

Social Responsibility, Company Value and Stock Returns in Companies Listed on the Tehran Stock Exchange; the Moderating Effect of the Corona Virus Epidemic¹

Parisa Saadat Behbahaninia², Anis Masih Gol³

Received: 2024/02/29

Accepted: 2024/06/01

Research Paper

Abstract

Purpose: The current research examines the moderating effect of the corona virus crisis on the relationship between social responsibility activities on company value and stock returns in companies listed on the Tehran Stock Exchange.

Research Method: This research is practical in terms of purpose, and from the aspect of identification method, it is correlation and among descriptive research. The statistical population of the research is the Tehran Stock Exchange and the research sample is 135 companies admitted to the Tehran Stock Exchange in a 4-year period between 2017 and 2018. In order to test the hypotheses of the research, multivariate regression was used with combined data and Eviuse software.

Conclusion: The results showed that the social responsibility of the CSR Company leads to an increase in stock returns and company value. In addition, the Corona epidemic has a moderating effect of social responsibility on company value and stock returns. As a result, this crisis reduces the positive effect of social responsibility on company value and stock returns. In this way, it is possible to understand the importance of corporate social responsibility measures in the return of shares and the value of companies, especially in critical periods such as the spread of the Corona epidemic virus.

Contribution: In this research, the moderating effect of the actual shock of the corona virus on the relationship between social responsibility activities, company value and stock returns has been investigated, is that by examining a real shock, the relationship between these variables and predicting their behavior in other crises is discussed.

Keywords: Social Responsibility, Company Value, Stock Return, Corona Virus.

JEL Classification: M41.

1. doi: 10.22051/jaasci.2024.46371.1833

2. Associate Professor, Department of Accounting, Faculty of Social Sciences and Economic, Alzahra University, Tehran, Iran. (Corresponding Author). (P.behbahaninia@alzahra.ac.ir)

3. M.Sc. Department of Accounting, Faculty of Social Sciences and Economic, Alzahra University, Tehran, Iran. (masihgolans@gmail.com).



مسئولیت اجتماعی، ارزش شرکت و بازده سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران؛ اثر تعدیلی همه‌گیری ویروس کرونا^۱

پریسا سادات بهبهانی‌نیا^۲، انیس مسیح‌گل^۳

تاریخ دریافت: ۱۴۰۲/۱۲/۱۰

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۳/۰۳/۱۲

مقاله پژوهشی

چکیده

هدف: پژوهش حاضر به بررسی اثر تعدیلی بحران ویروس کرونا بر رابطه فعالیت‌های مسئولیت اجتماعی بر ارزش شرکت و بازده سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌پردازد.

روش پژوهش: این پژوهش از لحاظ هدف، کاربردی بوده و از بعد روش شناسایی، همبستگی و در زمره تحقیقات توصیفی می‌باشد. جامعه آماری پژوهش بورس اوراق بهادار تهران است و نمونه پژوهش ۱۳۵ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۴ ساله بین سال‌های ۱۳۹۷ تا ۱۴۰۰ می‌باشد. به منظور آزمون فرضیه‌های پژوهش از رگرسیون چند متغیره با داده‌های ترکیبی و نرم‌افزار ایویوز استفاده شده است.

یافته‌ها: نتایج نشان داد که مسئولیت اجتماعی شرکت منجر به افزایش بازده سهام و ارزش شرکت می‌شود. علاوه بر این همه‌گیری کرونا اثر تعدیلی مسئولیت اجتماعی بر ارزش شرکت و بازده سهام را ایفا می‌کند. این بحران تأثیر مثبت مسئولیت اجتماعی بر ارزش شرکت و بازده سهام را کاهش می‌دهد. بدین ترتیب می‌توان به اهمیت اقدامات مسئولیت اجتماعی شرکت در بازده سهام و ارزش شرکت‌ها بخصوص در دوره‌های بحرانی همچون شیوع ویروس همه‌گیری کرونا پی برد.

دانش افزایی: در این پژوهش اثر تعدیلی شوک ویروس کرونا بر رابطه فعالیت‌های مسئولیت اجتماعی، ارزش شرکت و بازده سهام بررسی شده است که با بررسی یک شوک واقعی به رابطه این متغیرها و پیش‌بینی رفتار آن‌ها در سایر بحران‌ها پرداخته می‌شود.

واژه‌های کلیدی: مسئولیت اجتماعی، ارزش شرکت، بازده سهام، ویروس کرونا.

طبقه‌بندی موضوعی: M41

doi: 10.22051/jaasci.2024.46371.1833

۱. دانشگاه الزهرا، گروه حسابداری، دانشکده علوم اجتماعی و اقتصادی، دانشگاه الزهرا (س)، تهران، ایران. نویسنده مسئول. (P.behbahaninia@alzahra.ac.ir)

۲. کارشناس ارشد، گروه حسابداری، دانشکده علوم اجتماعی و اقتصادی، دانشگاه الزهرا (س)، تهران، ایران. (masihgolani@gmail.com)

jaasci.alzahra.ac.ir

مقدمه

طبق گزارش‌های سازمان بهداشت جهانی، کرونا ویروس جدید ۲۰۱۹ یا کووید-۱۹ در اواخر سال ۲۰۱۹ و اوایل سال ۲۰۲۰ از شهر ووهان در استان هوبی چین شیوع پیدا کرد (ژائو و همکاران^۱، ۲۰۲۰: ۳۸۸؛ وانگ و همکاران^۲، ۲۰۲۰: ۲۷۰). اولین موارد تشخیص داده شده در ایران در ۲۹ بهمن ۱۳۹۸ تأیید شد و شیوع سریع این بیماری باعث سرایت بسیاری از شهرها شد. استان‌های گلستان، مازندران، تهران و اصفهان به‌عنوان مناطق قرمز گزارش شدند. در ۲۰۰ سال گذشته بیش از ۱۲ اپیدمی بیماری عفونی در ایران رخ داده است، اما به‌ندرت پیش می‌آید که چنین بیماری پیام‌های اقتصادی و سیاسی در ایران و جهان داشته باشد (بهبهانی‌نیا و گلیدی^۳، ۲۰۲۲: ۸۸۷). ولی با شیوع کووید-۱۹ و تشدید رکود اقتصادی بازارهای سهام در ابتدا اندکی کاهش یافتند؛ اما سپس روند صعودی را دنبال کردند. به‌طوری که شاخص کل بورس به بالاترین سطح خود از زمان تأسیس بورس اوراق بهادار تهران رسید. اگرچه این وضعیت پایدار نبود و بازار سهام دارای نوسانات بسیاری گردید (گرچی‌پور و همکاران، ۱۴۰۰: ۶۲). با این حال، ویروس کرونا دارای پیامدهای اقتصادی بود که علل آن متفاوت است اما اثرات اجتماعی مهمی نیز داشت. در این شرایط، با افزایش انتظارات اجتماعی از شرکت، مفهوم مسئولیت اجتماعی شرکت^۴ معنای کامل خود را پیدا می‌کند (خانچل و همکاران^۵، ۲۰۲۳: ۱۶). بسیاری از شرکت‌ها با مسئولیت اجتماعی بالا تلاش کرده‌اند با گسترش کووید-۱۹ مبارزه کرده و از ذی‌نفعان خود مانند کارکنان، مشتریان و به‌طور کلی جوامع، با وجود فشارهای مالی شدید، محافظت کنند (مائو^۶ و همکاران، ۲۰۲۱: ۲۷۲۱). بنابراین اهمیت و استقبال زیاد از مسئولیت اجتماعی شرکت در سال‌های اخیر باعث شده است که کاربران توجه ویژه‌ای به آن داشته باشند

1. NCoV-2019

2. COVID -19

3. Zhao and et al

4. Wang and et al

5. Behbahaninia & Golbidi

6. Corporate social responsibility(CSR)

7. Khanchel et al

8. Mao et al

(گارسیا و همکاران^۱، ۲۰۲۰: ۲۰۲۳). در حقیقت؛ فعالیت‌های مسئولیت اجتماعی عملکردی بیمه مانند داشته و همچون بیمه، سپری در برابر اخبار منفی هستند (شیو و یانگ^۲، ۲۰۱۷: ۴۶۰، یانگ و همکاران^۳، ۲۰۱۹: ۱۹۷؛ جو و نا^۴، ۲۰۱۲: ۴۴۸)؛ اما این موضوع مشخص نیست که عملکرد مسئولیت اجتماعی در طول دوره بحرانی مانند کرونا در برابر اخبار منفی تأثیرگذار بر کاهش قیمت سهام، به‌طور مناسب عمل می‌کنند یا خیر (هی و هریس^۵، ۲۰۲۰: ۱۸۱). فلامر معتقد است شرکت‌ها می‌توانند با افزایش عملکرد فعالیت‌های مسئولیت اجتماعی شرکت به‌ویژه در جامعه، در طول یک دوره بحرانی، ذی‌نفعان را جذب و باعث افزایش اعتبار و ارزش شرکت در بازارهای رقابتی شوند و سهم آن‌ها را در بازار بهبود دهند، اگرچه اقدامات مسئولیت اجتماعی شرکت معمولاً برای بهبود و حفظ عملکرد مالی بلندمدت شرکت‌ها توصیه می‌شوند (فلامر^۶، ۲۰۱۳: ۷۶۵). با توجه به نظریه سهام‌داران (جونز^۷، ۱۹۹۵: ۴۱۷)، اینکه آیا شرکت‌ها باید در طی زمان‌های دشوار در فعالیت‌های مسئولیت اجتماعی شرکت سرمایه‌گذاری کنند تا از این طریق بازده سهام و ارزش شرکت افزایش پیدا کند، همچنان بحث‌برانگیز است. اگرچه در حال حاضر بیماری کووید-۱۹ فروکش کرده و اثر چشم‌گیری ندارد اما به دلیل اینکه بارزترین و شفاف‌ترین بحرانی بوده که در دهه‌های اخیر همگان با آن مواجه شدند بنابراین؛ پژوهش در این زمینه به عنوان یک بحران جهانی ضروری به نظر می‌رسد. مطالعه حاضر اولین پژوهشی است که به‌طور مستقیم نقش تعدیل‌کننده ویروس کرونا را در ارتباط بین مسئولیت اجتماعی و ارزش شرکت و بازده سهام با استفاده از دوره‌ای که شامل سال‌های قبل و پس‌از این بیماری همه‌گیر می‌باشد، ارزیابی می‌کند. همچنین؛ این پژوهش درک بهتری از عوامل مؤثر در افزایش عملکرد فعالیت‌های مسئولیت اجتماعی فراهم می‌کند. پرداختن به عوامل تأثیرگذار بر رفتار اخلاقی و اجتماعی سازمان‌ها در دوران بحران اهمیت دارد. بر این اساس، توجه به بحران

1. García et al
2. Shiu and Yang
3. Yang et al
4. Jo & Na
5. He and Harris
6. Flammer
7. Jones

ویروس کرونا و بررسی اثر تعدیلی آن بر رابطه مسئولیت اجتماعی، ارزش شرکت و بازده سهام از نوآوری پژوهش حاضر است.

مبانی نظری و توسعه فرضیه‌ها

مسئولیت اجتماعی یک شرکت انتظارات بشردوستانه، اخلاقی، قانونی و اقتصادی است که بشر از سازمان‌ها در یک نقطه خاص از زمان انتظار دارد (کارول^۱، ۱۹۷۹: ۵۰۰). از سوی دیگر، مسئولیت اجتماعی شرکت به‌عنوان مسئولیت اجتماعی داخلی و خارجی طبقه‌بندی می‌شود. مسئولیت اجتماعی شرکت داخلی، به "طرح‌های مسئولیت اجتماعی شرکت رسمی که در آن کارکنان می‌توانند مشارکت کنند و از مزایای توسعه‌ای بهره‌مند شوند که نشان‌دهنده احترام کارفرمایان به کارکنان خود است" اشاره دارد و مسئولیت اجتماعی شرکت خارجی، به "اقدامات متمرکز بر نظارت نسبت به جامعه محلی، محیط طبیعی و مصرف‌کنندگان" اشاره دارد (دنگ و همکاران^۲، ۲۰۲۰: ۳۹۶).

تعاریف متنوع مسئولیت اجتماعی شرکت منعکس‌کننده انواع مختلف گروه‌های ذی‌نفع، مانند ذی‌نفعان داخلی و خارجی و جامعه در مقیاس بزرگ است. در مجموع، با توجه به مطالب ذکر شده و مطالعه ادبیات پیشین، استدلال می‌شود که مسئولیت اجتماعی شرکت را می‌توان به‌عنوان اصول اخلاق تجاری برای حفظ منافع همه ذی‌نفعان شرکت تعریف کرد. در این تعاریف، رشد شرکتی و رشد اجتماعی باید دو هدف مهمی باشند که یک بنگاه به‌منظور دستیابی به توسعه پایدار در اقتصاد دنبال می‌کند (کاستا و منیچینی^۳، ۲۰۱۳: ۱۵۷).

مسئولیت اجتماعی و بازده سهام

بسیاری از مطالعات رابطه مسئولیت اجتماعی و بازده سهام را بررسی می‌کنند و بینش‌های ارزشمندی را ارائه می‌دهند، اما این در حالی است که نتایج مطالعات متفاوت است. در واقع سه دیدگاه در حوزه‌های فعلی در خصوص مسئولیت اجتماعی شرکت و بازده سهام وجود دارد. یک

1. Carroll
2. Deng and et al
3. Costa & Menichini

دیدگاه این است که "مسئولیت اجتماعی با بازده سهام همبستگی مثبت دارد". مهم‌ترین فعالیت‌های مسئولیت اجتماعی یک شرکت در یک دوره حساس، توجه به اقشار ضعیف جامعه از طریق کمک خیرخواهانه و حس انسان دوستانه است. بر مبنای تئوری سهام‌داران^۱، اگر سهام‌داران به این‌گونه فعالیت‌ها توجه کنند، فعالیت‌های مسئولیت اجتماعی می‌تواند منجر به بهینه‌سازی تصویر شرکت، کاهش هزینه‌های تأمین مالی، بهبود عملکرد مالی و رقابت، کمک به توسعه پایدار شرکت‌ها و همچنین بهبود سودآوری شود؛ بنابراین، با استفاده از این‌گونه فعالیت‌ها، شرکت‌ها می‌توانند اعتماد سرمایه‌گذاران را جلب کرده و در نهایت بازده سهام شرکت را افزایش دهند. لذا برای سرمایه‌گذار داشتن سبد سهامی متشکل از سهام شرکت‌هایی که در مسئولیت اجتماعی سرمایه‌گذاری می‌کنند، در بلندمدت سودمند خواهد بود. (کیو و همکاران^۲، ۲۰۲۱؛ لینز و همکاران^۳، ۲۰۱۷؛ مک‌گویر و همکاران^۴، ۱۹۸۸؛ لو و باتاچاریا^۵، ۲۰۰۶؛ دننگ و همکاران^۶، ۲۰۱۳: ۹۲).

دیدگاه دیگر این است که "مسئولیت اجتماعی هیچ ارتباطی با بازده سهام ندارد یا اینکه مسئولیت اجتماعی برای بهبود بازده سهام مفید نیست". به عبارتی؛ منابع یک شرکت محدود است و مسئولیت یک شرکت تنها به حداکثر رساندن منافع سهام‌داران و کسب سود برای سهام‌داران با استفاده از منابع محدود است. در نتیجه، برای تحقق فعالیت‌های مسئولیت اجتماعی باعث اتلاف منابع شرکت شده و همچنین کاهش سود را به همراه دارد که باعث آسیب رساندن به عملکرد مالی شرکت‌ها شده و در نتیجه بازده سهام شرکت‌ها کاهش می‌یابد. در واقع می‌توان استدلال کرد که قیمت سهام هیچ ارتباطی با فعالیت‌های مسئولیت اجتماعی ندارد، زیرا اثر فعالیت‌های مسئولیت اجتماعی بر بازده سهام از طریق آریترایز حذف خواهد شد (برامر و همکاران^۶، ۲۰۰۶: ۱۰۲).

دیدگاه سوم این است که "بازده سهام در ابتدا با افزایش مسئولیت اجتماعی شرکت کاهش می‌یابد و زمانی که مسئولیت اجتماعی از یک آستانه خاص فراتر می‌رود، بازده سهام با افزایش فعالیت‌های

-
1. Shareholder theory
 2. Qiu et al
 3. McGuire et al
 4. Luo & Bhattacharya
 5. Deng et al
 6. Brammer et al

مسئولیت اجتماعی افزایش می‌یابد". در واقع، در ابتدا، با افزایش سرمایه‌گذاری مسئولیت اجتماعی، شرکت‌ها نمی‌توانند جریان نقدی واقعی ایجاد شده توسط عملکرد مسئولیت اجتماعی را به طور موقت بازیابی کنند و نه تنها بازده سهام توسط فعالیت‌های مسئولیت اجتماعی تحریک نمی‌شود بلکه ممکن است در ابتدا کاهش یابد. با این حال، فعالیت‌های مسئولیت اجتماعی نوعی سرمایه‌گذاری بلندمدت است، تحقق این فعالیت می‌تواند رقابت و سودآوری را برای شرکت‌ها فراهم کند، که این تأثیر مثبت مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها پس از مدتی برجسته خواهد شد. سرمایه‌گذاران نیز پتانسیل رشد این شرکت‌ها را دریافته و در نتیجه خرید سهام خود را افزایش می‌دهند؛ که منجر به بهبود بازده سهام می‌شود (ژانگ و همکاران^۱، ۲۰۲۰؛ سرواس و تامایو^۲، ۲۰۱۳: ۱۰۵۰)؛ بنابراین با توجه به دیدگاه‌های رقیب در این حوزه فرضیه اول پژوهش به صورت زیر طراحی می‌شود:

فرضیه اول: فعالیت‌های مسئولیت اجتماعی، بر بازده سهام اثر معنادار مثبت دارد.

مسئولیت اجتماعی و بازده سهام در طول بیماری همه‌گیری کرونا

مطالعات نشان می‌دهد افزایش موارد کووید-۱۹ بازار سهام را تحت فشار قرارداد و شرکت‌ها نیز واکنش منفی نسبت به بازده سهام داشتند که منعکس‌کننده احساسات منفی سرمایه‌گذاران است. در نتیجه، همه‌گیری ویروس کرونا تأثیر نامطلوب بر بازده سهام شرکت‌ها داشته است (شهرزاد و همکاران^۳، ۲۰۲۰؛ ژای و همکاران^۴، ۲۰۲۲: ۳۱۱). علاوه بر این، عدم قطعیت مرتبط با موارد کووید-۱۹ بازارهای سهام و فعالان آن را نیز نگران کرده بود (خو^۵، ۲۰۲۱). هاولینووا و همکاران^۶ (۲۰۲۳: ۲۳۰)، در پژوهشی به بررسی رابطه بین مسئولیت اجتماعی شرکت و عملکرد بازار سهام در دوره پس از بحران مالی جهانی پرداختند. نتایج پژوهش آنها نشان داد اگر شرکت‌ها قصد دارند قیمت سهام خود را از طریق کانال مسئولیت اجتماعی شرکت افزایش دهند، باید به طور استراتژیک طرح‌های مسئولیت اجتماعی خود را انتخاب کنند.

1. Zhang et al
2. Servaes & Tamayo
3. Shehzad al at
4. Zhai et al
5. Xu
6. Havlinova et al

مسئولیت اجتماعی شرکت به‌عنوان یک رفتار سودآور غیرمستقیم می‌تواند دو اثر متضاد بر سطح بازده سهام در طول بیماری ویروس کرونا ایجاد کند. یک استدلال که بر اساس نظریه ذی‌نفعان است، اشاره دارد که توسعه یک شرکت نمی‌تواند از مشارکت همه ذی‌نفعان جدا شود و شرکت‌ها، بیشتر به دنبال منافع سهام‌داران هستند (دایک و همکاران^۱، ۲۰۱۹: ۶۷۰؛ کیو و همکاران^۲، ۲۰۲۱؛ ژانگ و همکاران^۳، ۲۰۲۲؛ گرگوری و همکاران^۴، ۲۰۱۴: ۶۳۹؛ جاهمان و گیس^۵، ۲۰۲۰؛ دینگ و همکاران^۶، ۲۰۲۱: ۸۱۳)؛ بنابراین، سطح بالای مسئولیت اجتماعی منجر به بهبود بازده سهام می‌گردد و سهام‌داران و جامعه بایستی به مسئولیت اجتماعی در فرآیند شرکت توجه کنند. در نتیجه، فعالیت‌های مسئولیت اجتماعی اثر بیمه‌مانند هستند و تأثیر نامطلوب احساسات منفی سرمایه‌گذاران را به دلیل بحران‌های بهداشت عمومی کاهش می‌دهد؛ بنابراین، فعالیت‌های مسئولیت اجتماعی یک شرکت وسیله‌ای برای کاهش تأثیر منفی یک ریسک سیستماتیک است. استدلال دیگر، مسئولیت اجتماعی تنها جلوه‌ای از تضاد اصلی است که بین سهام‌داران و مدیران ایجاد می‌شود و در نتیجه تحقق مسئولیت اجتماعی توسط مدیران، برای خودشان مفید خواهد بود اما برای منافع سهام‌داران مضر است (کارول، ۱۹۷۹؛ ماسولیس و رضا^۷، ۲۰۱۵: ۶۱۵؛ جنسن^۸، ۲۰۰۲: ۲۴۱). در این حالت، مسئولیت اجتماعی شرکتی در طول دوره بحران برافزایش بازده سهام در بازار مالی بی‌تأثیر و یا دارای تأثیر منفی است. بر این اساس، فرضیه دوم به شکل زیر طراحی می‌گردد:

فرضیه دوم: ویروس کرونا اثر فعالیت‌های مسئولیت اجتماعی، بر بازده سهام را تعدیل می‌کند.

مسئولیت اجتماعی و ارزش شرکت

تقاضا برای حفاظت از محیط‌زیست، تأکید بر حاکمیت شرکتی و تغییرات در وضعیت اجتماعی عوامل اصلی هستند که شرکت‌ها را مجبور به پذیرش مسئولیت‌های اجتماعی بیشتری می‌کنند.

1. Dyck et al
2. Zhang et al
3. Gregory
4. Jahmane and Gaies
5. Ding et al
6. Masulis & Reza
7. Jensen

شرکت‌ها با انجام فعالیت‌های مسئولیت اجتماعی در پی ایجاد و حفظ یک تصور خوب و جلب اعتماد بازار هستند (زارع بهنمیری، ۱۴۰۱: ۶۲). از سوی دیگر، انتظار می‌رود که شرکت‌ها به‌عنوان شهروندان شرکتی در قبال اقتصاد، جامعه و کشور، مسئولیت اجتماعی خود را فعالانه‌تر انجام دهند (وانگ^۱، ۲۰۱۱). مسئولیت اجتماعی ممکن است یک مزیت یا یک عیب برای شرکت داشته باشد، که این امر به اثربخشی پیاده‌سازی مسئولیت اجتماعی توسط شرکت بستگی دارد (بارون^۲، ۲۰۰۱: ۲۲؛ مک ویلیامز و همکاران^۳، ۲۰۰۶: ۹). براساس نتایج پژوهش حسینی عقدایی و همکاران (۱۴۰۲: ۲۷۰) علیرغم وجود مسئولیت اجتماعی بر عملکرد مالی تأثیر معنی‌داری دارد. با این حال، تحقیقات درباره رابطه تجربی بین مسئولیت اجتماعی شرکت و ارزش شرکت نتایج متناقضی را نشان می‌دهند.

فرضیه حل تعارض^۴ و فرضیه سرمایه‌گذاری بیش‌ازحد^۵، پیش‌بینی‌های متضادی از رابطه بین مسئولیت اجتماعی شرکت و ارزش شرکت ارائه می‌کنند (گرگوری و ویتاکر^۶، ۲۰۱۳: ۱۱).

"فرضیه حل تعارض" که بر اساس نظریه ذی‌نفعان است بیان می‌کند که فعالیت‌های مسئولیت اجتماعی شرکت می‌تواند به‌عنوان ابزاری برای برقراری ارتباط مؤثر بین افراد خارج و افراد داخل سازمان و در نتیجه با کاهش تعارض و تضاد منافع، بین مدیران و مالکان (سهام‌داران)، می‌تواند باعث بهبود، اصلاح اعتبار و افزایش سودآوری شرکت شود که به تبع آن ارزش شرکت نیز افزایش خواهد یافت (جو و هارجو تو^۷، ۲۰۱۱: ۳۶۱).

در همین حال، "فرضیه سرمایه‌گذاری بیش‌ازحد"، چنین شیوه‌هایی را هزینه‌بر و باعث نگرانی می‌داند: فعالیت‌های مسئولیت اجتماعی شرکتی می‌تواند بازده اقتصادی را از طریق کانال‌های مختلف کاهش دهد (بارنه و روین^۸، ۲۰۱۰: ۷۹؛ لافر^۹، ۲۰۰۳: ۲۵۷). فعالیت‌های مسئولیت اجتماعی مستلزم

1. Wang

2. Baron

3. McWilliams and et al

4. conflict resolution hypothesis

5. overinvestment hypothesis

6. Gregory & Whittaker

7. Jo & Harjoto

8. Barnea & Rubin

9. Laufer

سرمایه‌گذاری‌های سنگینی است و مدیران می‌توانند در فعالیت‌های مرتبط با مسئولیت اجتماعی فراتر از حد مطلوب، سرمایه‌گذاری کنند که در نتیجه سبب کاهش عملکرد مالی و در نهایت ارزش شرکت می‌شود (ضمیر و سعید^۱، ۲۰۲۰: ۲۷۴). بر اساس نظرات متفاوت درباره اثر مسئولیت اجتماعی بر ارزش شرکت و حاکمیت نظرات با اثر مثبت، فرضیه سوم به صورت زیر طراحی می‌شود:

فرضیه سوم: فعالیت‌های مسئولیت اجتماعی، بر ارزش شرکت اثر معنادار مثبت دارد.

مسئولیت اجتماعی شرکت و ارزش شرکت در طول بیماری همه‌گیری کرونا

ویروس کرونا چالش‌هایی را برای شرکت‌ها و سازمان‌ها در رابطه با مسئولیت اجتماعی ایجاد کرد. این بیماری فرصتی عالی برای کسب و کارها فراهم کرده بود تا به سمت مسئولیت اجتماعی واقعی‌تر و معتبرتر حرکت کنند و در رسیدگی به چالش‌های فوری اجتماعی و زیست‌محیطی جهانی مشارکت کنند (هی و هریس، ۲۰۲۰). مطالعات اخیر بر تأثیر جدی ویروس کرونا بر بازارهای سرمایه جهانی تأکید کرده‌اند (گودل^۲، ۲۰۲۰؛ ژانگ و همکاران، ۲۰۲۰). با این حال، شناسایی تأثیر فعالیت‌های مسئولیت اجتماعی بر ارزش شرکت با اثر تعدیلگری کرونا می‌تواند چالش‌برانگیز باشد. اجرای فعالیت‌های مسئولیت اجتماعی شرکت در عملکرد تجاری نه تنها یک پدیده مدرن است، بلکه یک ضرورت برای همه شرکت‌ها است. در طول بحران‌های مالی، سرمایه‌گذاران به دنبال معیارهایی مانند رتبه‌بندی سرمایه اجتماعی هستند که نشان‌دهنده قابل اعتماد بودن شرکت‌ها در برابر کاهش اعتماد عمومی است. در حمایت از این استدلال هی و هریس (۲۰۲۰) بیان می‌کنند که کووید-۱۹ انتظارات مردم را در خصوص فعالیت‌های مسئولیت اجتماعی افزایش داده و مشاغل را بر اساس نگرش‌های مسئولیت اجتماعی شرکت طبقه‌بندی می‌کند (کیو و همکاران، ۲۰۲۱). ژانگ و همکاران (۲۰۲۲)، در پژوهشی به بررسی تأثیر اهمیت مسئولیت اجتماعی شرکت بر سازمان‌ها در دوران کووید-۱۹ پرداختند. این مطالعه نشان داد که تقویت مسئولیت اجتماعی شرکت برای بهبود بازده سهام مفید است. مسئولیت اجتماعی می‌تواند سرمایه اعتماد اجتماعی به شرکت‌ها را تقویت کند و همچنین، عملکرد شرکت را در طول همه‌گیری بهبود بخشد.

1. Zamir & Saeed

2. Goodell

با توجه به تأثیرات جبران‌ناپذیر بحران کرونا، مفهوم مسئولیت اجتماعی شرکت اهمیت تلاش‌های مشترک را بیان می‌کند و به شرکت‌ها در حفظ شهرت و اعتبار خود و در نهایت ارزش شرکت‌ها در طول بحران کمک می‌کند (آنه و ولنسی^۱، ۲۰۱۹: ۱۹۵).

استدلال دیگر این است که بر مبنای تئوری سرمایه‌گذاری بیش‌ازحد، اجرای فعالیت‌های مسئولیت اجتماعی، برای شرکت‌ها پرهزینه است و سبب نگرانی‌های سرمایه‌گذاری بیش‌ازحد، در فعالیت‌های مسئولیت اجتماعی به خصوص در طول بحران مالی می‌گردد (بوکنان و همکاران^۲، ۲۰۱۸: ۸۱). با این استدلال، اهمیت نسبی اثر سرمایه‌گذاری بیش‌ازحد پس از شروع این بحران کووید-۱۹ افزایش می‌یابد. بحران اخیر یک شوک برون‌زا برای شرکت‌ها بود که به نوعی سرمایه‌گذاری در فعالیت‌های مسئولیت اجتماعی، خود به نوعی سبب افزایش هزینه‌های شرکت و خروج منابع از شرکت می‌گردد و به دنبال آن، بحران ویروس کرونا مشکلات شرکت‌ها را بزرگ‌تر می‌کند. لذا به‌طور بالقوه هزینه‌های فعالیت‌های مسئولیت اجتماعی را افزایش می‌دهد که باعث کاهش اعتماد عمومی، کاهش اعتبار و شهرت شرکت و در نهایت اثر منفی بر ارزش شرکت‌ها می‌گردد؛ بنابراین فرضیه چهارم این پژوهش به صورت زیر طراحی می‌گردد:

فرضیه چهارم: ویروس کرونا اثر فعالیت‌های مسئولیت اجتماعی، بر ارزش شرکت را تعدیل می‌کند.

روش‌شناسی پژوهش

از آنجاکه این پژوهش با استفاده از داده‌های واقعی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق و بهادار تهران اقدام به آزمون فرضیه‌ها می‌کند، این پژوهش کمی بوده و از این منظر ماهیت عینی دارد. از آنجاکه داده‌های گذشته صورت‌های مالی استفاده می‌شود، پژوهش پس‌رویدادی است. از منظر هدف اجرا، پژوهش را می‌توان در منظر نتیجه اجرا در زمره پژوهش‌های توصیفی-همبستگی قرارداد زیرا هدف از آن تبیین رابطه بین مسئولیت اجتماعی و ارزش شرکت و بازده سهام با نقش تعدیلگری ویروس کرونا است که نقش بررسی همبستگی بر مبنای این هدف مشهود است. پژوهش

1. Anh & Velencei
2. Buchanan et al

مدل آزمون فرضیه سوم:

$$FV_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CSR_{i,t} + \beta_2 Roa_{i,t} + \beta_3 Lev_{i,t} + \beta_4 Age_{i,t} + \beta_5 size_{i,t} + \varepsilon$$

مدل آزمون فرضیه چهارم:

$$FV_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CSR_{i,t} + \beta_2 COVID_{i,t} + \beta_3 COVID_{i,t} * CSR_{i,t} + \beta_4 Roa_{i,t} + \beta_5 Lev_{i,t} + \beta_6 Age_{i,t} + \beta_7 size_{i,t} + \varepsilon$$

متغیرهای وابسته: ارزش شرکت ($FV_{i,t}$): در این پژوهش برای اندازه‌گیری ارزش شرکت به پیروی از پژوهش‌های مشابه از شاخص کیوتو بین طبق رابطه زیر استفاده می‌کنیم. برای محاسبه آن از رابطه زیر استفاده می‌شود که در آن $mva_{i,t}$ نشان‌دهنده ارزش بازار حقوق صاحبان سهام شرکت i در سال t است و $bvd_{i,t}$ مبین ارزش دفتری بدهی‌های شرکت i در سال t و $bva_{i,t}$ مشخص‌کننده ارزش دفتری دارایی‌های شرکت i در سال t است (بوز و همکاران، ۲۰۲۲؛ سودارنو و همکاران، ۲۰۲۲: ۱۰۸).

نسبت کیوتو بین از رابطه (۱) محاسبه می‌گردد.

$$Q_{it} = \frac{(bvd_{i,t} + mva_{i,t})}{bva_{i,t}} \quad \text{رابطه (۱)}$$

بازده سهام ($R_{i,t}$): بازده را می‌توان، تغییر در ارزش یک دارایی در طول یک دوره زمانی مشخص تعریف کرد. در خصوص سهام این تعریف ناشی از تغییر در قیمت سهم به‌اضافه سود یا مزایای پرداختی است. منظور از بازده کل سهام، مجموعه مزایایی است که در طول سال به سهم تعلق می‌گیرد. $P_{i,t}$ قیمت سهم در انتهای سال مالی، $P_{i,t-1}$ قیمت سهم در ابتدای سال مالی و $d_{i,t}$ سایر مزایای پرداختی سهام است. بازده سهام شرکت i در سال t است که از رابطه زیر به دست می‌آید:

$$R_{i,t} = \frac{(p_{i,t} - p_{i,t-1}) + d_{i,t}}{p_{i,t-1}} \quad \text{رابطه (۲)}$$

متغیر مستقل: مسئولیت اجتماعی شرکت ($CSR_{i,t}$): متغیر مستقل پژوهش حاضر، سطح افشای مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها است که از طریق گزارش‌های سالانه هیئت‌مدیره سنجیده می‌شود. با توجه به پژوهش‌های مرتبط داخلی صورت پذیرفته و سازگاری چک‌لیست کردستانی و همکاران (۱۳۹۷: ۱۹۲) با شرایط ایران که از روایی و پایایی مناسبی برخوردار است، چک‌لیست نهایی مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت‌ها به شرح جدول (۱) مورداستفاده قرار گرفت.

جدول ۱. ابعاد و شاخص‌های افشای مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها (کردستانی و همکاران، ۱۳۹۷)

ابعاد	شاخص
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 رفاهی و ورزشی 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 (آموزشی 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 رویکرد تحلیل محتوای^۱ با رویکرد شاخص^۲ مطابق رابطه (۳) استفاده شده است.

$$CSR_{Score} = \frac{\text{تعداد اقلام افشاء شده}}{\text{تعداد کل اقلام افشاء شده}} \quad \text{رابطه (۳)}$$

1. Content Analysis Method
2. Index Approach

در رویکرد شاخص، "تحلیل محتوا" به استنباط نتایج بر اساس بودن یا نبودن ویژگی‌هایی که در پیام تعریف شده است، می‌پردازد. در این رویکرد اگر یک قلم از افشای اقلام مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها انجام شده باشد، امتیاز "یک" و در غیر این صورت امتیاز "صفر" تعلق خواهد گرفت؛ بنابراین در پژوهش حاضر، در صورتی که هر کدام از شاخص‌های مطرح شده در جدول (۱) در گزارش‌های فعالیت هیئت‌مدیره شرکت‌ها، افشاشده باشند به آن عدد یک و در صورتی که افشا نشده باشد به آن عدد صفر تعلق می‌گیرد. در نتیجه، برای هر شرکت تعداد اقلام (شاخص‌ها) افشاء شده به تعداد کل اقلام (شاخص‌ها) قابل افشاء، در گزارش مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها، بیانگر درصد افشای مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها برای تعیین سطح آن در هر شرکت است (کردستانی و همکاران، ۱۳۹۷).

متغیر تعدیلگر: ویروس کرونا (COVID-19): برای بررسی تأثیر تعدیل‌کنندگی پاندمی کرونا بر رابطه بین فعالیت‌های مسئولیت اجتماعی بر ارزش شرکت و بازده سهام دو دوره مشابه قبل و بعد از پاندمی کرونا در نظر گرفته شده است. با توجه به اینکه بازده زمانی پژوهش، سال‌های ۱۳۹۷ تا ۱۴۰۰ می‌باشد لذا برای سال ۱۳۹۹ تا ۱۴۰۰ که بیماری کووید-۱۹ همه‌گیر شده بود کد "یک" و در غیر این صورت (۱۳۹۷ تا ۱۳۹۸) "صفر" را اختیار می‌کند. علاوه بر این از آنجای که این بیماری در کشور ما در ۳۰ بهمن ماه ۱۳۹۸ رسماً شناسایی شد. لذا نمی‌تواند تأثیر زیادی بر اطلاعات سال ۱۳۹۸ داشته باشد. در نتیجه سال‌های ۱۳۹۹ تا ۱۴۰۰ مدنظر قرار می‌گیرد.

متغیرهای کنترلی: در یک پژوهش اثر تمام متغیرها بر یکدیگر را نمی‌توان به‌طور هم‌زمان مورد مطالعه قرارداد. بنابراین محقق اثر برخی از متغیرها را کنترل نموده و یا آن‌ها را خنثی می‌کند. با توجه به اینکه در این پژوهش تأثیر مسئولیت اجتماعی بر ارزش شرکت و بازده سهام با اثر تعدیلگری ویروس کرونا در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار می‌گیرد، متغیرهای کنترلی به‌کاررفته در این پژوهش به‌قرار زیر می‌باشند.

اندازه شرکت ($size_{it}$): اندازه شرکت برابر با لگاریتم طبیعی مجموع ارزش دفتری دارایی‌ها در پایان سال شرکت است؛ بنابراین از رابطه (۴) استفاده شده است (رنالدو و همکاران، ۲۰۲۱: ۸؛ کیو و همکاران، ۲۰۲۱).

$$size_{i,t} = \text{Log}(Assets_{i,t}) \quad \text{رابطه (۴):}$$

بازده دارایی (Roa_{it}): نسبت سود خالص قبل از بهره و مالیات بر کل دارایی‌های شرکت در سال t است (کیو و همکاران، ۲۰۲۱).

$$Roa_{it} = \frac{Ebit_{i,t}}{Assets_{i,t}} \quad \text{رابطه (۵):}$$

$Ebit$ ^۱: سود قبل از بهره و مالیات و $Assets$: کل دارایی‌های شرکت
 اهرم مالی ($Lev_{i,t}$): از نسبت کل بدهی‌های شرکت (کوتاه‌مدت و بلندمدت) به ارزش دفتری کل دارایی‌های شرکت محاسبه می‌گردد (کیو و همکاران، ۲۰۲۱).

$$Lev_{it} = \frac{Debt_{i,t}}{Assets_{i,t}} \quad \text{رابطه (۶):}$$

$Debt$: کل بدهی‌های شرکت
 سن شرکت ($Age_{i,t}$): سن لگاریتم طبیعی تعداد سال‌هایی است که یک شرکت به‌طور قانونی تشکیل شده است (دی‌فوند و همکاران^۲، ۲۰۲۰؛ لیو و همکاران^۳، ۲۰۲۱: ۱۱۷).

نتایج آمار توصیفی

به‌منظور بررسی مشخصات عمومی متغیرها و تجزیه و تحلیل دقیق آن‌ها، آشنایی با آمار توصیفی مربوط به متغیرها لازم است. جدول (۲)، آمار توصیفی داده‌های مربوط به متغیرهای مورد استفاده در پژوهش را نشان می‌دهد. آمار توصیفی مربوط به ۱۳۵ شرکت نمونه طی دوره زمانی ۴ ساله (۱۳۹۷ تا ۱۴۰۰) می‌باشد.

مقادیر میانگین و میانه برای متغیر ارزش شرکت برابر با ۴/۱۸۸ و ۳/۰۰۹ است که نشان می‌دهد بیشترین داده‌ها حول این نقطه تمرکز یافته‌اند. به‌طور کلی پارامترهای پراکندگی، معیاری برای تعیین میزان پراکندگی از یکدیگر یا میزان پراکندگی آن‌ها نسبت به میانگین است. از مهم‌ترین پارامترهای پراکندگی، انحراف معیار است. متغیر ارزش شرکت با ۴/۱۰۳ بیشترین میزان پراکندگی و متغیر

1. Earnings before interest & taxes (Ebit)

2. DeFond at el

3. Liu at el

کووید-۱۹ با ۰/۰۰۰ کمترین میزان پراکندگی می‌باشند. بیشینه و کمینه، به ترتیب بیشترین و کمترین عدد متغیر در جامعه آماری را نشان می‌دهد. متغیر اندازه شرکت با ۲۱/۳۲۷ و ۱۱/۹۹۳ به ترتیب بیشینه و کمینه را نشان می‌دهد. در جدول آمار توصیفی زمانی که مقدار میانگین از میانه بیشتر باشد چولگی مثبت و زمانی که کمتر باشد چولگی منفی است که در این پژوهش تنها عمر شرکت دارای چولگی منفی است. در ادامه؛ با بررسی متغیر دو ارزشی همه‌گیری کرونا نیز مشاهده می‌شود که ۵۰ درصد از دوره مورد بررسی مربوط به دوران همه‌گیری کرونا است.

جدول ۲. خلاصه نتایج آمار توصیفی متغیرهای پژوهش (تعداد مشاهدات: ۵۴۰)

پنل الف- متغیرهای پیوسته								
متغیرها	نماد	میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	انحراف معیار	چولگی	ضریب کشیدگی
ارزش شرکت	FV	۴/۱۸۸	۳/۰۰۹	۳۸/۳۳۳	۰/۹۱۱	۴/۱۰۳	۳/۸۵۴	۲۳/۶۵۴
بازده سهام	SR	۱/۶۵۱	۰/۸۰۷	۲۴/۲۴۷	-۰/۸۱۹	۲/۷۴۱	۳/۱۲۳	۱۷/۸۴۳
مسئولیت اجتماعی شرکت	CSR	۰/۴۸۰	۰/۴۲۸	۰/۸۵۷	۰/۱۴۲	۰/۲۰۰	۰/۱۴۰	۲/۱۸۳
اندازه شرکت	Size	۱۵/۵۷۸	۱۵/۳۱۲	۲۱/۳۲۷	۱۱/۹۹۳	۱/۶۶۶	۰/۹۱۱	۳/۷۷۷
اهرم مالی	Lev	۰/۵۰۸	۰/۵۰۳	۱/۲۷۳	۰/۰۳۱	۰/۲۱۲	۰/۲۸۰	۳/۱۲۶
عمر شرکت	Age	۳/۷۲۶	۳/۸۲۸	۴/۲۶۲	۰/۸۳۳	۰/۳۳۲	-۰/۵۶۱	۲/۲۶۸
بازده دارایی	Roa	۰/۲۳۹	۰/۲۳۳	۰/۷۰۲	-۰/۲۸۸	۰/۱۶۸	۰/۱۴۸	۲/۷۲۹
پنل ب- متغیرهای گسسته								
متغیرها	نماد	فراوانی		درصد فراوانی				
		یک	صفر	یک	صفر	یک	صفر	صفر
کووید-۱۹	COVID-19	۲۷۰	۲۷۰	۲۷۰	۲۷۰	۰/۵	۰/۵	۰/۵

نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش

برای بررسی سطح ایستایی متغیرهای مورد استفاده در پژوهش از آنجا که متغیرهای مورد استفاده به صورت داده ترکیبی است، برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از آزمون هادری و از نرم‌افزار Eviews 13 استفاده شده است. با توجه به اینکه سطح معناداری کلیه متغیرها در آزمون ریشه واحد کوچک‌تر از ۵٪ بود. در نتیجه؛ با توجه به سطح معناداری این آزمون، کلیه متغیرهای مورد استفاده در

پژوهش در سطح ایستا هستند. قبل از تخمین مدل‌ها، ابتدا بایستی مشخص شود که روش تخمین (تابلویی یا تلفیقی) است که برای این منظور از آماره آزمون F لیمر استفاده شده است. با توجه به این که احتمال F لیمر کلیه مدل‌های پژوهش کمتر از ۵ درصد بود، بنابراین برای تخمین کلیه مدل‌ها از روش تابلویی استفاده گردید. در ادامه با توجه به اینکه احتمال آزمون هاسمن کلیه مدل‌های پژوهش به جزء مدل دوم کمتر از ۵ درصد بود، بنابراین برای تخمین مدل دوم از الگوی اثرات تصادفی و مدل‌های اول، سوم و چهارم از الگوی اثرات ثابت بهره گرفته شد. نتایج آزمون فرضیه اول در جدول ۳ نشان داده شده است.

جدول ۳. نتایج برآورد ضریب مدل اول پژوهش

متغیر وابسته: بازده سهام، تعداد دوره: ۴، تعداد تقاطع: ۱۳۵، تعداد ترکیب موزون: ۵۴۰						
$SR_{it} = \beta_0 + \beta_1 CSR_{it} + \beta_2 Roa_{it} + \beta_3 Lev_{it} + \beta_4 Age_{it} + \beta_5 size_{it} + \varepsilon$						
نام متغیر	نماد	ضرایب	خطای استاندارد	آماره t	احتمال	نتیجه
مسئولیت اجتماعی شرکت	CSR	۱/۸۳۵	۰/۳۲۷	۵/۶۱۲	۰/۰۰۰۰	معنادار
بازده دارایی	Roa	۲/۳۳۶	۰/۵۱۴	۴/۵۴۰	۰/۰۰۰۰	معنادار
اهرم مالی	Lev	-۰/۶۹۷	۰/۴۹۷	-۱/۴۰۲	۰/۱۶۱۵	عدم معنادار
سن شرکت	Age	-۴/۹۲۶	۲/۷۶۶	-۱/۷۸۰	۰/۰۷۵۸	عدم معنادار
اندازه شرکت	size	-۱/۶۰۸	۰/۱۴۹	-۱۰/۷۵۸	۰/۰۰۰۰	معنادار
ضریب ثابت	C	۴۳/۹۸۵	۸/۶۵۵	۵/۰۸۱	۰/۰۰۰۰	معنادار
آماره دورین - واتسون	Durbin-Watson stat			۲/۰۳۲		
آماره F	F-statistic			۲/۵۶۱		
احتمال (آماره F)	Prob(F-statistic)			۰/۰۰۰		
ضریب تعیین تعدیل شده	Adjusted R-squared			۰/۳۸۷		
ضریب تعیین	R-squared			۰/۴۷۰		

همان‌طور که در جدول (۳) ملاحظه می‌شود، مقدار آماره F در سطح کلیه شرکت‌ها برابر ۲/۵۶۱ و سطح معناداری ۰/۰۰۰ است و مدل در سطح ۹۵ درصد معنادار است. با توجه به مقدار آماره دورین واتسون که برابر با ۲/۰۳۲ است که با توجه به این که آماره به دست آمده در دامنه ۱/۵ و ۲/۵ قرار دارد، در نتیجه وجود خودهمبستگی بین خطاهای مدل رد شده است. مقدار ضریب تعیین برابر با ۰/۴۷۰ است؛ یعنی ۴۷٪ از تغییرات متغیر وابسته (بازده سهام) توسط متغیر مستقل (مسئولیت اجتماعی شرکت) و کنترلی (بازده دارایی، اهرم مالی، سن شرکت و اندازه شرکت) قابل توضیح است. همچنین، سطح معناداری مربوط به متغیر مسئولیت اجتماعی شرکت نشان‌دهنده آن است که بین مسئولیت اجتماعی و بازده سهام رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. بعلاوه میان اندازه شرکت با بازده سهام رابطه منفی و معنادار و همچنین میان متغیر بازده دارایی با بازده سهام رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.

جدول ۴. نتایج برآورد ضریب مدل دوم پژوهش

متغیر وابسته: بازده سهام، تعداد دوره: ۴، تعداد تقاطع: ۱۳۵، تعداد ترکیب موزون: ۵۴۰						
$SR_{it} = \beta_0 + \beta_1 CSR_{it} + \beta_2 COVID_{it} + \beta_3 COVID_{it} * CSR_{it} + \beta_4 Roa_{it} + \beta_5 Lev_{it} + \beta_6 Age_{it} + \beta_7 size_{it} + \varepsilon$						
نتیجه	احتمال	آماره t	خطای استاندارد	ضرایب	نماد	نام متغیر
معنادار	۰/۰۰۰۰	۴/۵۷۳	۱/۲۵۵	۵/۷۴۱	CSR	مسئولیت اجتماعی شرکت
عدم معنادار	۰/۸۸۸	-۰/۱۴۰	۰/۵۴۵	-۰/۰۷۶	COVID	ویروس کرونا
معنادار	۰/۰۰۰۰	-۴/۲۵۴	۱/۴۰۵	-۵/۹۷۷	CSR × COVID	مسئولیت اجتماعی × ویروس کرونا
معنادار	۰/۰۱۳۰	۲/۴۹۰	۰/۵۸۱	۱/۴۴۸	Roa	بازده دارایی
عدم معنادار	۰/۱۲۳۴	۱/۵۴۳	۰/۴۵۴	۰/۷۰۰	Lev	اهرم مالی
عدم معنادار	۰/۳۰۲۲	۱/۰۳۲	۰/۲۳۸	۰/۲۴۶	Age	سن شرکت
معنادار	۰/۰۰۰۰	-۴/۱۸۶	۰/۰۴۸	-۰/۲۰۲	size	اندازه شرکت
عدم معنادار	۰/۰۷۲۸	۱/۷۹۷	۱/۲۵۸	۲/۲۶۲	C	ضریب ثابت
۲/۸۴۶				Durbin-Watson stat		آماره دورین - واتسون
۲۷/۰۲۴				F-statistic		آماره F
۰/۰۰۰				Prob(F-statistic)		احتمال (آماره F)
۰/۲۵۲۶				Adjusted R-squared		ضریب تعیین تعدیل شده
۰/۲۶۲۳				R-squared		ضریب تعیین

با توجه به جدول (۴)، مقدار آماره F در سطح کلیه شرکت‌ها برابر ۲۷/۰۲۴ و سطح معناداری ۰/۰۰۰ است و مدل در سطح ۹۵ درصد معنادار است. در ادامه، با توجه به مقدار آماره دورین واتسون که برابر با ۲/۸۴۶ است که

با توجه به این که آماره به دست آمده در دامنه ۱/۵ و ۲/۵ قرار دارد، در نتیجه وجود خودهمبستگی بین خطاهای مدل رد می‌شود. مقدار ضریب تعیین برابر با ۰/۲۶ است؛ یعنی ۲۶٪ از تغییرات متغیر وابسته (بازده سهام) توسط متغیر مستقل (مسئولیت اجتماعی شرکت)، تعدیلی (ویروس کرونا) و کنترلی (بازده دارایی، اهرم مالی، سن شرکت و اندازه شرکت) قابل توضیح است. با توجه به جدول (۴)، سطح معناداری مربوط به متغیر مسئولیت اجتماعی شرکت نشان‌دهنده آن است که بین مسئولیت اجتماعی و بازده سهام رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. همچنین بین متغیر ویروس کرونا و بازده سهام رابطه مثبت و معناداری مشاهده نمی‌شود. از سوی با ورود متغیر تعدیلی ویروس کرونا، رابطه معنادار بین مسئولیت اجتماعی و بازده سهام حفظ می‌شود. لیکن با ورود ویروس کرونا به مدل جهت آن تغییر می‌کند و میزان ارتباط مثبت بین مسئولیت اجتماعی و بازده سهام کاهش می‌یابد. نتایج مشاهدات نشان می‌دهد که میان اندازه شرکت با بازده سهام رابطه منفی و معناداری وجود دارد. به بیانی، اگر شرکت‌ها بزرگ‌تر باشند؛ بازده سهام شرکت‌ها کمتر می‌شود. همچنین میان متغیر بازده دارایی با بازده سهام رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. به عبارتی، در صورتی که شرکت توانایی استفاده از منابع دارایی‌ها را در جریان کسب سود داشته باشد، بازده سهام شرکت نیز افزایش می‌یابد.

جدول ۵. نتایج برآورد ضریب مدل سوم پژوهش

متغیر وابسته: ارزش شرکت، تعداد دوره: ۴، تعداد تقاطع: ۱۳۵، تعداد ترکیب موزون: ۵۴۰						
$FV_{it} = \beta_0 + \beta_1 CSR_{it} + \beta_2 Roa_{it} + \beta_3 Lev_{it} + \beta_4 Age_{it} + \beta_5 size_{it} + \varepsilon$						
نام متغیر	نماد	ضرایب	خطای استاندارد	آماره t	احتمال	نتیجه
مسئولیت اجتماعی شرکت	CSR	۶/۱۱۷	۰/۳۵۶	۱۷/۱۵۱	۰/۰۰۰۰	معنادار
بازده دارایی	Roa	۴/۸۷۸	۰/۴۷۸	۱۰/۱۹۷	۰/۰۰۰۰	معنادار
اهرم مالی	Lev	۱/۰۴۷	۰/۴۰۳	۲/۵۹۳	۰/۰۰۹۹	معنادار
سن شرکت	Age	۶/۸۳۰	۳/۲۲۶	۲/۱۱۷	۰/۰۳۴۸	معنادار
اندازه شرکت	size	-۱/۴۴۲	۰/۱۴۲	-۱۰/۰۹۴	۰/۰۰۰۰	معنادار
ضریب ثابت	C	-۳/۴۲۹	۱۰/۱۵۲	-۰/۳۳۷	۰/۷۳۵۷	عدم معنادار
آماره دوربین - واتسون	Durbin-Watson stat	۲/۱۹۴				
آماره F	F-statistic	۷/۵۱۸				
احتمال (آماره F)	Prob(F-statistic)	۰/۰۰۰				
ضریب تعیین تعدیل شده	Adjusted R-squared	۰/۶۲۷				
ضریب تعیین	R-squared	۰/۷۲۳				

در جدول (۵) مشاهده می‌شود که مقدار آماره F در سطح کلیه شرکت‌ها برابر ۷/۵۱۸ و سطح معناداری ۰/۰۰۰ است و مدل در سطح ۹۵ درصد معنادار است. در ادامه، با توجه به مقدار آماره دوربین واتسون که برابر با ۲/۱۹۴ است که با توجه به این که آماره به دست آمده در دامنه ۱/۵ و ۲/۵ قرار دارد، در نتیجه وجود خودهمبستگی بین خطاهای مدل رد شده است. مقدار ضریب تعیین برابر با ۰/۷۲ است؛ یعنی ۷۲٪ از تغییرات متغیر وابسته (ارزش شرکت) توسط متغیر مستقل (مسئولیت اجتماعی شرکت) و کنترلی (بازده دارایی، اهرم مالی، سن شرکت و اندازه شرکت) قابل پیش‌بینی است. همچنین، سطح معناداری مربوط به متغیر مسئولیت اجتماعی نشان می‌دهد که میان متغیر مسئولیت اجتماعی و ارزش شرکت رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. به عبارتی با توجه به ضرایب مدل، با افزایش مسئولیت اجتماعی، ارزش شرکت افزایش یافته است.

جدول ۶. نتایج برآورد ضریب مدل چهارم پژوهش

متغیر وابسته: بازده سهام، تعداد دوره: ۴، تعداد تقاطع: ۱۳۵، تعداد ترکیب هموزون: ۵۴۰						
$FV_{it} = \beta_0 + \beta_1 CSR_{it} + \beta_2 COVID_{it} + \beta_3 COVID_{it} * CSR_{it} + \beta_4 Roa_{it} + \beta_5 Lev_{it} + \beta_6 Age_{it} + \beta_7 size_{it} + \varepsilon$						
نام متغیر	نماد	ضرایب	خطای استاندارد	آماره t	احتمال	نتیجه
مسئولیت اجتماعی شرکت	CSR	۹/۲۹۲	۱/۴۹۷	۶/۲۰۶	۰/۰۰۰۰	معنادار
ویروس کرونا	COVID	۵/۱۶۶	۱/۱۲۶	۴/۵۸۷	۰/۰۰۰۰	معنادار
مسئولیت اجتماعی × ویروس کرونا	CSR × COVID	-۷/۴۸۷	۱/۷۴۷	-۴/۲۸۳	۰/۰۰۰۰	معنادار
بازده دارایی	Roa	۵/۶۴۰	۱/۷۵۹	۳/۲۰۶	۰/۰۰۱۵	معنادار
اهرم مالی	Lev	۰/۵۷۷	۱/۵۷۰	۰/۳۶۷	۰/۷۱۳۳	عدم معنادار
سن شرکت	Age	۸/۸۷۵	۹/۶۸۳	۰/۹۱۶	۰/۳۵۹۹	عدم معنادار
اندازه شرکت	size	-۲/۸۲۲	۰/۵۵۳	-۵/۱۰۰	۰/۰۰۰۰	معنادار
ضریب ثابت	C	۸/۶۴۵	۳۲/۹۵۹	۰/۲۶۲	۰/۷۹۳۲	عدم معنادار
آماره دوربین - واتسون	Durbin-Watson stat			۲/۳۰۸		
آماره F	F-statistic			۲/۴۶۶		
احتمال (آماره F)	Prob(F-statistic)			۰/۰۰۰		
ضریب تعیین تعدیل شده	Adjusted R-squared			۰/۳۷۷		
ضریب تعیین	R-squared			۰/۴۶۶		

با توجه به جدول (۶)، مقدار آماره F در سطح کلیه شرکت‌ها برابر ۲/۴۶۶ و سطح معناداری ۰/۰۰۰ است و مدل در سطح ۹۵ درصد معنادار است. در ادامه، با توجه به مقدار آماره دوربین واتسون که برابر با ۲/۳۰۸ است که با توجه به این که آماره به دست آمده در دامنه ۱/۵ و ۲/۵ قرار دارد، در نتیجه وجود خودهمبستگی بین خطاهای مدل رد می‌شود. مقدار ضریب تعیین برابر با ۰/۴۶ است؛ یعنی ۴۶٪ از تغییرات متغیر وابسته (ارزش شرکت) توسط متغیر مستقل (مسئولیت اجتماعی شرکت)، تعدیلی (ویروس کرونا) و کنترلی (بازده دارایی، اهرم مالی، سن شرکت و اندازه شرکت) قابل پیش بینی است. با توجه به جدول (۶)، سطح معناداری مربوط به متغیر مسئولیت اجتماعی شرکت نشان‌دهنده آن است که بین مسئولیت اجتماعی و ارزش شرکت رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. از سوی با ورود متغیر تعدیلی ویروس کرونا، رابطه معنادار بین مسئولیت اجتماعی و ارزش شرکت حفظ می‌شود. لیکن با ورود ویروس کرونا به مدل جهت آن تغییر می‌کند و میزان ارتباط مثبت بین مسئولیت اجتماعی و ارزش شرکت کاهش می‌یابد. نتایج مشاهدات نشان می‌دهد که میان اندازه شرکت با اندازه شرکت رابطه منفی و معناداری و همچنین میان متغیر بازده دارایی با ارزش شرکت رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.

بحث و نتیجه‌گیری

در صدسال گذشته، اپیدمی ویروس کرونا مهم‌ترین بیماری همه‌گیر در جهان بود که می‌تواند موضوع تحقیقات بسیاری در مورد آزمون تئوری‌های حسابداری و اقتصادی باشد. این مطالعه تأثیر فعالیت‌های مسئولیت اجتماعی را بر بازده سهام و ارزش شرکت در طول بحران ویروس کرونا بررسی می‌کند. نتایج آزمون فرضیه اول و سوم نشان داد که مشارکت شرکت‌ها در فعالیت‌های مسئولیت اجتماعی، عملکرد آن‌ها را در بازده سهام و ارزش شرکت بهبود می‌بخشد. به عبارتی، رابطه مثبت و معناداری بین مسئولیت اجتماعی، بازده سهام و ارزش شرکت به عنوان متغیر وابسته مدل وجود دارد. در ادبیات تحقیق نیز برامر و همکاران^۱ (۲۰۰۶: ۱۰۲) معتقد است بهبود عملکرد اجتماعی شرکت ممکن است به بهبود بازده سهام منجر شود؛ که به طور مستقیم، از طریق کاهش هزینه‌ها و بهبود

بهره‌وری یا به طور غیرمستقیم از طریق بهبود در وضعیت کلی شرکت حاصل شود که این موضوع باعث می‌شود تا تحلیل‌گران تمایل بیشتری به پیشنهاد سهام و سرمایه‌گذاران نیز تمایل بیشتری برای نگهداری و حفظ آن بدون توجه به هزینه‌ها و درآمدهای شرکت داشته باشند از طرفی مسئولیت اجتماعی انجام شده توسط شرکت می‌تواند خطرات اجتماعی را کاهش دهد و در بلندمدت به سود شرکت باشد. بعلاوه مسئولیت اجتماعی موید مزیت برای شرکت است و این مزیت در ایجاد ارزش برای شرکت به کار گرفته شود. بیدهری و همکاران^۱ (۲۰۱۳: ۴۱). یافته‌های این فرضیات پژوهش، مطابق با پژوهش باردوس و همکاران^۲ (۲۰۲۰)، بوز و همکاران (۲۰۲۲) کیو و همکاران (۲۰۲۱) است. نتایج آزمون فرضیه دوم و چهارم نشان داد که شوک ناشی از بیماری کووید-۱۹ اثر کاهش قابل توجهی بر بازده سهام و ارزش شرکت‌های مورد نمونه پژوهش دارد، همچنین شرکت‌هایی که بیشتر درگیر فعالیت‌های مسئولیت اجتماعی بوده‌اند، عملکرد منفی را در این دوره را تجربه کرده‌اند. در واقع با اعلام همه‌گیری ویروس کرونا، بازار واکنش منفی به این شرکت‌ها احساس کرد و وجود فعالیت‌های مسئولیت اجتماعی بیشتر را سیگنال‌های منفی تلقی کرد و در نتیجه واکنش مثبت کمتری نسبت به این شرکت‌ها نشان داد؛ بنابراین بر اساس نتایج، شرکت‌هایی که فعالیت‌های مسئولیت اجتماعی را افشا کردند در طول شوک‌های بازده سهام و ارزش کمتری داشتند. یافته‌های فرضیه دوم و چهارم، مخالف با پژوهش کیو و همکاران (۲۰۲۱)، ژانگ و همکاران (۲۰۲۲)، کوهی و همکاران (۲۰۲۲) است. در واقع، از آنجایی که بازده سهام دارای دو جزء؛ تغییرات قیمت و سود تقسیمی می‌باشد، بازار بورس اوراق بهادار تهران در طول این بحران شرکت‌هایی را که به مسئولیت اجتماعی پرداختند خوب ارزیابی نکرده است و این موضوع سیگنال مثبتی برای بازار نبوده است. در زمان بحران تضادهای نمایندگی در داخل شرکت با توجه به منافع ذی‌نفعان متفاوت تشدید می‌شود. هزینه‌های مرتبط با سرمایه‌گذاری بیش از حد در طرح‌های مسئولیت اجتماعی، که به‌طور بالقوه ممکن است منابع حیاتی را از سایر عملکردها منحرف کند، می‌تواند فشارهای مالی ایجاد کند و عملکرد کلی شرکت را مختل کند؛ اما در زمان‌های که بازار در حالت عادی بوده است مسئولیت اجتماعی

1. Bidhari et al

2. Bardos et al

دارای سیگنال مثبتی تلقی شده است. احتمالاً سرمایه گذار این طور استدلال نموده که شرکت بایستی در دوران این بحران در فعالیت‌ها و کسب و کارها سرمایه گذاری کند و این سؤال مطرح شده است که چرا شرکت در فعالیت‌های مسئولیت اجتماعی سرمایه گذاری متمرکز بوده است. در نتیجه این موضوع سبب شده است که قیمت سهام و ارزش شرکت نیز کاهش یابد. این بدان معنی است که بازار در طول دوران ویروس کرونا، مسئولیت اجتماعی را مثبت ندیده است؛ دلیل این موضوع می‌تواند جوان بودن موضوع افشای فعالیت‌های مسئولیت اجتماعی در بازار سرمایه ایران و عدم آگاهی سرمایه گذاران نسبت به اهمیت فعالیت‌های مسئولیت اجتماعی و اثر مثبت آن بر پایداری شرکت در بلند مدت باشد. بنابراین شرکت‌هایی که در طول بحران، مسئولیت اجتماعی بالاتری را افشا نمودند، واکنش مثبتی را دریافت نکردند.

این مطالعه پیامدهای خاصی را نشان می‌دهد که حاوی پیام بااهمیتی برای ناظران بازار است. با توجه به عدم رد فرضیه اول و سوم در این پژوهش پیشنهاد می‌شود که شرکت‌ها انجام فعالیت‌های مسئولیت اجتماعی و افشاء مناسب آن را در دستور کار خود قرار دهند؛ زیرا رعایت مسئولیت اجتماعی برای شرکت‌ها دارای تأثیر مثبت بر بازده سهام می‌باشد. همچنین؛ با توجه به نتایج فرضیه دوم و چهارم و از آنجایی که افشای مسئولیت اجتماعی مزایای زیادی برای کسب و کارها و جامعه به‌عنوان یک کل دارد، تأکید بر آموزش درباره اهمیت مسئولیت اجتماعی و فواید آن در جهت حمایت از ذینفعان به نهادهای ناظر توصیه می‌شود.

این آموزش‌ها سبب می‌شود ذی نفعان بازار بدانند که خصوصاً در طول دوران‌های بحران فعالیت‌های مسئولیت اجتماعی تأثیر منفی بحران را کاهش داده و بر منافع ذینفعان خواهد افزود و لذا شرکت‌هایی که چنین فعالیت‌هایی را دنبال می‌کنند باید توسط بازار تشویق و نه تنبیه شوند. البته با الزام به افشای گزارش پایداری برای کل ناشران ثبت شده در دستورالعمل جدید حاکمیت شرکتی، زمینه در جهت آشنایی بیشتر سرمایه گذاران با فعالیت‌های مسئولیت اجتماعی فراهم تر خواهد بود و در بحران‌های مشابه رفتار هوشمندانه تری در این زمینه را از سرمایه گذاران شاهد خواهیم بود.

منابع

- حسینی عقدایی، سمیه؛ کمائی، روح الله؛ شاهمیرزالو، ندا؛ سیدی، فاضل (۱۴۰۲). بین و تحلیل نقش تعدیلگر اندازه شرکت در تاثیر مسئولیت اجتماعی بر عملکرد مالی شرکت ها، مبتنی بر تکنیک فراتحلیل حسابداری و منافع اجتماعی. ۱۳ (۳)، ۲۷۰-۲۴۱، doi: 10.22051/jaasci.2023.41188.1722.
- زارع بهنمیری، محمد جواد؛ نظری شمس آبادی، احمد و بیکی، نیلوفر (۱۴۰۱). مسئولیت پذیری اجتماعی و احساسات سرمایه گذاران با رویکرد معادلات همزمان حسابداری و منافع اجتماعی. ۱۲ (۱)، ۸۰-۶۱، doi: 10.22051/jaasci.2022.38935.1660
- کردستانی، قادرزاده، سید کریم و حقیقت. (۱۳۹۷). تأثیر افشای مسئولیت اجتماعی بر معیارهای حسابداری، اقتصادی و بازار ارزیابی عملکرد شرکت ها. پیشرفت های حسابداری، ۱۰(۱)، ۱۸۷-۲۱۷.
- گرچی پور، عثمانی، ابراهیمی، سالاری. (۱۴۰۰). بررسی اثر عوامل کلان اقتصادی بر بازدهی سهام در طی شیوع همه گیری کووید-۱۹ (مورد مطالعه صنایع منتخب بورس اوراق بهادار تهران). فصلنامه علمی پژوهش های اقتصاد صنعتی ۵(۱۷)، ۵۹-۷۰.

References

- Anh, D. N. P. & Velencei, J. (2019). Measuring corporate social performance. *Serbian Journal of Management*, 14(1), 193-204.
- Bidhari, S. C; Salim, U; Aisjah, S; & Java, E. (2013). Effect of corporate social responsibility information disclosure on financial performance and firm value in banking industry listed at Indonesia stock exchange. *European Journal of Business and Management*, 5(18), 39-46.
- Baldwin, R. & Di Mauro, B. W. (2020). Economics in the time of COVID-19: A new eBook. VOX CEPR Policy Portal, 2(3).
- Bapuji, H. De Bakker, F. G. Brown, J. A. Higgins, C. Rehbein, K. & Spicer, A. (2020). Business and society research in times of the corona crisis. *Business & Society*, 59(6), 1067-1078.
- Bardos, K. S; Ertugrul, M; & Gao, L. S. (2020). Corporate social responsibility, product market perception, and firm value. *Journal of Corporate Finance*, 62, 101588.
- Barnea, A. & Rubin, A. (2010). Corporate social responsibility as a conflict between shareholders. *Journal of business ethics*, 97, 71-86.
- Baron, D. P. (2001). Private politics, corporate social responsibility, and integrated strategy. *Journal of economics & management strategy*, 10(1), 7-45.
- Behbahaninia, P. S. & Golbidi, M. (2022). The effect of R&D activities on the market response and company's performance during the shock caused by the COVID-19 pandemic in Iran. *Journal of Applied Accounting Research*, 23(4), 884-896.

- Bose, S. Shams, S. Ali, M. J. & Mihret, D. (2022). COVID-19 impact, sustainability performance and firm value: international evidence. *Accounting & Finance*, 62(1), 597-643.
- Brammer, S. Branicki, L. & Linnenluecke, M. K. (2020). COVID-19, societalization, and the future of business in society. *Academy of Management Perspectives*, 34(4), 493-507.
- Brammer, S. Brooks, C. & Pavelin, S. (2006). Corporate social performance and stock returns: UK evidence from disaggregate measures. *Financial management*, 35(3), 97-116.
- Brammer, S; Brooks, C; & Pavelin, S. (2006). Corporate social performance and stock returns: UK evidence from disaggregate measures. *Financial management*, 35(3), 97-116.
- Buchanan, B. Cao, C. X. & Chen, C. (2018). Corporate social responsibility, firm value, and influential institutional ownership. *Journal of Corporate Finance*, 52, 73-95.
- Carroll, A. B. (1979). A three-dimensional conceptual model of corporate performance. *Academy of management review*, 4(4), 497-505.
- Costa, R. & Menichini, T. (2013). A multidimensional approach for CSR assessment: The importance of the stakeholder perception. *Expert systems with applications*, 40(1), 150-161.
- DeFond, M. Hu, J. Hung, M. & Li, S. (2020). The effect of fair value accounting on the performance evaluation role of earnings. *Journal of Accounting and Economics*, 70(2-3), 101341.
- Deng, X. Kang, J. K. & Low, B. S. (2013). Corporate social responsibility and stakeholder value maximization: Evidence from mergers. *Journal of financial Economics*, 110(1), 87-109.
- Deng, X. Long, X. Schuler, D. A. Luo, H. & Zhao, X. (2020). External corporate social responsibility and labor productivity: AS-curve relationship and the moderating role of internal CSR and government subsidy. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 27(1), 393-408.
- Ding, W. Levine, R. Lin, C. & Xie, W. (2021). Corporate immunity to the COVID-19 pandemic. *Journal of Financial Economics*, 141(2), 802-830.
- Dyck, A. Lins, K. V. Roth, L. & Wagner, H. F. (2019). Do institutional investors drive corporate social responsibility? *International evidence. Journal of financial economics*, 131(3), 693-714.
- Flammer, C. (2013). Corporate social responsibility and shareholder reaction: The environmental awareness of investors. *Academy of Management journal*, 56(3), 758-781.
- García-Sánchez, I. M. Rodríguez-Ariza, L. Aibar-Guzmán, B. & Aibar-Guzmán, C. (2020). Do institutional investors drive corporate transparency regarding business contribution to the sustainable development goals? *Business Strategy and the Environment*, 29(5), 2019-2036.

- Goodell, J. W. (2020). COVID-19 and finance: Agendas for future research. *Finance research letters*, 35, 101512.
- Gorjipour, M. J.; osmani, F; & Ebrahimi Salari, T. (2021). Investigating the Effect of Macroeconomic Factors on Stock Returns During the Outbreak of Covid-19 (Case Study of Selected Industries of Tehran Stock Exchange). doi: 10.30473/indeco.2022.8369 ((In Persian).
- Gregory, A. & Whittaker, J. (2013). Exploring the valuation of corporate social responsibility—A comparison of research methods. *Journal of Business Ethics*, 116, 1-20.
- Gregory, A. Tharyan, R. & Whittaker, J. (2014). Corporate social responsibility and firm value: Disaggregating the effects on cash flow, risk and growth. *Journal of business ethics*, 124, 633-657.
- Havlinova, A. & Kukacka, J. (2023). Corporate social responsibility and stock prices after the financial crisis: The role of strategic CSR activities. *Journal of Business Ethics*, 182(1), 223-242.
- He, H. & Harris, L. (2020). The impact of Covid-19 pandemic on corporate social responsibility and marketing philosophy. *Journal of business research*, 116, 176-182.
- Hosseini Aghdaei, S; Kamaei, R; Shah Mirzalu, N; & saydi, F. (2023). Explaining and analyzing the moderating role of company size on the impact of social responsibility on the financial performance of companies, based on meta-analysis technique. *Journal of Accounting and Social Interests*, 13(3), 241-270. doi: 10.22051/jaasci.2023.41188.1722
- Jahmane, A. & Gaies, B. (2020). Corporate social responsibility, financial instability and corporate financial performance: Linear, non-linear and spillover effects—The case of the CAC 40 companies. *Finance Research Letters*, 34, 101483.
- Jensen, M. C. (2002). Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function. *Business ethics quarterly*, 235-256.
- Jo, H. & Harjoto, M. A. (2011). Corporate governance and firm value: The impact of corporate social responsibility. *Journal of business ethics*, 103, 351-383.
- Jo, H. & Na, H. (2012). Does CSR reduce firm risk? Evidence from controversial industry sectors. *Journal of business ethics*, 110, 441-456.
- Jones, T. M. (1995). Instrumental stakeholder theory: A synthesis of ethics and economics. *Academy of management review*, 20(2), 404-437.
- Khanchel, I. Lassoued, N. & Gargoury, R. (2023). CSR and firm value: is CSR valuable during the COVID 19 crisis in the French market? *Journal of Management and Governance*, 1-27.
- Koohi, H. Ashrafi, M. Abbasi, E. & Gorganli Davaji, J. (2022). The protective role of corporate social responsibility performance during the coronavirus pandemic disease: Performance evaluation using a mathematical model of the directional distance function. *International Journal of Nonlinear Analysis and Applications*, 13(2), 1865-1878.

- Kordestani, G; Ghaderzadeh, S. K; & Haghghat, H. (2018). Impact of social responsibility disclosure on accounting, economic and market based Measures Of corporate performance evaluation. *Journal of Accounting Advances*, 10(1), 187-217. doi: 10.22099/jaa.2018.26236.1596(In Persian).
- Laufer, W. S. (2003). Social accountability and corporate greenwashing. *Journal of business ethics*, 43, 253-261.
- Liu, J. Sheng, S. Shu, C. & Zhao, M. (2021). R&D, networking expenses, and firm performance: An integration of the inside-out and outside-in perspectives. *Industrial Marketing Management*, 92, 111-121.
- Luo, X. & Bhattacharya, C. B. (2006). Corporate social responsibility, customer satisfaction, and market value. *Journal of marketing*, 70(4), 1-18.
- Mao, Y. He, J. Morrison, A. M. & Andres Coca-Stefaniak, J. (2021). Effects of tourism CSR on employee psychological capital in the COVID-19 crisis: from the perspective of conservation of resources theory. *Current Issues in Tourism*, 24(19), 2716-2734.
- Masulis, R. W. & Reza, S. W. (2015). Agency problems of corporate philanthropy. *The Review of Financial Studies*, 28(2), 592-636.
- McGuire, J. B. Sundgren, A. & Schneeweis, T. (1988). Corporate social responsibility and firm financial performance. *Academy of management Journal*, 31(4), 854-872.
- McWilliams, A. Siegel, D. S. & Wright, P. M. (2006). Corporate social responsibility: Strategic implications. *Journal of management studies*, 43(1), 1-18.
- Poursoleyman, E. Mansourfar, G. Hassan, M. K. & Homayoun, S. (2023). Did corporate social responsibility vaccinate corporations against COVID-19? *Journal of Business Ethics*, 1-27.
- 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, 102759.
- Rinaldo, N. Andi, A. Nur, N. M. Junaedi, A. T. & Panjaitan, H. P. (2021). DETERMINANTS OF FIRM VALUE FOR WHOLESale SUB-SECTOR COMPANIES IN 2016-2019 WITH BEHAVIORAL ACCOUNTING APPROACH. *Journal Applied Business and Technology*, 2(1), 1-12.
- Rizwan, M. S. Ahmad, G. & Ashraf, D. (2020). Systemic risk: The impact of COVID-19. *Finance Research Letters*, 36, 101682.
- Servaes, H. & Tamayo, A. (2013). The impact of corporate social responsibility on firm value: The role of customer awareness. *Management science*, 59(5), 1045-1061.
- Shehzad, K. Xiaoxing, L. & Kazouz, H. (2020). COVID-19's disasters are perilous than Global Financial Crisis: A rumor or fact? *Finance research letters*, 36, 101669.
- Shiu, Y. M. & Yang, S. L. (2017). Does engagement in corporate social responsibility provide strategic insurance-like effects? *Strategic management journal*, 38(2), 455-470.

- Sudarno, Putri, N. Y. Renaldo, N. Hutahuruk, M. B. & Cecilia. (2022). Leveraging Information Technology for Enhanced Information Quality and Managerial Performance. *Journal of Applied Business and Technology*, 3(1), 102–114
- Wang, M. Cao, R. Zhang, L. Yang, X. Liu, J. Xu, M. ... & Xiao, G. (2020). Remdesivir and chloroquine effectively inhibit the recently emerged novel coronavirus (2019-nCoV) in vitro. *Cell research*, 30(3), 269-271.
- Wang, Y. G. (2011). Corporate social responsibility and stock performance—evidence from Taiwan. *Modern economy*, 2(05), 788.
- Xu, L. (2021). Stock Return and the COVID-19 pandemic: Evidence from Canada and the US. *Finance Research Letters*, 38, 101872.
- Yang, S. L. Chang, A. Chen, Y. H. & Shiu, Y. M. (2019). Can country trade flows benefit from improved corporate social responsibility ratings? *Economic Modelling*, 80, 192-201.
- Zamir, F. & Saeed, A. (2020). Location matters: Impact of geographical proximity to financial centers on corporate social responsibility (CSR) disclosure in emerging economies. *Asia Pacific Journal of Management*, 37, 263-295.
- Zare Bahnamiri, M. J; Nazari, A; & Beiky, N. (2022). Corporate Social Performance and Investor Sentiment: A Simultaneous Equation System Approach. *Journal of Accounting and Social Interests*, 12(1), 61-80. doi: 10.22051/jaasci.2022.38935.1660
- Zhai, H. Xiao, M. Chan, K. C. & Liu, Q. (2022). Physical proximity, corporate social responsibility, and the impact of negative investor sentiment on stock returns: Evidence from COVID-19 in China. *International Review of Finance*, 22(2), 308-314.
- Zhang, D. Hu, M. & Ji, Q. (2020). Financial markets under the global pandemic of COVID-19. *Finance research letters*, 36, 101528.
- Zhang, J. Zhang, Y. & Sun, Y. (2022). Restart economy in a resilient way: The value of corporate social responsibility to firms in COVID-19. *Finance Research Letters*, 47, 102683.
- Zhao, S. Musa, S. S. Lin, Q. Ran, J. Yang, G. Wang, W. ... & Wang, M. H. (2020). Estimating the unreported number of novel coronavirus (2019-nCoV) cases in China in the first half of January 2020: a data-driven modelling analysis of the early outbreak. *Journal of clinical medicine*, 9(2), 388.

COPYRIGHTS



This is an open access article under the CC-BY 4.0 license.