهسته در بین آن‌ها تکثیر می‌شود و بر بازار اثر می‌گذارد و بازار به سمت کارایی حرکت می‌کند. به نقل از اقتصاددانان مکتب اتریشی؛ انسان‌ها موجوداتی احساسی هستند و تصمیماتی غیرعقلایی اتخاذ می‌کنند، فعالان بازار هم رفتارهای احساساتی و غیرمنطقی می‌توانند داشته‌باشند که این موضوع بدون در نظر گرفتن افشای اطلاعات شرکت همچون افشای اطلاعات مسئولیت اجتماعی آن می‌تواند نشان از ناکارایی بازار سرمایه داشته‌باشد [۳].

پژوهش حاضر نیز همانند سایر پژوهش‌های صورت گرفته دارای محدودیت‌هایی می‌باشد. یکی از این محدودیت‌ها می‌تواند در بحث افشای مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها است؛ در ایران با توجه به داوطلبانه بودن افشای این اطلاعات، برخی شرکت‌ها به افشای کمتر اطلاعات خود در زمینه مسئولیت‌های اجتماعی می‌پردازند و بر این اساس استفاده‌کنندگان و تحلیل‌گران بازار هم به اطلاعات مسئولیت اجتماعی توجه ناکافی دارند. لذا، پیشنهاد می‌شود که تدوین‌کنندگان و مقررات‌گذاران الزاماتی را در راستای ضرورت افشای اطلاعات پایداری لحاظ نمایند.

با توجه به اهمیت نقش حاکمیت شرکتی در واحدهای تجاری می‌توان جهت انجام پژوهش‌های آتی مرتبط با این پژوهش موضوع بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی بر رابطه بین افشای مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها و کارایی بازار سهام را پیشنهاد نمود تا با بررسی نقش تعدیل‌گری سازوکار حاکمیت شرکت‌ها بتوان تا حدی به کارایی بازار نزدیک شد.

فهرست منابع

۱. احمدپور، احمد؛ فرمانبردار، مریم (۱۳۹۶). "بررسی رابطه بین مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها، بی طرفانه بودن پیش بینی سود هر سهم و کارایی بازار". **مطالعات حسابداری و حسابرسی**، انجمن حسابداری ایران، سال ششم زمستان ۱۳۹۶ شماره ۲۴.
۲. به رشد، عبدالحسین، صمدی لنگرانی، محمود، تقی‌پوریان، یوسف (۱۴۰۰). "خطمشی‌های مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت‌ها و عدم تقارن اطلاعاتی". **فصلنامه خطمشی‌گذاری عمومی در مدیریت**، سال ۱۲، شماره ۴۴، زمستان ۱۴۰۰، صفحه ۳۵-۴۵.
۳. تالار بورس (۱۴۰۰). "فرضیه بازار کارا و علل ناکارایی بورس".
۴. حکمت، هانیه، رحمانی، علی، ملا نظری، مهناز، موسوی، میرحسین، قالیباف‌اصل، حسن (۱۳۹۹). "اطلاعات حسابداری و کارایی بازار سهام در سطح نیمه‌قوی". **پژوهش‌های تجربی حسابداری**، سال نهم، شماره ۳۶، تابستان ۱۳۹۹، صفحه ۲۳-۴۹.
۵. حیدری هرات مه، مصطفی (۱۴۰۰). "بررسی اثرات مثبت و منفی اطلاعات نسبتاً منفی بر افشای مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها". **پژوهش‌های جامعه‌شناختی**، سال ۱۵، شماره ۱، رتبه B، بهار ۱۴۰۰، صفحات ۱۶۳-۱۸۲.
۶. رضایی، فرزین، گلزاریان‌فر، رضایی (۱۳۹۹). "تأثیر توسعه بازار بر ایفای مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها". **تحقیقات حسابداری و حسابرسی**، انجمن حسابداری ایران، تابستان ۱۳۹۹، شماره ۴۶.
۷. رضایی‌پشته‌نوعی، یاسر، غلامرضاپور، محمد، امیرنیا، نرجس، کاظمی، سید پوریا (۱۳۹۹). "راهبرد تجاری و افشای مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت". **مجله دانش حسابداری**، انجمن حسابداری ایران، دانشگاه شهید باهنر کرمان، دوره ۱۲، شماره ۲، پیاپی ۴۵، صص ۶۷-۸۶.
۸. شهسواری، معصومه، سلمانی، رسول (۱۳۹۷). "بررسی پیامدهای اقتصادی مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت‌ها (با تأکید بر کارایی سرمایه‌گذاری)". **دانش سرمایه‌گذاری**، سال هفتم / شماره بیست‌وهفتم / پاییز ۱۳۹۷.
۹. فرجی، امید، جنتی‌دریاکناری، فاطمه، منصوری، کفسان، یونس‌مطیع، فاطمه (۱۳۹۹). "مسئولیت‌پذیری اجتماعی و ارزش شرکت: نقش تعدیل‌گر مدیریت سود". **مدیریت سرمایه اجتماعی**، دوره ۷، شماره ۱، بهار ۱۳۹۹، صفحه ۲۵-۵۸.
۱۰. کامیابی، یحیی، شهسواری، معصومه، سلمانی، رسول (۱۳۹۵). "تأثیر مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها بر عدم تقارن اطلاعاتی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق‌بهدار تهران". **نشریه تحقیقات حسابداری و حسابرسی**، انجمن حسابداری ایران، شماره ۳۰.
۱۱. کرباسی‌یزدی، حسین، نوری‌فرد، یداله، محمد شریفی، طاهر (۱۳۹۴). "اثر سطح افشای اختیاری شرکت‌ها بر کارایی تخصیص بازار سرمایه". **پژوهش‌های تجربی حسابداری**، سال ۴، شماره ۱۶، تابستان ۱۳۹۴، صفحات ۱۲۵-۱۴۳.

۱۲. کردستانی، غلامرضا، قادرزاده، سید کریم، حقیقت، حمید (۱۳۹۷). "تأثیر افشای مسئولیت اجتماعی بر معیارهای حسابداری، اقتصادی و بازار ارزیابی عملکرد شرکت‌ها". **مجله پیشرفت‌های حسابداری دانشگاه شیراز** دوره دهم، شماره اول، بهار و تابستان ۱۳۹۷، پیاپی ۳/ ۷۴، صفحه های ۱۸۱-۲۱۰ (مجله علوم اجتماعی و انسان پیشین)
۱۳. گل‌ارزی، غلامحسین، یعقوبی، محمود (۱۳۹۷). "مقایسه دقت مدل اولسون و مدل پیوتروسکی در تبیین قیمت سهام پذیرفته شده در بازار اوراق بهادار تهران". **نشریه مدل‌سازی اقتصادسنجی**، تابستان ۱۳۹۷، شماره ۱۰، صفحه ۱۴۷-۱۶۳.
۱۴. گنجی، حمیدرضا، جهان‌دوست مرغوب، مهران، نصیری‌فر، هاشم، ویسی‌حصار، ثریا (۱۴۰۰). "اثر روابط سیاسی با دولت بر رابطه بین مسئولیت اجتماعی و محافظه‌کاری حسابداری". **حسابداری و منافع اجتماعی**، دوره ۱۱، شماره ۴، زمستان ۱۴۰۰، صفحه ۹۱-۱۲۲.
۱۵. لک، لیلا، صالحی، اله کرم، بصیرت، مهدی (۱۳۹۸). "بررسی کارایی بازار سرمایه در تحلیل اطلاعات اجزای نقدی سود حسابداری". **دانش حسابداری مالی**، دوره ۶، شماره ۱، پیاپی ۲۰، بهار ۱۳۹۸، صفحات ۲۳۹-۲۶۵.
۱۶. ولی‌نیا، سید نیما، رنجبر، محمد حسین، خدادادی، داوود، سالاری، حجت‌اله (۱۴۰۱). "اثر ضعف کنترل‌های داخلی بر تغییرات بازده سهام، مدیریت سود واقعی و ریسک شرکت‌ها". **فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری**، دوره ۱۱، شماره ۳ (پیاپی ۴۲)، بهار ۱۴۰۱، صفحه ۵۶۳-۵۷۸.
۹۷. Benlemlih, M., Bitar, M, (2018), "Corporate Social Responsibility and Investment Efficiency". **Journal of Business Ethic.** 148,647-671.
۸۸. Bofinger. Y, Heyden, KJ, Bjorn, R. (2022). "Corporate social responsibility and market efficiency: Evidence from ESG and misvaluation measures". **Journal of Banking and Finance.**
۹۹. Cao Thi M. T, Nguyen V.K, Nguyen T. C, Nguyen T. L (2021). "Corporate Social Responsibility Disclosure and Financial Performance: The Mediating Role of Financial Statement Comparability". **sustainability.** 2021, 13, 10077. <https://doi.org/10.3390/su131810077>.
۱۰۰. Liu, X., Zhang, Ch, (2017), "Corporate Governance, Social Responsibility Information Disclosure, and Enterprise Value in China", **Journal of Cleane production**, 142 (Part 2), PP. 1075-1084.
۲۱. Safi, A., Chen, Y., Ghayyum, A., Wahab, S., Amin, M, (2022). "How does corporate social and environmental responsibility contribute to investment efficiency and performance? Evidence from the financial sector of China". **Cogent Economics & Finance.** <https://doi.org/10.1080/1331677X.2022.2142816>
۲۲. Mynhardt, H., Makarenko, I, (2017). "Market efficiency of traditional stock market indices and social responsible indices: the role of sustainability reporting". **Investment Management and Financial Innovations**, [http://dx.doi.org/10.21511/imfi.14\(2\).2017.09](http://dx.doi.org/10.21511/imfi.14(2).2017.09) businessperspectives.org.



An Investigating Of The Relationship Between Disclosure Of Corporate Social Responsibility And Semi- Strong Stock Market Efficiency

Shahnaz Mashayekh

Associate Prof., Department of Accounting, Faculty of Social Sciences and economics , Alzahra University, Tehran, Iran

Tooba Haghghat¹©

Ph.D. Candidate in Accounting, Department of Accounting, Faculty of Social Sciences and economics, Alzahra University, Tehran, Iran

Hanieh Hekmat

Assistant Prof., Department of Accounting, Faculty of Social Sciences and economics, Alzahra University, Tehran, Iran

(Received: January 2, 2023; Accepted: December August 22, 2023)

In recent years, corporate social responsibility (CSR) has expanded to include broader issues such as the environment, human rights, and anti-corruption. Companies can fulfill part of their accountability to society by disclosing information beyond financial data, thus providing a basis for better decision-making for stakeholders. The efficiency of a market relies on the presence of a transparent and public flow of information, and the success of an efficient market hinges on its ability to continuously reflect new information in the prices of securities. Accordingly, this research aims to investigate the relationship between CSR disclosure and the market efficiency of the listed companies on the Tehran Stock Exchange. To this end, 450 firm-year observations during the years 2016-2020 were selected through systematic elimination sampling. The level of CSR disclosure was measured using the board of directors' reports and the annual financial statements of the companies. The CSR ranking index was assessed through content analysis of these reports. Capital market efficiency was measured using the Olson residual income model, which indicates semi-strong market efficiency. The hypotheses were tested using panel data methodology and Eviews 10 software. The test results show that not all information is reflected in stock prices, which might be attributed to the inefficiency of the Iranian capital market. Therefore, CSR disclosure does not significantly impact the stock market efficiency, and the hypothesis of stock market efficiency in Iran cannot be confirmed.

Keywords: Corporate Social Responsibility (CSR) Disclosure, Semi-Strong Market Efficiency, Ohlson Residual Income Model.

¹ t.haghghat@alzahra.ac.ir © (Corresponding Author)