

بررسی رابطه مسئولیت پذیری اجتماعی و مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی بر نوسانات بازده و قیمت سهام

تاریخ دریافت: ۱۴۰۱/۰۶/۱۷

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۱/۰۷/۱۸

کد مقاله: ۶۱۹۰۲

سعید پاکدلان^{۱*}، علیرضا آذربهرامان^۲

سیده وجیهه حسینی^۳

چکیده

ریزش شدید قیمت سهام و روند نزولی - فرسایشی شاخص بازار سهام کشور در سال قبل و در پی آن از بین رفتن اصل و سود سرمایه صدها سهامدار و تغییر رفتار آن‌ها سبب شده با تغییر موضع خود مبنی بر خروج، بخش عظیمی از نقدینگی از این بازار خارج شود و اقتصاد از بابت آن متضرر گردیده است. تبعات فراگیر نوسانات قیمت و بازده سهام و شاخص بازار بسیار گسترده است؛ بنابراین مطالعه رفتار نوسانات مخصوصاً سقوط قیمت و بازده سهام در اثر متغیرهای خرد و کلان از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است. در این راستا، پژوهش حاضر به بررسی تأثیر مسئولیت‌پذیری اجتماعی و مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی بر نوسانات بازده و قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. برای سنجش متغیر حاکمیت شرکتی از ۳ معیار دوگانگی نقش مدیرعامل، مالکیت نهادی و استقلال هیات مدیره استفاده گردید و برای سنجش متغیر مسئولیت‌پذیری اجتماعی از چک لیست افشاء برزگر به روش تحلیل محتوا پرداخته شد. بنابراین، پژوهش جاری شامل چهار فرضیه اصلی و شش فرضیه فرعی می‌باشد. جامعه آماری تحقیق تمامی شرکت‌های بورسی به استثناء بانک‌ها و شرکت‌های بیمه‌ای طی دوره ۱۳۹۸-۱۳۹۲ بوده که به روش حذف سیستماتیک تعداد ۱۰۱ شرکت انتخاب شد. جهت تجزیه و تحلیل داده‌ها از روش رگرسیون چند متغیره با استفاده از داده‌های ترکیبی است لذا جهت تجزیه و تحلیل از نرم افزار EVEIWS استفاده گردید. نتایج نشان داد که متغیرهای مسئولیت‌پذیری اجتماعی و دوگانگی نقش مدیرعامل و استقلال هیئت مدیره تأثیر منفی و معناداری بر نوسانات بازده و قیمت سهام دارند و متغیر مالکیت نهادی هیچ رابطه‌ای با نوسانات بازده و قیمت سهام ندارد.

واژگان کلیدی: مسئولیت‌پذیری اجتماعی، مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی، نوسانات بازده سهام، نوسانات قیمت سهام

۱- دانش آموخته دکتری حسابداری دانشگاه مازندران و استادیار گروه حسابداری موسسه آموزش عالی غیرانتفاعی شاندیز، مشهد (نویسنده مسئول) : saeedpakdelan@yahoo.com

۲- دانش آموخته دکتری حسابداری دانشگاه مازندران و استادیار گروه حسابداری موسسه آموزش عالی غیرانتفاعی شاندیز، مشهد

۳- کارشناسی ارشد مدیریت مالی موسسه آموزش عالی غیرانتفاعی شاندیز، مشهد

پیچیدگی محیطی، شدت رقابت، رواج تکنولوژی‌های نو و پیشرفته، توسعه فناوری اطلاعات و ارتباطات، شیوه‌های نوین عرضه کالاها و خدمات، مسائل زیست محیطی و سمت‌گیری سازمان‌ها از دارایی‌ها مشهود به نامشهود و غیره، از عوامل عمده‌ای هستند که موجب شده سازمان‌ها و بنگاه‌های اقتصادی در دوره حیات خود با ریسک‌های بسیار متعدد و خطرات زیاد و حتی پیش‌بینی نشده مواجه شوند (قاسمی و رجبی، ۱۳۹۹). که از جمله آن‌ها می‌توان به ریسک نوسانات بازده و قیمت سهام اشاره نمود. تهدیدات یاد شده می‌تواند به حدی باشد که سازمان‌ها را با شکست مواجه نماید. از این رو مدیران برای رشد و بقای سازمان باید به فکر راه‌هایی برای کاهش ریسک‌های نامطلوب باشند. از آنجایی که بازار سرمایه به عنوان یکی از مهمترین گزینه‌های سرمایه‌گذاری، جایگاه مناسبی برای جذب سرمایه‌ها به شمار می‌رود و سرمایه‌گذاران با در نظر گرفتن درجه‌ی ریسک پذیری و بازدهی مورد انتظار، سهام مورد نظر خود را انتخاب می‌کنند، در نتیجه بازار سرمایه باید کارایی لازم را برای جذب سرمایه‌گذاران و تأمین مالی و در نتیجه تخصیص بهینه منابع جهت بازدهی بیشتر آن‌ها داشته باشند. برای رسیدن بازار سرمایه به این کارایی لازم است که نوسانات در بازار به صورت منطقی و بر اساس عوامل بنیادی ایجاد شود (اعزازی و همکاران، ۲۰۱۱). بنابراین می‌توان عنوان نمود که یکی از موضوعات مهم و بحث برانگیز مالی، نوسانات در بازار یا به نحوی نوسان پذیری بازده سهام است اهمیت این موضوع به ارتباط بین نوسان پذیری قیمت و به تبع آن بازده و تأثیر آن بر عملکرد بخش مالی و در نتیجه کل اقتصاد بر می‌گردد. فایده مطالعه نوسان‌پذیری بازده سهام برای سرمایه‌گذاران محاسبه میزان ریسک و برای خط‌مشی‌گذاران بازار سرمایه به عنوان ابزاری برای اندازه‌گیری میزان آسیب‌پذیری بازار سهام است (ظفر و همکاران، ۲۰۰۸).

سرمایه‌گذاران همیشه می‌خواهند با پیش‌بینی احتمال نوسانات بازده و قیمت سهام یک شرکت، از سوزاندن اصل و سود سرمایه خود جلوگیری کنند. به این دلیل؛ آن‌ها به دنبال راه‌هایی برای جلوگیری از نوسانات بازده و قیمت سهام شرکت‌های بزرگ هستند. زیرا وقتی بازده و قیمت سهام متغیر است، قیمت سهام شرکت‌ها به شدت کاهش می‌یابد و ورشکست می‌شود. مدیران واحدهای تجاری همچنین می‌توانند اقدامات احتیاطی را در صورت اطلاع به موقع از خطر نوسانات بازده و قیمت سهام انجام دهند (محمدزاده و نوفرستی، ۱۳۸۸). ریزش شدید قیمت سهام و روند نزولی - فرسایشی شاخص بازار سهام کشور در سال قبل و در پی آن از بین رفتن اصل و سود سرمایه صدها سهامدار و تغییر رفتار آن‌ها سبب شده با تغییر موضع خود مبنی بر خروج، بخش عظیمی از نقدینگی از این بازار خارج شود و اقتصاد از بابت آن متضرر گردیده است. تبعات فراگیر نوسانات قیمت و بازده سهام و شاخص بازار بسیار گسترده است؛ بنابراین مطالعه رفتار نوسانات مخصوصاً سقوط قیمت و بازده سهام در اثر متغیرهای خرد و کلان از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است (مراذزاده فرد، ۱۳۹۹). برای محاسبه بازده سهام باید رفتار قیمت سهام شرکت‌ها طی چند سال بررسی شود از این رو تغییرات ناگهانی در قیمت سهام که به دو شکل سقوط و جهش در قیمت رخ می‌دهد و عوامل موثر بر آن توجه بسیاری از محققین و متخصصین را به خود جلب نموده است. عوامل متعددی مانند عوامل اقتصادی، سیاسی، فرهنگی، عوامل درونی شرکت و ... بر قیمت سهام و در نهایت بازده سهام تأثیر می‌گذارند و هر تغییر در این عوامل باعث ایجاد نوسان در قیمت و بازده سهام می‌شود و چنانچه این نوسانات نامعقول و مزمن باشند نقش بورس اوراق بهادار زیر سوال رفته و دیگر کانونی برای جذب نقدینگی‌های سرگردان و پس‌اندازهای کوچک و هدایت آن‌ها به سوی تولید وجود نخواهد داشت (نادری بنی، ۱۳۹۳).

با توجه به اینکه ایران کشوری مذهبی و در حال توسعه می‌باشد و ویژگی‌های متفاوتی با کشورهای توسعه یافته مانند ایالت متحده و چین و ... دارد و محدودیت‌هایی که به موجب تحریم‌ها، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار را تحت تأثیر قرار داده، باعث شده سرمایه‌گذاران داخلی و خارجی تمایل در سرمایه‌گذاری در بازار سهام ایران را نداشته باشند. به همین منظور شرکت‌ها باید برای دستیابی به رشد پایدار و جذب نقدینگی‌های سرگردان و هدایت آن‌ها به سمت تولید، به عواملی که باعث شفافیت گزارشگری اطلاعات و نظارت بر عملکرد مدیران می‌گردد، توجه نمایند و با اعمال و اجرای قوانین و مقررات و انجام فعالیت‌های مسئولیت‌پذیری اجتماعی، از منافع ذینفعان حمایت نمایند و از عدم تقارن اطلاعاتی بپرهیزند.

شرکت‌ها در شرایط رقابتی فعلی با اعمال اقدامات مسئولیت‌پذیری اجتماعی در تصمیمات و فعالیت‌های تجاری خود، از فرصت‌های تجاری در بازارهای جدید استفاده نموده و در نهایت به تضمین پایداری شرکت کمک می‌کنند بنابراین شرکت‌ها با در نظر گرفتن مسئولیت اجتماعی و مشارکت در جامعه از طریق یک سیستم راهبری موثر به مزیت رقابتی پایدار و توسعه پایدار می‌رسند. شرکت‌هایی با مسئولیت‌های اجتماعی بیشتر با نشان دادن رفتار اجتماعی بهتر از چشم‌انداز اخلاقی جامعه بهره‌مند می‌شوند. با این حال، چگونگی افزایش یا کاهش ثروت سهامداران، افزایش شفافیت در مورد اطلاعات، کمک به کاهش نوسانات قیمت سهام و حمایت از منافع سرمایه‌گذاران این مسائل باید مورد توجه قرار گیرند (هونجرا و همکاران، ۲۰۲۰).

پژوهش‌های متناقضی در خصوص ارتباط مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی و یا فعالیت‌های مسئولیت‌پذیری اجتماعی بر عملکرد شرکت انجام شده به عنوان نمونه طی پژوهشی که فرو و همکارانش (۲۰۱۷) انجام داده‌اند سرمایه‌گذاران، در کشورهای با حمایت قوی از سرمایه‌گذار، عملکرد فعالیت‌های مرتبط با مسئولیت‌پذیری اجتماعی را در هنگام تصمیم‌گیری برای سرمایه‌گذاری جزئی از تجزیه و تحلیل خود قرار می‌دهند و چنانچه مدیران رفتارهای منفعت طلبانه در چنین محیط‌هایی از خود نشان دهند بازار آن را شناسایی و از طریق ارزش‌گذاری کمتر آن شرکت را جریمه می‌کند و این وضعیت عملکرد مالی ضعیف‌تری را برای شرکت به دنبال دارد. بنابراین، به نظر می‌رسد در کشورهای با حمایت ضعیف از سهامدار، مدیران مسئولیت‌پذیری اجتماعی را برای پنهان کردن تصمیمات اختیاری خود گسترش می‌دهند (فرجی و همکاران، ۱۳۹۹).

از طرفی در سال‌های اخیر، حاکمیت شرکتی یک جنبه اصلی و پویای تجارت شده و توجه به آن به طور تصاعدی رو به افزایش است و همچنین برای اجرای صحیح اقدامات مسئولیت‌پذیری اجتماعی، شرکت‌ها باید یک سیستم حاکمیتی موثر داشته باشند. با توجه به فروپاشی شرکت‌های بزرگ از قبیل انرون، ووردکام، آدفی، سیکو و ... که موجب زیان بسیاری از سرمایه‌گذاران و ذینفعان شد، ضرورت اصلاح و بهبود دائمی حاکمیت شرکتی بر هیچ سازمانی پوشیده نیست. یک سیستم راهبری شرکتی خوب به شرکت‌ها کمک می‌کند تا به نتایج مالی خوبی دست یابند. مفهوم حاکمیت شرکتی از اهمیت زیادی برخوردار است چرا که شامل رابطه بین مدیریت یک شرکت، هیات‌مدیره، سهامداران و سرمایه‌داران است. پس از جمله مواردی که می‌تواند بر نوسانات بازده و قیمت سهام موثر باشد، مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی و مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها می‌باشد که نیاز است به صورت دقیق‌تر رابطه بین آن‌ها مورد بررسی قرار گیرد در همین راستا در تحقیق حاضر به بررسی رابطه مسئولیت‌پذیری اجتماعی و مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی با نوسانات بازده و قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران خواهد پرداخت.

۱-۱- نوسانات بازده سهام

نوسانات یک معیار آماری از پراکندگی بازده برای یک شاخص امنیتی یا بازار معین است. در بیشتر موارد، هرچه نوسانات بیشتر باشد، امنیت بیشتر خطرناک است. نوسانات غالباً به صورت انحراف معیار یا واریانس بین بازده حاصل از همان شاخص امنیتی یا بازار اندازه‌گیری می‌شود؛ در بازارهای اوراق بهادار، نوسان اغلب با نوسانات بزرگ در هر دو جهت همراه است؛ نوسانات اغلب به میزان عدم اطمینان یا خطر مربوط به اندازه تغییرات ارزش اوراق بهادار اشاره دارد. نوسانات بالاتر به این معنی است که مقادیر امنیتی به طور بالقوه می‌تواند در طیف وسیعی از مقادیر پخش شود. این بدان معنی است که قیمت اوراق بهادار می‌تواند در مدت زمان کوتاه به هر دو جهت به طرز چشمگیری تغییر کند. نوسان کمتری به این معنی است که ارزش اوراق بهادار به طور چشمگیری نوسان نمی‌کند و تمایل به ثبات بیشتری دارد (رستم زاده و شکرزاده، ۱۳۹۴).

معیارهای مختلفی نظیر انحراف معیار، ضریب بتا، اهرم مالی و ... برای سنجش ریسک وجود دارد؛ در کل نوسان‌پذیری به میزان عدم قطعیت یا ریسک مربوط به میزان تغییرات ارزش هر نوع اوراق بهاداری اشاره دارد. نوسان‌پذیری بالا به این معنی است که ارزش اوراق بهادار برای مثال قیمت سهام می‌تواند در محدوده بزرگتری نوسان کند و بالا و پایین برود. این یعنی قیمت سهام در طول بازه زمانی کوتاهی می‌تواند به طور چشمگیری در هر دو جهت تغییر کند، اما تغییرات در ارزش با یک سرعت ثابت در طول زمان اتفاق می‌افتد؛ یکی از معیارهای نوسان‌پذیری نسبی سهام، بتای آن است. بتا نوسانات کلی سود سهام یک شرکت در برابر نوسانات معیاری دیگر نظیر شاخص کل را تخمین می‌زند (صدری فرد و ولیزاده، ۱۳۹۶).

هر سهم یا هر پورتفولی از سهام، اگر در فاصله خاصی از زمان خریداری، نگهداری و فروخته شود، بازده خاصی را نصیب دارنده آن می‌نماید که این بازدهی، شامل تغییر قیمت و منافع حاصل از مالکیت است از طرفی، بازده سهام در دوره‌های متفاوت، متغیر است و روند ثابت و یکنواختی را به همراه ندارد. بنابراین نوسان و تغییرپذیری، جزء لاینفک بازدهی سهام در طی زمان است تغییرپذیری و نوسان بازده دوره‌های آتی سهام، سرمایه‌گذاری را با ریسک همراه می‌نماید بنابراین سرمایه‌گذار همواره به دنبال کاهش ریسک و افزایش اطمینان بازدهی است (حراف و مشایخ، ۱۳۹۰).

۲-۱- نوسانات قیمت سهام

نوسانات قیمت سهام در پیشینه مباحث اقتصادی در یک صد سال گذشته مطرح شده است. هرچند روش‌های آزمون فرضیه آماری در این دسته از مطالعات با محدودیت مواجه بوده و وابستگی بالایی با شاخص‌های اقتصادی اندازه‌گیری و منتشر شده رسمی بازار سهام دارند ولی تشخیص دقیق‌تر وجود نوسان، حباب و توانایی شناختن حباب قیمت‌ها از قیمت‌های واقعی سهام زمینه مناسبی را برای اجرای مطالعات گسترده بعدی در راستای بورس اوراق بهادار به وجود آورده است (بیرمن و اسمیت، ۲۰۱۲) از این نظریه طرفداری می‌کند که قیمت‌های بازار سهام از روی نگرش سرمایه‌گذاران نسبت به گذشته مشخص و تعیین می‌شوند اما نظریه انتظارات تطبیقی در توضیح رفتار عوامل اقتصادی نظریه کاملی نیست چرا که فرصتی را بوجود آورد که عوامل اقتصادی در تصمیم‌گیری‌ها خطاهای سیستماتیک مرتکب می‌شوند و لذا نظریه انتظارات عقلایی در جهت جبران نقصان این نظریه ارائه گردید و این نظریه در بورس اوراق بهادار کاربرد دارد. (دیبا و گراسمان، ۱۹۹۸) معتقدند که حباب عقلایی در نوعی خودباوری انعکاس می‌یابد مبنی بر آنکه قیمت دارایی به متغیرهای وابسته است (یا مجموعه‌ای از متغیرها) که ذاتاً بی‌ربط هستند مشکل اساسی به انجام آزمون تجربی در خصوص موجودیت حباب‌های عقلایی بر می‌گردد که توسط (فلادو و گاربر، ۱۹۸۰) مطرح شده‌اند و از جانب (هامیلتون و وایتمن، ۱۹۸۵) مورد تأکید قرار گرفته‌اند که عبارت است از نقش نوسان‌های فرضی بر قیمت دارایی که مستقیم از مبانی بازار و متغیرهایی که پژوهشگر نمی‌تواند مشاهده کند، قابل تشخیص نیستند (باسطی راد و یزدانی، ۱۳۹۹).

نوسانات قیمت سهام به تغییرات قیمت معاملات سهام در بورس اوراق بهادار گفته می‌شود و برای تعیین آن از روش انحراف معیار قیمت سهام در طول سال برای هر شرکت استفاده شده است.

نوسان (پویایی) قیمت سهام شرکت‌ها در بازار بورس امکان سودآوری فراوانی را برای سهامداران فراهم می‌آورد، بنابراین نوسان قیمت سهام برای بسیاری از سرمایه‌گذاران در بورس جذاب است (تی میلسن، ۲۰۰۳). البته تمایل شدیدی بین سرمایه‌گذاران برای سهام‌هایی که قیمت آن با یک روند ثابت حرکت می‌کند وجود دارد، ولی آن‌ها از سرمایه‌گذاری روی سهام

هایی که قیمتشان زیاد نوسان می‌کند دوری می‌نمایند، با این وجود بعضی از خریداران سهام معترف هستند که فرصت‌های سودآوری که ممکن است برای یک سهام با یک قیمت بی‌ثبات به وجود آید، بیشتر است (صادقی و همکاران، ۱۳۹۹).

۱-۳- مسئولیت‌پذیری اجتماعی و حاکمیت شرکتی

سازمان‌های مختلف، تعاریف متفاوتی از مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها دارند اما حوزه مشترک گسترده‌ای بین آن‌ها وجود دارد. انجمن کسب و کار جهانی توسعه پایدار (۱۹۹۹) مسئولیت اجتماعی شرکت را تعهد مستمر کسب و کار برای رفتارهای اخلاقی و توسعه اقتصادی تعریف کرد، در صورتی که بهبود کیفیت زندگی نیروی کار و خانواده آن‌ها به همراه بهبود کیفیت زندگی جامعه محلی به صورت گسترده برآورد شود (موسوی و همکاران، ۱۳۹۵). مسئولیت اجتماعی به معنی مسئولیت یا تعهد یک شخص یا سازمان در قبال مفاهیم اجتماعی از قبیل افراد یا محیط فیزیکی پیرامونش است. مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها تأثیر بسزایی در کارکنان، سهامداران، جامعه، مشتریان، کیفیت محصول و... می‌گذارد و با توجه به هر یک از این عوامل، پیامدهای گوناگونی برای شرکت و جامعه به همراه داشت (اسماعیل پور و همکاران، ۱۳۹۶). در سال‌های گذشته مسئولیت‌پذیری اجتماعی و گزارشگری آن در میان شرکت‌ها، موضوع با اهمیتی شده است. اهمیت و ضرورت توجه به مسئولیت‌پذیری اجتماعی در شرایط امروز جهان و فضاهای جدید کسب و کار ایجاب می‌کند رهبران و مدیران سازمان‌های بزرگ که در بازارهای جهانی یا بازارهای در حال جهانی شدن فعال و مؤثر هستند؛ میان بخش‌های اجتماعی، اقتصادی و زیست محیطی کسب و کار خود نوعی تعادل ایجاد کنند. این امکان که شرکت‌ها می‌توانند با سرمایه‌گذاری بر روی مسئولیت‌پذیری اجتماعی، مزیت رقابتی به وجود آورند، با تغییراتی که در رفتار و نگرش‌های سرمایه‌گذاران نسبت به اجتماع به وجود آمده است نیز به شدت در سال‌های اخیر در حال افزایش است (امیرحسینی و قبادی، ۱۳۹۵). درواقع گرایش به سمت مسئولیت‌پذیری اجتماعی، واحد تجاری را ترغیب می‌کند برای بهبود محیط زیست، استفاده از انرژی و مواد کمتر، مدیریت ضایعات و غیره تلاش کند. در نتیجه واحدهای تجاری می‌توانند بازدهی بلندمدت خود را از طریق کاهش آثار منفی خود بر اجتماع به صورت اختیاری، حداکثر کنند؛ به طوریکه امروزه این تفکر در میان واحدهای تجاری به صورت روزافزون در حال شکل‌گیری است که موفقیت بلندمدت آن‌ها می‌تواند از طریق مدیریت کردن عملیات شرکت، همزمان با ایجاد اطمینان از حمایت محیطی و پیشرفت مسئولیت‌پذیری‌های اجتماعی شرکت تحقق یابد. بنابراین، اجرای مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت به بهبود موفقیت شرکت‌ها در بلندمدت منجر می‌شود و در نهایت به رشد اقتصادی و افزایش توان رقابتی شرکت و بهبود عملکرد مالی آن منجر می‌گردد (عرب‌صالحی و همکاران، ۱۳۹۲). بنابراین مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت‌ها، رویکردی متعالی به کسب و کار است که تأثیر اجتماعی یک سازمان بر جامعه، چه داخلی و چه خارجی را مورد نظر قرار می‌دهد و هدف اصلی آن گرد هم آوردن تمام بخش‌ها، اعم از دولتی، خصوصی و داوطلبان، جهت همکاری با یکدیگر است تا از یک سو موجب همسویی منافع اقتصادی با محیط زیست و از سوی دیگر، سبب توفیق، رشد و پایداری کسب و کار شود. لیکن به لحاظ منافع و ارزشی که مسئولیت‌پذیری اجتماعی برای هر کسب و کار ایجاد می‌کند؛ بهره‌گیری از آن را ضروری می‌سازد (امیری، ۱۳۸۷).

از طرفی حاکمیت شرکتی از اوایل دهه ۱۹۸۰ میلادی تبدیل به یک موضوع بحث برانگیز در سطح بین‌المللی شده و اکنون در سده بیست و یکم میلادی بحث در مورد آن همچنان وجود دارد. حاکمیت شرکتی پدیده نوظهوری نیست و همزمان با پیدایش کسب و کار به وجود آمده است (آدامس و همکاران، ۲۰۰۵). با این حال پیدایش ایده‌های موجود در مورد ماهیت حاکمیت شرکتی به سال ۱۷۷۶ میلادی باز می‌گردد. یعنی زمانی که آدام اسمیت در اثر معروف خود "ثروت و ملل" موضوع جالبی را مطرح کرد که چکیده آن به این صورت است: نمی‌توان انتظار داشت که مدیران شرکت‌ها که در واقع اداره‌کنندگان پول و سرمایه افراد هستند و نه مالک آن‌ها به همان اندازه که شرکای یک موسسه خصوصی نگران سرمایه و مایملک خود هستند، از دارایی سهامداران شرکت‌ها مراقبت بعمل آورند. حاکمیت شرکتی می‌تواند با ارتقای عملکرد شرکت‌ها و افزایش دسترسی آن‌ها به منابع مالی موجبات رشد و توسعه اقتصادی پایدار را فراهم آورد. حاکمیت شرکتی، میزان آسیب‌پذیری شرکت‌ها را در موقع بروز بحران مالی کاهش داده، حقوق مالکیت را تقویت کرده، هزینه معاملات و هزینه سرمایه را کاهش داده و به گسترش بازار سرمایه کمک می‌کند. حاکمیت شرکتی، روابط بین مدیریت، هیئت مدیره، سهامداران عمده، سهامداران خرد و سایر ذینفعان را شامل می‌شود. سیستم حاکمیت شرکتی مشخص می‌نماید چه کسی شرکت را اداره و چه کسی تصمیمات مربوط به توزیع بازده اقتصادی بین سهامداران، کارکنان، مدیران و سایر ذینفعان را اتخاذ می‌کند (میلر، ۲۰۰۴).

بررسی ادبیات موجود نشان می‌دهد که هیچ تعریف مورد توافقی در مورد حاکمیت شرکتی وجود ندارد، تفاوت‌های چشم‌گیری در تعریف‌ها براساس کشور مورد نظر وجود دارد. حتی در آمریکا با انگلستان نیز رسیدن به تعریف واحد کار چندان آسانی نیست. تعریف‌های موجود از حاکمیت شرکتی در یک طیف وسیع قرار می‌گیرند. دیدگاه‌های محدود در یک سو و دیدگاه‌های گسترده در سوی دیگر طیف قرار دارند. در دیدگاه‌های محدود، حاکمیت شرکتی به رابطه شرکت و سهامداران محدود می‌شود. این، الگویی قدیمی است که در قالب نظریه نمایندگی بیان می‌شود. در آن سوی طیف، حاکمیت شرکتی را می‌توان به صورت شبکه‌ای از روابط در نظر گرفت که نه تنها میان شرکت و مالکان آن‌ها (سهامداران)، بلکه میان شرکت و تعداد زیادی از ذی‌نفعان از جمله کارکنان، مشتریان، فروشندگان، دارندگان اوراق قرضه و ... وجود دارد. چنین دیدگاهی در قالب نظریه ذی‌نفعان دیده می‌شود (حساس یگانه، ۱۳۸۵). حاکمیت شرکتی به دلایل زیر حائز اهمیت است:

- چارچوبی را برای ایجاد اعتماد بلندمدت میان شرکت‌ها و تهیه کنندگان خارجی سرمایه فراهم می‌کند.
- با منصوب کردن مدیرانی که بانی تجربیات و ایده‌های جدید هستند، تفکر استراتژیک را به صدر شرکت هدیه می‌کند.
- مدیریت و نظارت بر ریسک جهانی پیش روی شرکت را منطقی می‌سازد.
- با تقسیم فرایند تصمیم‌گیری، اتکای به مدیران ارشد و مسئولیت آنان را محدود می‌سازد (سینا قدس، ۱۳۸۷).

۲- مبانی نظری

در حال حاضر جذب سرمایه‌های خارجی بیش از پیش برای رشد شرکت‌ها ضروری شده است. از آنجایی که بازار سرمایه به عنوان یکی از مهمترین گزینه‌های سرمایه‌گذاری، جایگاه مناسبی برای جذب سرمایه‌ها به شمار می‌رود و سرمایه‌گذاران با در نظر گرفتن درجه‌ی ریسک‌پذیری و بازدهی مورد انتظار، سهام مورد نظر خود را انتخاب می‌کنند، در نتیجه بازار سرمایه باید کارایی لازم را برای جذب سرمایه‌گذاران و تأمین مالی و در نتیجه تخصیص بهینه منابع جهت بازدهی بیشتر آن‌ها داشته باشد، برای رسیدن بازار سرمایه به این کارایی لازم است که نوسانات در بازار به صورت منطقی و بر اساس عوامل بنیادی ایجاد شود، هرچند که در کوتاه‌مدت بازار دارای نوساناتی است که البته ماهیت بازار هم همین را اقتضا می‌کند، ولی در بلندمدت قیمت سهام باید بر اساس عوامل منطقی شرکت‌ها و اطلاعات منتشره درباره‌ی آن‌ها تعیین گردد، یک سیستم حاکمیت شرکتی خوب می‌تواند انصاف و پاسخگویی را در بین مدیران توسعه دهد، شفافیت اطلاعات را بیشتر کند و بنابراین موجب اعتماد بیشتر سرمایه‌گذاران و تأمین مالی مناسب برای شرکت شود. از سوی دیگر چون ریسک سرمایه‌گذاری کاهش می‌یابد، سرمایه‌گذاران سود کمتری را انتظار خواهند داشت و شرکت به راحتی می‌تواند منابع مالی خود را تأمین کند. وجود حاکمیت شرکتی مناسب و مؤثر در سراسر کشور و اقتصاد باعث افزایش تعهد و غنی‌سازی بازار و در نتیجه کاهش هزینه‌ی سرمایه خواهد شد و باعث تشویق شرکت‌ها به استفاده‌ی مناسب از منابع و توسعه‌ی فعالیت‌هایشان می‌شود. در واقع حاکمیت شرکتی با هدف افزایش بهره‌وری و استفاده از فرآیند تخصیص پس اندازه‌ها به سرمایه‌گذاری‌های پر بازده در دهه‌ی گذشته مورد توجه قرار گرفته است (اعزاز و همکاران، ۲۰۱۱). انگیزه‌ی بیشتر سهامداران از سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها، بدست آوردن کنترل و اداره‌ی آن نیست، بلکه برای کسب سود می‌باشد، وجود یک سیستم حاکمیت شرکتی مناسب و کارا در سطح کشور و کل اقتصاد می‌تواند منجر به افزایش اعتماد و تقویت بازار و در نتیجه کاهش هزینه‌ی سرمایه شود. بنابراین، شرکت‌ها به استفاده‌ی کارا از منابع و رشد فعالیت‌ها ترغیب می‌شوند. از آنجایی که قیمت سهام از عوامل متعددی مانند عوامل اقتصادی، سیاسی، فرهنگی، عوامل درونی شرکت و ... متأثر می‌باشد و در تمام بورس‌ها امری بدیهی است و به علت هر تغییر در عوامل مؤثر در قیمت سهام، این نوسان ممکن است ایجاد شود؛ در صورت بروز نوسانات نامعقول و مزمن در بازار، نقش بورس اوراق بهادار زیر سؤال رفته و دیگر کانونی برای جذب نقدینگی‌های سرگردان و پس‌اندازهای کوچک و هدایت آن‌ها به سوی تولید وجود نخواهد داشت، بدین ترتیب آثار مثبتی که بورس اوراق بهادار در اقتصاد می‌تواند ایفا نماید و نقشی را که در جذب پس‌اندازها و تشکیل سرمایه و توزیع بهینه آن‌ها می‌تواند داشته باشد، بسیار کمرنگ خواهد شد. اما رفتار هموار در قیمت سهام، هزینه‌ی سرمایه‌ی شرکت‌ها را کاهش می‌دهد و باعث افزایش اعتماد و جلب نظر سرمایه‌گذاران می‌شود، از این رو بررسی نقش نظام راهبری شرکت به عنوان یکی از عوامل درونی شرکت و مؤثر بر قیمت سهام حائز اهمیت است (نادری بنی، ۱۳۹۳). جان و همکاران (۲۰۰۸) نیز شواهدی را مبنی بر وجود رابطه مثبت میان حاکمیت شرکتی و ریسک‌پذیری شرکت ارائه نمودند. یکی از عوامل اصلی بهبود کارایی اقتصادی، حاکمیت شرکتی است که در برگیرنده مجموعه‌ای از روابط میان مدیریت شرکت، هیئت مدیره، سهامداران و سایر گروه‌های ذینفع است. حاکمیت شرکتی، ساختاری را فراهم می‌کند که از طریق آن، هدف‌های بنگاه تنظیم و وسایل دستیابی به هدف‌ها و نظارت بر عملکرد تعیین می‌شود. این نظام انگیزه لازم برای تحقق اهداف بنگاه را در مدیریت ایجاد کرده و زمینه نظارت مؤثر را فراهم می‌کند. به این ترتیب شرکت‌ها منابع را با اثربخشی بیشتری به کار می‌گیرند (واورو، ۲۰۱۴). راهبری شرکتی ضعیف موجب سلب اعتماد بازار شده که به نوبه خود می‌تواند منجر به خروج منابع یا بحران نقدینگی و سقوط قیمت‌ها در بورس شود. بدین ترتیب، انتظار می‌رود که کیفیت حاکمیت شرکتی از ابهام و عدم اطمینان سرمایه‌گذاران در خصوص پیش‌بینی بازده سهام کاسته و به تبع آن، سبب کاهش نوسان‌پذیری بازده سهام شرکت گردد (دیلیمی و صفری گرایلی، ۱۳۹۵). هر چه قیمت سهام بالاتر باشد، از دیدگاه سهامداران، مدیریت وظیفه‌اش را بهتر انجام داده است. بنابراین قیمت بازار سهام شرکت شاخصی است که به وسیله آن مدیریت مورد ارزیابی قرار می‌گیرد (وستون و بریگام، ۱۳۸۰). هدف اصلی مدیریت و حاکمیت واحدهای اقتصادی، به حداکثر رساندن سود است. رسوایی‌های اخیر تجاری موجب خدشه‌دار شدن وجهه عمومی سازمان‌ها و افزایش توقع پاسخگویی به عموم، شفافیت و درستکاری شده است. سازمان‌ها در زمینه‌های گوناگون تحت فشار شدید برای جلب اعتماد عمومی و حفظ رقابت در بازار جهانی قرار دارند (فغانی و همکاران، ۱۳۹۵). به نظر می‌رسد سازمان‌های خصوصی با رقابت برای دستیابی به این اصول در کنار سودبخشی مالی و حفظ ابتکار عمل روبرو هستند (جمالی، ۲۰۰۶). افشاء شاخص‌های مسئولیت اجتماعی توسط شرکت‌ها، میزان توجه شرکت‌ها را به عملکرد اجتماعی و زیست محیطی نشان داده، منجر به بهبود کیفیت افشاء اطلاعات می‌شود و ممکن است تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران و در نهایت قیمت و بازده سهام شرکت‌ها را تحت تاثیر قرار دهد. همچنین، با توجه به اینکه مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها تاثیر مثبتی بر

رضایت‌مندی ذینفعان و اعتبار و شهرت شرکت‌ها دارد، به نظر می‌رسد افشاء شاخص‌های مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها، قیمت بازار سهام را افزایش دهد از سوی دیگر سقوط قیمت سهام عدم تقارن ریسک را از بین می‌برد؛ بنابراین برای تصمیمات سرمایه‌گذاری و مدیریت ریسک مهم است (حسینی و امجدیان، ۱۳۹۶). ایفای مسئولیت اجتماعی، به معنای آگاهی و احساس درباره اقداماتی است که شرکت در خصوص موضوعات مورد علاقه ذی نفعان انجام می‌دهد (الوانی و قاسمی، ۱۳۷۷؛ محمدان و ختایی، ۱۳۹۰). مسئولیت‌پذیری اجتماعی در یک تعریف عام طریقی است که بنگاه‌ها به وسیله آن رویکردهای اقتصادی، اجتماعی و زیست محیطی را با ارزش‌ها، فرهنگ، استراتژی‌ها، ساختار تصمیم‌گیری و شیوه‌های عملیاتی خود به شکلی شفاف و قابل‌حسابرسی یکپارچه می‌کنند و در نتیجه فرایندها و رویه‌های بهتری را در درون سازمان خود جاری می‌سازند و به این ترتیب ثروت می‌آفرینند و وضعیت جامعه را بهبود می‌بخشند (کبیری و محمدزاده سالطه، ۲۰۱۵). پس شرکت‌ها با مشارکت در فعالیت‌های مسئولیت اجتماعی، به نگهداری یا تقویت روابط خود با ذی نفعان داخلی و خارجی در قالب ایجاد اعتبار در میان مشتریان، ایجاد مطلوبیت و اطمینان در سرمایه‌گذاران، ایجاد اعتماد در تأمین‌کنندگان، افزایش تعهد کارمندان و در نهایت، ایجاد مشروعیت و سرمایه اجتماعی اقدام می‌کنند و در فضای رقابت، اعتبار و سهمشان در بازار فزونی می‌یابد. در نتیجه توانایی مقاومت و انعطاف‌پذیری شرکت‌های مسئولیت‌پذیر در رویارویی با رویدادهای غیرمنتظره و بحران‌های خارجی و داخلی بیشتر می‌شود و در نتیجه کمتر با نوسانات عرضه و تقاضا مواجه شوند بنابراین، انتظار می‌رود مسئولیت‌پذیری اجتماعی با تأثیر خود بر نوسانات عرضه و تقاضا و نوسانات جریان‌های نقدی آینده، عامل مؤثری بر نوسانات بازده و قیمت سهام و ریسک غیرسیستماتیک باشد (دلپسند و همکاران، ۱۳۹۸). بنابراین 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 یا همان نوسانات بازده سهام می‌گردد (درخشان مهر و همدانلو، ۱۳۹۷).

۳- پیشینه

۳-۱- پیشینه داخلی

معصومی و نشاگران (۱۴۰۰) در پژوهشی تحت عنوان "بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی و مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها بر ریسک سقوط قیمت سهام شرکت‌ها" بیان داشتند که در این تحقیق، در تحلیل محتوا برای تعیین سطح مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها از چک لیست افشاء برزگر (۱۳۹۲) و به روش صفر (۰) و یک (۱) عمل گردید. از بین ۵۰۲ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، تعداد ۱۱۳ شرکت با استفاده از روش حذف سیستماتیک به عنوان نمونه تحقیق انتخاب گردید. نتایج نشان داد اندازه هیات مدیره بر ریسک سقوط قیمت سهام تأثیر معناداری دارد. استقلال هیات مدیره بر ریسک سقوط قیمت سهام تأثیر معناداری دارد. دوگانگی وظیفه مدیرعامل بر ریسک سقوط قیمت سهام تأثیر معناداری ندارد. همچنین، مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها بر ریسک سقوط قیمت سهام تأثیر معناداری دارد. مهرعلی و همکاران (۱۳۹۹)، در تحقیق خود با عنوان "بررسی تأثیر معیارهای حاکمیت شرکتی بر ریسک سقوط قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران" عنوان نمودند که معیارهای بررسی شده در این پژوهش شامل ۴ بعد راهبری شرکتی که عبارتند از ساختار مالکیت، ساختار هیات مدیره، انگیزه‌های مدیرعامل و مالکیت نهادی (فعال و غیرفعال) است نتایج به دست آمده نشان داد از میان معیارهای انتخابی برای راهبری شرکتی مالکیت نهادی و تمرکز مالکیت دارای رابطه‌ی مثبت و معناداری و مالکیت مدیریتی، استقلال اعضای هیات مدیره و دوگانگی وظیفه‌ی رئیس هیئت مدیره و مدیرعامل شرکت تأثیر منفی معناداری بر ریسک سقوط قیمت سهام دارد. با تجزیه و تحلیل مشخص شد که اثرات راهبری شرکتی در صنایع با سطح رقابتی ضعیف و عدم اطمینان بالا نسبت به صنایع با سطح رقابتی قوی و عدم اطمینان پایین اهمیت بیشتری دارد. مالکیت نهادی تأثیر مثبت معناداری بر ریسک سقوط قیمت سهام (متغیرنوسان) پایین به بالا دارد لیکن با تقسیم مالکیت نهادی به فعال و غیرفعال، نتایج نشان می‌دهد که اثر مثبت مالکیت نهادی بر ریسک سقوط قیمت سهام، ناشی از مالکیت نهادی فعال است و مالکان نهادی غیرفعال نقش نظارتی در کاهش ریسک سقوط قیمت سهام دارند به عبارت دیگر مالکیت نهادی فعال تأثیر مثبت و مالکیت نهادی غیرفعال تأثیر منفی بر ریسک سقوط قیمت سهام دارند.

دهدار و عرب یارمحمدی (۱۳۹۹) تحت عنوان بررسی رابطه بین حاکمیت شرکتی، ابهام گزارشگری مالی و سقوط قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بیان داشتند که خطر سقوط قیمت سهام در بازار یکی از نگرانی‌های اصلی سرمایه‌گذاران است و پژوهش در این زمینه می‌تواند برای بازار سرمایه حائز اهمیت باشد. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ها نشان می‌دهد که بین هیچکدام از اجزای حاکمیت شرکتی و سقوط قیمت سهام رابطه معناداری وجود ندارد؛ اما بین ابهام گزارشگری مالی و سقوط قیمت سهام در شرکت‌ها رابطه معناداری وجود دارد. قاسمی و فرزاد (۱۳۹۸) در پژوهشی تحت عنوان "شناسایی عوامل مؤثر بر سقوط قیمت سهام" به این نتیجه رسید که متغیرهایی مانند محافظه‌کاری، مدیریت سرمایه در گردش، سرمایه‌گذاران نهادی، کیفیت حسابرسی، انعطاف‌پذیری مالی، سودآوری، بازده دارایی‌ها، اندازه شرکت، نسبت ارزش دفتری به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام، نسبت کیوتوبین، تداوم انتخاب حسابرس، تخصص حسابرس در صنعت، مالکیت مدیریتی، استقلال اعضای هیئت مدیره، دوگانگی وظیفه رئیس هیئت مدیره، بدهی‌های کوتاه مدت، سررسید بدهی، پرداخت سود سهام رابطه منفی و معنی‌داری وجود دارد. درحالی که بین عدم شفافیت اطلاعات مالی، ناهمگنی عقاید سرمایه‌گذاران، اظهارنظر تعدیل

شده، تجدید سازمان، هزینه اختیاری غیرعادی، جریان های نقدی عملیاتی غیرعادی، مدیریت سود مبتنی بر اقلام تعهدی، نسبت اعضای غیرموظف هیئت مدیره، ضعفهای عمده کنترل داخلی، نقدشوندگی، اطمینان بیش از حد مدیریتی، عدم تقارن اطلاعاتی، مراحل رشد و افول، اجتناب از مالیات، تمرکز مالکیت، راهبرد تجاری اکتشافی رابطه مثبت و معنی داری وجود دارد همچنین بین بازده حقوق صاحبان سهام و اهرم مالی، نسبت قیمت به سود هر سهم، میانگین بازده واقعی، با خطر سقوط قیمت سهام رابطه معنی داری وجود ندارد. ترشیزی و بزاززاده تربتی (۱۳۹۷) در پژوهشی تحت عنوان "رابطه بین حاکمیت شرکتی و ریسک شرکت: نقش تعدیل کننده مسئولیت اجتماعی" بیان داشتند که تأثیر حاکمیت شرکتی بر ریسک در پژوهشهای مختلف مورد بررسی قرار گرفته و منجر به نتایج متفاوتی شده است. در راستای توجیه این نتایج متضاد، تأثیر تعدیل کنندگی مسئولیت اجتماعی شرکت توسط لی و همکاران (۲۰۱۶) مورد ارزیابی قرار گرفت که نشان داد مسئولیت اجتماعی شرکت بر رابطه حاکمیت شرکتی با ریسک شرکت اثر تعدیل کنندگی دارد. با توجه به تفاوت های فرهنگی و اقتصادی در بین کشورهای مختلف و با توجه به اهمیت مدیریت ریسک در شرکتها، این پژوهش، با هدف کمک به مدیریت ریسک به بررسی این موضوع در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخت. بررسی ها نشان داد نسبت مدیران غیرموظف، اندازه هیئت مدیره و مسئولیت اجتماعی شرکت با ریسک شرکت رابطه مثبت دارند و با ورود متغیر مسئولیت اجتماعی، افزایش نسبت مدیران غیرموظف و تعداد اعضای هیئت مدیره منجر به کاهش ریسک می شود.

احمدی و درسه (۱۳۹۵) در پژوهشی تحت عنوان "بررسی تأثیر معیارهای راهبری شرکتی بر خطر سقوط آتی قیمت سهام در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار" به بررسی تأثیر معیارهای راهبری شرکتی بر خطر سقوط آتی قیمت سهام در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج به دست آمده نشان داد از میان معیارهای انتخابی برای راهبری شرکتی، مالکیت نهادهای، مالکیت مدیریتی، استقلال اعضای هیئت مدیره و دوگانگی وظیفه رییس هیئت مدیره و مدیرعامل شرکت تأثیر منفی و معنی داری بر خطر سقوط قیمت سهام دارد. با تجزیه و تحلیل اضافی مشخص شد که اثرات راهبری شرکتی در صنایع با سطح رقابتی ضعیف و عدم اطمینان بالا نسبت به صنایع با سطح رقابت قوی و عدم اطمینان پایین اهمیت بیشتری دارد. دارابی و همکاران (۱۳۹۵) در مطالعه ای به "بررسی ارتباط گزارش گری مسئولیت اجتماعی با ارزش و ریسک شرکت های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران"، پرداخته اند. هدف این پژوهش بررسی ارتباط گزارش گری مسئولیت اجتماعی و ابعاد آن شامل محیط زیست، رفاه کارکنان، فعالیت اجتماعی و مصرف انرژی با ارزش و ریسک شرکت است. بدین منظور داده های مربوط به ۲۷۶ شرکت عضو بورس اوراق بهادار تهران برای دوره ای زمانی بین سال های ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۴ مورد بررسی قرار گرفت. نتایج این پژوهش نشان داد که بین گزارش گری مسئولیت اجتماعی با ریسک و ارزش شرکت رابطه ی معناداری وجود دارد.

۳-۲- پیشینه خارجی

هونجرا و همکاران (۲۰۲۰) در مطالعه ای تأثیر مسئولیت پذیری اجتماعی شرکت و مکانیزم های حاکمیت شرکتی بر چگونگی خطر سقوط قیمت سهام را مورد بررسی قرار دادند. در این مقاله داده های ۳۵۳ شرکت تولیدی در کشورهای در حال توسعه مانند هند و پاکستان طی سالهای ۲۰۱۰ تا ۲۰۱۸، از طریق روش گشتاورهای تعمیم یافته (GMM) مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته اند. نتایج تحقیق حاکی از آن است که اگر شرکتها به صورت فعالانه در فعالیتهای مسئولیت پذیری اجتماعی شرکت کنند به شفافیت بیشتری در استانداردهای گزارشگری مالی و استانداردهای اخلاقی می رسند و کمتر درگیر اخبار بد می شوند، در نهایت به کاهش خطر ریزش قیمت سهام منجر می گردد. همچنین آنها از مکانیزم های حاکمیت شرکتی تأثیر مالکیت مدیریتی، اندازه هیات مدیره و دوگانگی مدیرعامل را نیز بر ریسک سقوط قیمت سهام بررسی نمودند که به این نتیجه رسیدند که مالکیت مدیریتی تأثیر مثبت قابل توجهی بر ریسک سقوط قیمت سهام دارد، در حالی که اندازه هیات مدیره و دوگانگی مدیر عامل تأثیر منفی بر ریسک سقوط قیمت سهام نشان می دهند. کریشنامورتی و همکاران (۲۰۱۹) در مطالعه ای با عنوان مسئولیت اجتماعی شرکتها و ریسک: یک دیدگاه جهانی، به بررسی این موضوع پرداخته اند. این مقاله ریسک شرکتی و ارتباط آن با مسئولیت اجتماعی شرکتها (CSR) را بررسی نموده است. برای این منظور با استفاده از یک نمونه از کشور های چند ملیتی در سطح بین المللی، یافت شده است که مسئولیت اجتماعی شرکتها در سطح پایین ریسک را کاهش می دهد. در بررسی دقیق تر، رابطه بین مسئولیت اجتماعی شرکتها و ریسک، متغیرهای سطح کشور مانند کیفیت نهادی، حمایت از حقوق سهامداران اقلیت، توسعه بازار سهام و آزادی مطبوعات مورد بررسی قرار می گیرد. در این رابطه مشاهده می شود که در کشورهایی که در حال رشد هستند، مسئولیت اجتماعی شرکتها تنها زمانی کاهش می یابد که سطح سازمانی در سطح کشور بالا باشد و شهروندان از آزادی مطبوعات بهره مند شوند. یافته های این تحقیق نشان می دهد که هر دو موسسات رسمی و کیفیت جامعه مدنی، فاکتور مسئولیت اجتماعی شرکتها را در مورد ریسک اداره می کنند.

لین و دانگ (۲۰۱۸) در مطالعه ای به بررسی "بررسی رابطه مسئولیت پذیری اجتماعی با احتمال ورشکستگی شرکتها" پرداخته اند. آن ها بیان داشته اند که ادبیات موجود نشان می دهد که مسئولیت اجتماعی شرکت (CSR) سرمایه های اجتماعی را که باعث ریسک در تجارت می شود جمع می کند. تحقیق حاضر این ادبیات را با مستند سازی اینکه شرکت هایی که سابقه پیشگیرانه بالاتری از تعامل مثبت مسئولیت پذیری اجتماعی دارند، کمتر در معرض نوسانات بازده و قیمت سهام قرار می دهند، هنگامی که آنها در رنج مالی عمیق قرار دارند، گسترش می دهند. نتایج نشان می دهد که سرمایه اخلاقی زمانی که شرکت بزرگ

تر می شود، احتمال نوسانات بازده و قیمت سهام در نتیجه احتمال ورشکستگی را کاهش می دهد. از سوی دیگر، مبادله سرمایه به احتمال زیاد ورشکستگی را کاهش می دهد. چن و همکاران (۲۰۱۵) در پژوهشی به بررسی «تاثیر دوگانگی وظیفه مدیرعامل بر ریسک سقوط قیمت سهام» پرداختند. نتایج پژوهش آنها حاکی از آن است که بین دوگانگی وظایف مدیرعامل و ریسک سقوط قیمت سهام تاثیر مثبت و معناداری وجود دارد. به بیان دیگر دوگانگی وظایف مدیرعامل باعث خواهد شد که آنها از توانایی و نفوذ بیش تری جهت انباشت اخبار بد شرکت داشته که در نهایت این منجر به سقوط قیمت سهام می گردد.

مُهدغزالی (۲۰۱۴) در تحقیقی با عنوان "هیئت مدیره و عملکرد شرکت هایی مالزیایی" به این نتیجه رسید که استقلال هیئت مدیره و درصد مالکیت دولتی تاثیر مثبت و معناداری بر عملکرد شرکت های مالزیایی دارد. یافته دیگر تحقیق بیانگر آن است از آنجا که در مالزی، عمده کسب و کارها، خانوادگی هستند، جدا کردن نقش مدیر عامل از ریاست هیات مدیره، ممکن است سبب بهبود عملکرد بازار این شرکت ها نشود. کیم و همکاران (۲۰۱۴) طی پژوهشی با عنوان مسئولیت های اجتماعی و خطر ریزش قیمت سهام به بررسی اینکه آیا کاهش مسئولیت اجتماعی شرکت ها منجر به خطر سقوط قیمت سهام می شود، پرداختند. نتایج تحقیق حاکی از آن است که اگر شرکت ها مسئولیت اجتماعی را به استانداردهای بالای شفافیت نزدیک سازند و کمتر درگیر اخبار بد شوند، خطر ریزش قیمت سهام پایین می آید و مسئولیت های اجتماعی منجر به کاهش خطر ریزش قیمت سهام می گردد. عملکرد مسئولیت های اجتماعی شرکت ها با خطر ریزش قیمت سهام آتی رابطه منفی دارد. علاوه بر این، رابطه منفی مسئولیت های اجتماعی بر خطر ریزش قیمت سهام در شرکت های دارای حاکمیت شرکتی با تاثیر کمتر یا سطح پایین تر مالکیت نهادی برجسته تر است. این نقش مسئولیت های اجتماعی زمانی که سازوکارهای حاکمیت شرکتی مانند نظارت توسط هیئت مدیره و یا سرمایه گذاران نهادی ضعیف است، با اهمیت می باشد. یانگ و ژائو (۲۰۱۴) در پژوهشی به بررسی «تاثیر دوگانگی نقش مدیرعامل بر ارزش شرکت» پرداختند. نتایج پژوهش حاکی از آن است دوگانگی وظایف مدیرعامل باعث بهبود عملکرد شرکت و کاهش نوسانات بازده سهام خصوصا در زمانی که رقابت در بازار شدید است، می گردد.

۴- فرضیه های پژوهش

- فرضیه اصلی اول: بین مسئولیت پذیری اجتماعی و نوسانات بازده سهام رابطه معنی داری وجود دارد. در این خصوص
- فرضیه اصلی دوم: بین مکانیزم های حاکمیت شرکتی و نوسانات بازده سهام رابطه معنی داری وجود دارد.
 - فرضیه فرعی اول: بین مالکیت نهادی و نوسانات بازده سهام رابطه معنی داری وجود دارد.
 - فرضیه فرعی دوم: بین استقلال هیئت مدیره و نوسانات بازده سهام رابطه معنی داری وجود دارد.
 - فرضیه فرعی سوم: بین دوگانگی نقش مدیر عامل و نوسانات بازده سهام رابطه معنی داری وجود دارد.
- فرضیه اصلی سوم: بین مسئولیت پذیری اجتماعی و نوسانات قیمت سهام رابطه معنی داری وجود دارد.
- فرضیه اصلی چهارم: بین مکانیزم های حاکمیت شرکتی و نوسانات قیمت سهام رابطه معنی داری وجود دارد.
 - فرضیه فرعی چهارم: بین مالکیت نهادی و نوسانات قیمت سهام رابطه معنی داری وجود دارد.
 - فرضیه فرعی پنجم: بین استقلال هیئت مدیره و نوسانات قیمت سهام رابطه معنی داری وجود دارد.
 - فرضیه فرعی ششم: بین دوگانگی نقش مدیر عامل و نوسانات قیمت سهام رابطه معنی داری وجود دارد.

۵- جامعه و نمونه آماری پژوهش

جامعه آماری این تحقیق شامل شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران خواهد بود و براساس معیارهای زیر گزینش گردیده اند:

- به منظور همگن شدن نمونه آماری در سال های مورد بررسی، قبل از سال ۱۳۹۲ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند، و تا پایان سال ۱۳۹۸ از بورس اوراق بهادار تهران خارج نشده باشند؛
- به لحاظ افزایش قابلیت مقایسه، دوره مالی آنها منتهی به پایان اسفند ماه بوده باشد؛
- سهام آنها طی دوره تحقیق دارای وقفه معاملاتی بیشتر از شش ماه نبوده باشد؛
- طی دوره تحقیق تغییر سال مالی نداده باشد.
- جزء شرکت های ارائه دهنده خدمات مالی و بانکی و واسطه گری مالی نباشند.
- اطلاعات مورد نیاز تحقیق درباره آنها برای دوره مورد بررسی در دسترس باشد.
- در پایان با توجه به محدودیت ها انتخاب نمونه، تعداد ۱۰۱ شرکت به عنوان نمونه آماری انتخاب شده است.

۶- الگو و متغیرهای پژوهش

۱-۶ مدل آزمون فرضیه‌ها (Model Specification)

به منظور بررسی ارتباط بررسی رابطه مسئولیت پذیری اجتماعی و مکانیزم های حاکمیت شرکتی با نوسانات بازده و قیمت سهام، به تبعیت از هونجرا و همکاران (۲۰۲۰)، از دو مدل رگرسیونی (۱) و (۲) بهره گیری می شود:

جهت آزمون فرضیه های اول و دوم تحقیق از مدل زیر استفاده می شود:

رابطه (۱)

$$RET.STD_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CSR_{i,t} + \beta_2 INS/OWN_{i,t} + \beta_3 IND_{i,t} + \beta_4 CEO_{i,t} + \beta_5 SIZE_{i,t} + \beta_6 ROE_{i,t} + \beta_7 EPS_{i,t} + \beta_8 SV_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

جهت آزمون فرضیه های سوم و چهارم تحقیق از مدل زیر استفاده می شود:

رابطه (۲)

$$PRICE.STD_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CSR_{i,t} + \beta_2 INS/OWN_{i,t} + \beta_3 IND_{i,t} + \beta_4 CEO_{i,t} + \beta_5 SIZE_{i,t} + \beta_6 ROE_{i,t} + \beta_7 EPS_{i,t} + \beta_8 SV_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

۷- متغیرها (Variable)

جدول ذیل نشاندهنده نام، نماد و نحوه سنجش متغیرهای پژوهش می باشد.

جدول ۱. توضیح متغیرهای الگوهای آزمون فرضیه

ردیف	متغیر	نوع متغیر			نماد	نحوه اندازه گیری
		وابسته	مستقل	کنترل		
۱	نوسانات بازده سهام	*			(RET.ST)	انحراف معیار ۵ سال گذشته بازده سهام
۲	نوسانات قیمت سهام	*			(PRICE.STD)	انحراف معیار ۵ سال گذشته قیمت سهام
۳	مسئولیت پذیری اجتماعی	*			CSR مسئولیت پذیری اجتماعی	برای تعیین سطح مسئولیت اجتماعی شرکت ها از چک لیست افشاء برزگر و به روش صفر و یک عمل می شود
۴	حاکمیت شرکتی	*			CEOD نقش دوگانه مدیر عامل	متغیر ساختگی ۱ اگر مدیر عامل نائب رئیس و عضو هیئت مدیره شرکت باشد ۱ و در غیر این صورت ۰
		*			IND استقلال هیئت مدیره	این متغیر نشان دهنده نسبت اعضاء غیرموظف هیئت مدیره به کل اعضاء هیئت مدیره می باشد.
		*			INS/OWN مالکیت نهادی	درصد مالکیت سهامداران نهادی
۵	متغیرهای کنترلی	*			SIZE اندازه شرکت	لگاریتم طبیعی کل دارایی ها
		*			ROE بازده حقوق صاحبان سهام	درآمد خالص / متوسط حقوق صاحبان سهام
		*			EPS درآمد در هر سهم	درآمد خالص / کل سهام صادر شده
		*			SV نوسانات سهام	انحراف معیار سه ساله فروش شرکت

۷-۱ نحوه اندازه گیری متغیر وابسته

نوسانات بازده سهام (RET.STD): انحراف معیار ۵ سال گذشته بازده سهام را برای نوسان بازده سهام استفاده می کنیم. بازده سهام هر یک از شرکت ها بر اساس رابطه زیر محاسبه شده است :

$$R_{i,t} = \frac{(P_t - P_{t-1}) + D_t}{P_{t-1}}$$

D_t سود نقدی سهم در یک دوره مالی و P_t و P_{t-1} قیمت سهم در ابتدا و انتهای دوره مالی می باشد.

نوسانات قیمت سهام ($PRICE.STD$): انحراف معیار ۵ سال گذشته قیمت سهام را برای نوسان قیمت سهام استفاده می کنیم.

۲-۷- نحوه اندازه گیری متغیر مستقل

الف- مسئولیت پذیری اجتماعی (CSR): برای محاسبه این شاخص با توجه به مولفه های جدول مورد استفاده در تحقیق از چک لیست افشاء برزگر به بررسی افشای هر مولفه در گزارش های هیئت مدیره به روش تحلیل محتوا پرداخته می شود. به طوری که افشای هر مولفه به عنوان امتیاز یک و عدم افشای هر مولفه به عنوان امتیاز صفر لحاظ می گردد. در مرحله بعد جمع امتیاز محاسبه شده به عنوان نمره مسئولیت اجتماعی شرکت در نظر گرفته می شود.

جدول ۲. محاسبه و نمره دهی

۲۱. افشای کل ساعات آموزش، تشریح فعالیت ها یا هزینه آموزش کل نیروی کارو...	یادگیری و آموزش اجتماعی (S12)
۲۲. افشای گزارش عملکرد اجتماعی در بخش جداگانه ۲۳. ارائه سیاست های آتی اجتماعی	شفافیت سازی اجتماعی (S13)
۲۴. افشای قوانین، آیین نامه ها و اصول داوطلبانه سلامت تولید ۲۵. تعداد ساعات کاری از دست رفته به علت حوادث یا تعداد کل حوادث ۲۶. اقدامات در جهت کاهش عوامل زیان آور محیط کار	سلامت تولید (S21)
۲۷. افشای حفظ حریم خصوصی مشتریان ۲۸. گارانتی و خدمات پس از فروش، ۲۹. تعداد شکایات دریافتی از مشتریان یا میزان پرداخت خسارت ۳۰. افشای رویه های مربوط به انتخاب تامین کنندگان ۳۱. ارائه مشخصات، کیفیت، دوام و ایمنی محصولات	مسائل اجتماعی مشتریان و زنجیره تامین (S22)
۳۲. افشای توافقیهای تجاری با شرکتهای رقیب ۳۳. افشای اطلاعاتی در خصوص توسعه محصولات شرکت یا پروژه های تحقیقاتی برای بهبود تولید یا افشای مخارج R&D	حفظ نام تجاری و رفتار ضد رقابتی (S23)
۳۴. افشای مبالغ حقوق و دستمزد و سایر مزایا ۳۵. میزان استخدام و خروج نیروی کار یا نمودار ترکیب نیروی کار ۳۶. افشای شکایات نیروی کار و پرداخت جرایم به آنها ۳۷. تدابیر کاری انعطاف پذیر و فعالیت های رفاهی برای کارکنان و خانواده هایشان مثل سفر و اردو و	حقوق نیروی کار (S31)
۳۸. افشای استانداردهای ایمنی و سلامت کار، ۳۹. کل خدمات و مرگ و میر کارمند و پیمانکار، نوع و میزان آسیب ۴۰. بهره وری نیروی کار	سلامت و امنیت و بهره وری (S32)
۴۱. نیروی کار کودک، حمایت از کودکان کار و خیابانی، ۴۲. رعایت اصول داوطلبانه حقوق بشر	رعایت اصول حقوق بشر (S33)
۴۳. افشای کمک های مالی برای حمایت از فعالیتهای اجتماعی، جذب کارآموز و ارتباط با دانشگاه ها، کمک به موسسات خیریه و مساجد و مدارس و بیمارستان ها و ... ۴۴. کمکهای مالی به قربانیان بلایای طبیعی و کشورهای خارجی و ...	توسعه اجتماعی و بشر دوستی (S41)
۴۵. تشکیل اتحادیه های کارگری و تعاونی ۴۶. سیستم انتقادات و پیشنهادات ۴۷. سنجش میزان رضایت مشتریان و کارکنان و ...	ادراک اجتماعی ذینفعان (S43)
۴۸. افشای سیاست ها و رویه های جذب و استخدام و پاداش و ... ۴۹. افشای تفکیک کارمندان هر طبقه بر اساس سن و جنس و عضویت در گروه های اقلیت ۵۰. افشای میزان پاداش کارکنان، نحوه جبران عملکرد کارکنان	عدم تبعیض شمول اجتماعی (S43)

ب- حاکمیت شرکتی: برای سنجش متغیر حاکمیت شرکتی از ۳ معیار زیر یعنی دوگانگی نقش مدیرعامل، مالکیت نهادی و استقلال هیات مدیره استفاده می شود. نحوه سنجش هر یک به صورت ذیل است:

- نقش دوگانگی مدیرعامل: در صورتیکه در شرکتی مدیرعامل، نایب رئیس هیأت مدیره باشد، از متغیر موهومی یک و برعکس چنانچه نایب رئیس هیأت مدیره نباشد، از متغیر موهومی صفر استفاده خواهد شد.

• مالکیت نهادی: درصد مالکیت سهامداران نهادی

سهامداران نهادی، سرمایه گذاران بزرگ نظیر بانک ها، شرکت های بیمه، شرکت های سرمایه گذاری و... هستند که حجم بزرگی از عملیات آنها به معامله سهامشان برمی گردد. مطابق با تعریف بند ۲۷ ماده ۱ قانون اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران، از سرمایه گذاران نهادی، هر شخص حقیقی یا حقوقی که بیش از ۵ درصد یا بیش از ۵ میلیارد ریال از ارزش اسمی اوراق بهادار در دست انتشار را خریداری کند نیز جزو این گروه از سرمایه گذاران محسوب می شوند. لذا با بررسی یادداشت های همراه در صورت های مالی، درصد مالکیت این سرمایه گذاران از سهام شرکت مشخص گردیده است.

• استقلال هیات مدیره: نسبت (درصد) اعضای غیرموظف هیئت مدیره به کل اعضای هیئت مدیره است. مدیر غیرموظف؛ عضو پاره وقت هیئت مدیره است که فاقد مسئولیت اجرایی در شرکت می باشد. به منظور اندازه گیری این متغیر، ابتدا تعداد اعضای غیرموظف هیئت مدیره از صورت جلسات مجامع عمومی برای کلیه شرکت های مورد بررسی جمع آوری و سپس به کل تعداد اعضای هیئت مدیره تقسیم شده تا درصد اعضای غیرموظف محاسبه شود.

۸- آماره های توصیفی

اولین مرحله تحلیل داده ها، توصیف یا تلخیص آن ها با استفاده از آمار توصیفی است. آمار توصیفی مجموعه روش هایی است که به خلاصه کردن، طبقه بندی، توصیف و تفسیر داده ها می پردازد. تحلیل توصیفی داده ها، صرفاً برای بررسی وضع یک گروه یا یک موقعیت بکار می روند، مواردی همچون وضعیت، نوع، توصیف داده ها و ... اما تحلیل روابط و تغییرات بین متغیرها و تحلیل مجموعه متغیرها برای تبیین علت از عهده آمار توصیفی خارج است و از مجموعه روش هایی که معمولاً برای بیان رابطه بین دو یا چند متغیر و تعمیم ویژگی های نمونه آماری به جامعه آماری تحت عنوان آمار استنباطی استفاده می شود.

جدول ۳. آمار توصیفی متغیرهای تحقیق برای شرکت های نمونه

تعریف عملیاتی	نماد متغیر	تعداد	میانگین	میانه	حداکثر	حداقل	انحراف استاندارد
نوسان قیمت سهام	PRICE.STD	707	2617/94	1065/078	29749/97	0/00000	4115/571
نوسان بازده سهام	RET.STD	707	0/42851	0/293546	3/460171	0/00000	0/478825
مسئولیت پذیری اجتماعی	CSR	707	4/95639	5/000000	11/00000	0/00000	2/773521
مالکیت نهادی	INS/OWN	707	56/4280	53/54188	98/52033	20/1412	17/54685
استقلال هیئت مدیره	IND	707	0/66807	0/600000	1/000000	0/00000	0/199367
دوگانگی نقش مدیر عامل	CEO	707	0/23982	0/000000	1/000000	0/00000	0/427288
اندازه شرکت	SIZE	707	14/5951	14/33941	19/77391	10/5329	1/609993
بازده حقوق صاحبان سهام	ROE	707	0/14831	0/242936	1/186316	-0/69562	2/809288
سود هر سهم	EPS	707	931/242	421/8908	16166/39	-5552/89	1777/510
نوسان فروش	SV	707	0/04193	0/028301	0/270359	0/00000	0/046332

آماره های توصیفی تحقیق برای شرکت های نمونه در جدول (۳) ارائه شده است. با توجه به اینکه تعداد شرکت های نمونه ۱۰۱ شرکت در ۷ سال در طی سال های ۱۳۹۲-۱۳۹۸ بررسی شده، تعداد مشاهدات در داده های تابلویی ۷۰۷ مورد است.

۸-۱- آزمون مانایی

براساس این نتایج، فرضیه ی صفر مبتنی بر ریشه واحد متغیرها یا نامانایی آنها در سطح ۰.۰۵ اطمینان رد می شود و تمامی متغیرهای پژوهش مانا می باشند. بنابراین بدون نگرانی از وجود ریشه واحد متغیرها، میتوان الگوی این تحقیق را برآورد کرد.

جدول ۴. نتایج آزمون مانایی (آزمون هادری)

تعریف عملیاتی	نماد متغیر	آزمون معنی‌داری	آماره آزمون	وضعیت مانایی
نوسان قیمت سهام	PRICE.STD	0/0000***	11/8325	مانایی برقرار است
نوسان بازده سهام	RET.STD	0/0000***	12/4332	مانایی برقرار است
مسئولیت پذیری اجتماعی	CSR	0/0000***	14/3387	مانایی برقرار است
مالکیت نهادی	INS/OWN	0/0000***	14/6103	مانایی برقرار است
استقلال هیئت مدیره	IND	0/0000***	11/4111	مانایی برقرار است
دوگانگی نقش مدیر عامل	CEO	0/0000***	14/8934	مانایی برقرار است
اندازه شرکت	SIZE	0/0000***	17/7798	مانایی برقرار است
بازده حقوق صاحبان سهام	ROE	0/0000***	17/5039	مانایی برقرار است
سود هر سهم	EPS	0/0000***	10/8250	مانایی برقرار است
نوسان فروش	SV	0/0000***	9/75251	مانایی برقرار است

۸-۲- آزمون هم خطی

عامل تورم واریانس (VIF) شدت هم خطی چندگانه را در تحلیل رگرسیون کمترین مربعات معمولی ارزیابی می‌کند. در واقع یک شاخص معرفی می‌گردد که بیان می‌دارد چه مقدار از تغییرات مربوط به ضرایب برآورد شده بابت هم خطی افزایش یافته است. شدت هم خطی چندگانه را با بررسی بزرگی مقدار VIF می‌توان تحلیل نمود. اگر آماره آزمون VIF به یک نزدیک بود نشان دهنده عدم وجود هم خطی است. به عنوان یک قاعده تجربی مقدار VIF بزرگتر از ۵ باشد هم خطی چندگانه بالا می‌باشد.

۸-۳- آزمون واریانس ناهمسانی

نتایج آزمون واریانس ناهمسانی برای مدل پانل استفاده شده در جدول زیر نشان داده شده است. در آزمون والد تعدیل شده نتایج بدست آمده دلالت بر پذیرش فرضیه صفر و واریانس همسانی در مدل پانل تصریح شده دارد. به عبارتی، نتیجه آزمون والد تعدیل شده حاکی از عدم وجود واریانس ناهمسانی است.

۸-۴- آزمون خود همبستگی

هر وقت خطاهای متوالی یا جزء اخلاط ها به هم مربوط باشند خودهمبستگی یا همبستگی پیایی به وجود می‌آید. مشکل همبستگی پیایی بیشتر در سری‌های زمانی بروز می‌کند و هرچه دوره زمانی کوتاه‌تر باشد امکان بروز همبستگی پیایی بیشتر است. یعنی جملات اخلاط از هم مستقل نیستند، بلکه با یک نظم خاصی به هم ارتباط دارند. موقعی که خطاهای متوالی هم علامتند، همبستگی مثبت و موقعی که آن‌ها پی درپی تغییر علامت می‌دهند، همبستگی منفی داریم.

۸-۵- برازش مدل آزمون فرضیه‌های اول و دوم

با توجه به نتایج جدول ۸، معنی‌داری آزمون F تعمیم یافته (چاو) کمتر از ۰.۰۵ است. لذا از بین مدل اثرات ثابت و مدل داده‌های تلفیقی، مدل اثرات ثابت برگزیده می‌شود. در مرحله بعد معنی‌داری آزمون هاسمن کمتر از ۰.۰۵ است. لذا از بین مدل اثرات ثابت و مدل اثرات تصادفی، مدل اثرات ثابت برگزیده می‌شود. بنابراین می‌توان نتیجه گرفت، مدل اثرات ثابت جهت برازش مدل رگرسیونی مورد استفاده قرار گیرد.

جدول ۵. نتایج آزمون عامل تورم واریانس

عامل تورم واریانس (VIF)	نام متغیر	نماد متغیر
۰,۴۴۱۲	CSR	مسئولیت پذیری اجتماعی
۱,۰۲۳۱	INS.OWN	مالکیت نهادی
۱,۴۱۲۱	IND	استقلال هیئت مدیره
۰,۸۸۵۴	CEO	دوگانگی نقش مدیر عامل
۱,۰۱۲۱	SIZE	اندازه شرکت
۱,۲۲۳۲	ROE	بازده حقوق صاحبان سهام
۰,۷۷۸۱	EPS	سود هر سهم
۰,۶۵۲۱	SV	نوسان فروش

جدول ۶. نتایج آزمون واریانس ناهمسانی بین گروهی (والد تعدیل شده)

آزمون	آماره	Prob.
آزمون واریانس ناهمسانی بین گروهی (والد تعدیل شده)		
آماره کای دو	۲,۴۴۵۲	۰,۴۴۱۲

جدول ۷. نتایج آزمون خودهمبستگی (آزمون وولدریج)

آزمون	آماره	Prob.
آزمون خودهمبستگی (آزمون وولدریج)		
آماره F	۲۱,۵۱۴۵	۰,۴۴۱۲

جدول ۸. آزمون تعیین روش تخمین مدل داده‌های تابلویی

آزمون‌های تشخیص روش	آماره آزمون	معنی‌داری	نتیجه
آزمون F تعمیم یافته	3/50850	0/000	تاکید مدل اثرات ثابت در مقابل مدل داده‌های تلفیقی
آزمون هاسمن	63/01674	0/000	تاکید مدل اثرات ثابت در مقابل مدل اثرات تصادفی
نتیجه نهایی			تاکید مدل اثرات ثابت در مقابل اثرات تصادفی و مدل داده‌های تلفیقی

نتایج مندرج در جدول ۹، نشان می‌دهد مقدار معناداری آماره F ۰/۰۰۰ بوده و حاکی از برآزش مدل و معنی‌داری کل رگرسیون می‌باشد. از سویی، مقدار ضریب تعیین تعدیل شده ۰/۴۹ مناسب بوده و به عبارتی، حدود ۴۹ درصد از متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل تبیین شده‌اند. همچنین، آماره دوربین واتسون با مقدار ۱/۷۷ و قرار گرفتن آن بین بازه ۱/۵ الی ۲/۵ نشان از عدم وجود خودهمبستگی مرتبه بین خطاهای مدل می‌باشد.

جدول ۹. نتایج آزمون رگرسیون فرضیه‌های تحقیق اول و دوم

متغیر Variable	ضریب Coefficient	انحراف معیار Std/ Error	آماره تی t-Statistic	معناداری Prob
مسئولیت پذیری اجتماعی	-0/016625	0/006665	-2/494350	*0/0549
مالکیت نهادی	0/001015	0/001007	1/007481	0/3599
استقلال هیئت مدیره	-0/108463	0/036930	-2/936974	**0/0324
دوگانگی نقش مدیر عامل	-0/084718	0/034148	-2/480926	*0/0558
اندازه شرکت	0/160973	0/030578	5/264391	***0/0033
بازده حقوق صاحبان سهام	0/007770	0/005568	1/395498	0/2217
سود هر سهم	1/74E-05	6/64E-06	2/614932	**0/0474
نوسان فروش	0/087817	0/223521	0/392878	0/7106
ضریب ثابت	-1/897479	0/472150	-4/018803	**0/0101
آماره F (معنی داری کل رگرسیون)	6/337149			
معناداری آماره F	0/000000			
ضریب تعیین	0/585014			
ضریب تعیین تعدیل شده	0/492699			
آماره دوربین واتسون	1/774535			

نتیجه نهایی پذیرش فرضیه اصلی اول تحقیق می‌باشد.

نتایج نشان می‌دهد که متغیر مالکیت نهادی (متغیر $INS.OWN_{i,t}$) با سطح معنی‌داری (۰,۳۵۹۹) فاقد رابطه معنی‌دار با نوسانات بازده سهام می‌باشد. نتیجه نهایی رد فرضیه فرعی اول تحقیق می‌باشد.

نتایج نشان می‌دهد که متغیر استقلال هیئت مدیره (متغیر $IND_{i,t}$) با سطح معنی‌داری (۰,۰۳۲۴) دارای رابطه منفی و معنی‌دار با نوسانات بازده سهام می‌باشد. نتیجه نهایی پذیرش فرضیه فرعی دوم تحقیق می‌باشد.

نتایج نشان می‌دهد که متغیر دوگانگی نقش مدیر عامل (متغیر $CEO_{i,t}$) با سطح معنی‌داری (۰,۰۵۵۸) دارای رابطه منفی و معنی‌دار با نوسانات بازده سهام می‌باشد. نتیجه نهایی پذیرش فرضیه فرعی سوم تحقیق می‌باشد.

۸-۶- برآزش مدل آزمون فرضیه‌های سوم و چهارم

با توجه به نتایج جدول ۱۰، معنی داری آزمون F تعمیم یافته (چاو) کمتر از ۰,۰۵ است. لذا از بین مدل اثرات ثابت و مدل داده‌های تلفیقی، مدل اثرات ثابت برگزیده می‌شود. در مرحله بعد معنی داری آزمون هاسمن کمتر از ۰,۰۵ است. لذا از بین مدل اثرات ثابت و مدل اثرات تصادفی، مدل اثرات ثابت برگزیده می‌شود. بنابراین می‌توان نتیجه گرفت از بین سه مدل فوق، مدل اثرات ثابت جهت برآزش مدل رگرسیونی مورد استفاده قرار گیرد.

جدول ۱۰: آزمون تعیین روش تخمین مدل داده‌های تابلویی

آزمون‌های تشخیص روش	آماره آزمون	معنی داری	نتیجه
آزمون F تعمیم یافته	2/82655	0/0000	تاکید مدل اثرات ثابت در مقابل مدل داده‌های تلفیقی
آزمون هاسمن	55/61705	0/0000	تاکید مدل اثرات ثابت در مقابل مدل اثرات تصادفی
نتیجه نهایی			تاکید مدل اثرات ثابت در مقابل مدل اثرات تصادفی و مدل داده‌های تلفیقی

نتایج مندرج در جدول ۱۱ نشان می‌دهد مقدار معناداری آماره F $0/000$ بوده و حاکی از برازش مناسب مدل و معنی داری کل رگرسیون می‌باشد. از سویی، مقدار ضریب تعیین تعدیل شده $0/44$ بوده و به عبارتی، حدود ۴۴ درصد از متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل تبیین شده‌اند. همچنین، آماره دوربین واتسون با مقدار $1/57$ و قرار گرفتن آن بین بازه $1/5$ الی $2/5$ نشان از عدم وجود خودهمبستگی مرتبه بین خطاهای مدل می‌باشد.

جدول ۱۱: نتایج آزمون رگرسیون فرضیه های سوم و چهارم

متغیر Variable	ضریب Coefficient	انحراف معیار Std/Error	آماره تی t-Statisti	معناداری Prob
مسئولیت پذیری اجتماعی	-26/07211	13/34247	-1/954069	*0/0985
مالکیت نهادی	6/225939	2/772637	2/245494	0/1658
استقلال هیئت مدیره	-243/5989	241/4438	-1/008926	*0/0520
دوگانگی نقش مدیر عامل	-9/906813	187/2196	-0/052915	*0/0595
اندازه شرکت	1217/445	139/1802	8/747261	***0/0001
بازده حقوق صاحبان سهام	-11/83323	8/071853	-1/465987	0/1930
سود هر سهم	0/287679	0/124975	2/301897	*0/0609
نوسان فروش	10494/28	2593/600	4/046224	***0/0068
ضریب ثابت	-16329/19	2132/478	-7/657377	***0/0003
آماره F (معنی داری کل رگرسیون)				
6/185288				0/000000
معناداری آماره F				
0/528485				0/443043
ضریب تعیین				
0/443043				1/574917
ضریب تعیین تعدیل شده				
آماره دوربین واتسون				

نتایج جدول ۱۱ نشان می‌دهد که متغیر مسئولیت پذیری اجتماعی (متغیر $CSR_{i,t}$) با سطح معنی داری (۰,۰۹۸۵) دارای رابطه منفی و معنی دار با نوسانات قیمت سهام می‌باشد. نتیجه نهایی پذیرش فرضیه اصلی سوم تحقیق می‌باشد. نتایج نشان می‌دهد که متغیر مالکیت نهادی (متغیر $INS.OWN_{i,t}$) با سطح معنی داری (۰,۱۶۵۸) فاقد رابطه معنی دار با نوسانات قیمت سهام می‌باشد. نتیجه نهایی رد فرضیه فرعی چهارم تحقیق می‌باشد. نتایج نشان می‌دهد که متغیر استقلال هیئت مدیره (متغیر $IND_{i,t}$) با سطح معنی داری (۰,۰۵۲۰) دارای رابطه منفی و معنی دار با نوسانات قیمت سهام می‌باشد. نتیجه نهایی پذیرش فرضیه فرعی پنجم تحقیق می‌باشد. نتایج نشان می‌دهد که متغیر دوگانگی نقش مدیر عامل (متغیر $CEO_{i,t}$) با سطح معنی داری (۰,۰۵۹۵) دارای رابطه منفی و معنی دار با نوسانات قیمت سهام می‌باشد. نتیجه نهایی پذیرش فرضیه فرعی ششم تحقیق می‌باشد.

۹- نتیجه گیری، بحث و تفسیر

نتایج تحقیق نشان می‌دهد که رشد بخش خصوصی و بازار سرمایه کشور در چند سال اخیر سبب گردید شرکت‌ها دارای مجموعه‌ای از ضوابط کاری اخلاقی و اجتماعی ایرانی شوند و مسئولیت اجتماعی شرکتی در شرکت‌ها نهادینه شود تا شرکت‌های پایداری داشته باشیم. این بدین معناست که شرکت‌ها با استفاده از این مزیت رقابتی باعث کاهش نوسانات قیمت سهام در نتیجه کاهش نوسانات بازده سهام و ریسک شرکت می‌گردند بنا بر توضیحات فوق و باتوجه به نتایج آماری حاصل شده این گونه نتیجه گیری می‌شود اگر شرکت‌ها بتوانند فرصت‌های مخفی شده در مسئولیت‌های خود در قبال جامعه را مانند حیطه کسب و کار اصلی خود، تجزیه و تحلیل کنند در می‌یابند که گزارش مسئولیت اجتماعی فراتر از هزینه، محدودیت و یا کمک بلاعوض به سازمان‌های خیریه است و منشأ اخلاقی و مزیت رقابتی برای سازمان ایجاد می‌کند. تحقیق جاری ضریب تعیین برای مسیر برآورد شده نشان می‌دهد که بیش از ۴۹ درصد از تغییرات متغیر «نوسانات بازده سهام» توسط متغیر «مسئولیت پذیری اجتماعی» قابل پیش بینی است ($R^2 = 0/4926$) و همچنین بیش از ۴۴ درصد از تغییرات متغیر «نوسانات قیمت سهام» توسط متغیر «مسئولیت پذیری اجتماعی» قابل پیش بینی است ($R^2 = 0/443043$) در نتیجه پژوهش جاری مطابق با پژوهش هونجرا و همکاران (۲۰۲۰)، معصومی و نشاگران (۱۴۰۰)، کریشنامورتی و همکاران (۲۰۱۹)، لین ودانگ (۲۰۱۸)، کیم و همکاران (۲۰۱۴) و مخالف پژوهش فررو و همکاران (۲۰۱۷) می‌باشد. فرضیه دوم و چهارم تحقیق ما در خصوص تاثیر مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی بر نوسانات بازده و قیمت سهام می‌باشد. نتایج تحقیق حاضر مبنی بر رابطه منفی بین مکانیزم‌های داخلی حاکمیت شرکتی (دوگانگی نقش مدیر عامل و استقلال هیئت مدیره) با نوسانات بازده و قیمت سهام می‌باشد. این بدین معناست که راهبری شرکتی ضعیف موجب سلب اعتماد بازار شده که به نوبه خود می‌تواند منجر به خروج منابع یا بحران نقدینگی و سقوط قیمت‌ها در بورس شود. بدین ترتیب، انتظار می‌رود که با افزایش مکانیزم‌های نظارتی حاکمیت شرکتی از ابهام و عدم اطمینان سرمایه‌گذاران در خصوص پیش بینی بازده سهام کاسته و به تبع آن، سبب کاهش نوسان پذیری بازده سهام شرکت گردد. جهت ارائه توضیحات کامل

تر از بین مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی ارتباط دو مکانیزم داخلی (دوگانگی نقش مدیرعامل، استقلال هیئت مدیره) و یک مکانیزم خارجی (مالکیت نهادی) را بر نوسانات قیمت و بازده سهام مورد بررسی قرار دادیم که باعث ایجاد شش فرضیه فرعی ذیل می‌شود:

سرمایه‌گذاران نهادی به عنوان گروهی از سرمایه‌گذاران به واسطه دسترسی به منابع عظیم مالی، نقش مهمی در توسعه اقتصادی بازار سرمایه ایفا می‌کنند. حضور سرمایه‌گذاران نهادی باعث تغییر رفتار شرکت‌ها می‌شود که این امر از فعالیت‌های نظارتی که این سرمایه‌گذاران انجام می‌دهند، نشأت می‌گیرد. سرمایه‌گذاران نهادی فرصت، منابع، توانایی نظارت، نظم دادن و تأثیر بر مدیران را دارند. بر خلاف پژوهش انجام شده توسط قاسمی و فرزاد (۱۳۹۸)، احمدی و درسه (۱۳۹۵) که سرمایه‌گذاران نهادی با افزایش نظارت بر عملکرد مدیران، از عدم تقارن اطلاعاتی می‌کاهند و رفتار مدیران را محدود می‌کنند در نهایت با افزایش درصد مالکیت این گروه از سرمایه‌داران از نوسان‌پذیری بازده و قیمت سهام کاسته می‌شود، نتایج این تحقیق نشان می‌دهد بین مالکیت سهامداران نهادی و نوسانات بازده و قیمت سهام هیچ ارتباط معناداری وجود ندارد. نتایج این پژوهش را می‌توان چنین توجیه کرد که با توجه به عدم کارایی بازار مالی و سرمایه و اینکه اکثر سرمایه‌گذاران به جای تحلیل بنیادی بر اساس احساساتشان در بازار سرمایه اقدام به خرید و فروش می‌کنند بنابراین مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی تأثیری بر نوسانات بازده و قیمت سهام نمی‌گذارد که با نتیجه آن با پژوهش‌های انجام شده توسط عرب یار محمدی و دهدار (۱۳۹۹) مطابقت دارد. بین دوگانگی نقش مدیرعامل و نوسانات بازده و قیمت سهام رابطه معنادار وجود دارد. نتایج نشان می‌دهد که متغیر دوگانگی نقش مدیر عامل (متغیر CEO_{it}) با سطح معنی‌داری (۰,۰۵۵۸) دارای رابطه منفی و معنی دار با نوسانات بازده و همچنین با سطح معنی‌داری (۰,۰۵۹۵) دارای رابطه منفی و معنی دار با نوسانات قیمت سهام می‌باشد. این بدین معناست که برخلاف تصور عموم در بعضی از شرکت‌هایی که از سیستم حاکمیتی قوی برخوردارند دوگانگی نقش مدیرعامل باعث کاهش نوسانات بازده و قیمت سهام می‌گردد. دوگانگی نقش مدیرعامل به عبارتی رهبری یکپارچه مدیرعامل باعث کاهش هزینه‌های مربوط به کسب اطلاعات و هماهنگی می‌گردد و همچنین سازگاری و تصمیم‌گیری بهتر را امکان پذیر می‌کند پس در نهایت بهبود عملکرد شرکت و کاهش نوسانات بازده و قیمت سهام خصوصاً در زمانی که رقابت در بازار شدید است، می‌گردد. به بیان دیگر، این تأثیرگذاری برای شرکت‌های که دارای سیستم حاکمیت شرکتی مطلوب، و همچنین سطح بالای از هزینه اطلاعات می‌باشند، بیشتر است. پژوهش جاری با پژوهش هونجرا و همکاران (۲۰۲۰)، مهرعلی و همکاران (۱۳۹۹)، یانگ و ژائو (۲۰۱۴)، قاسمی و فرزاد (۱۳۹۸)، احمدی و درسه (۱۳۹۵) سازگاری دارد و با پژوهش‌های انجام شده توسط معصومی و نشاگران (۱۴۰۰)، دهدار و عرب یارمحمدی (۱۳۹۹)، چن و همکاران (۲۰۱۵)، مهدغزالی (۲۰۱۴)، مغایرت دارد. بین استقلال هیئت مدیره و نوسانات بازده و قیمت سهام رابطه معنادار وجود دارد. طی پژوهش حاضر نتایج نشان می‌دهد که متغیر استقلال هیئت مدیره (متغیر IND_{it}) با سطح معنی‌داری (۰,۰۳۲۴) دارای رابطه منفی و معنی دار با نوسانات بازده سهام می‌باشد و همچنین با سطح معنی‌داری (۰,۰۵۲۰) دارای رابطه منفی و معنی دار با نوسانات قیمت سهام می‌باشد. از جمله نقش‌های رئیس هیئت مدیره، نظارت بر مدیرعامل و کنترل قدرت وی از طریق کنترل و هدایت جلسات هیئت مدیره است. با توجه به این امر، موظف یا غیرموظف بودن رئیس هیئت مدیره تأثیر به سزایی در نفوذ مدیرعامل در هیئت مدیره دارد. اگر رئیس هیئت مدیره غیرموظف باشد، به دلیل فراهم بودن شرایط برای ایفای وظایف نظارتی و کنترلی، توان مقابله با قدرت مدیرعامل فراهم بوده و در نتیجه از نفوذ مدیرعامل کاسته می‌شود؛ اما وقتی رئیس هیئت مدیره موظف باشد، به دلیل وظایف اجرایی که بر عهده دارد، همسو با مدیرعامل قرار گرفته و قادر به کنترل قدرت او نیست و در نتیجه نفوذ مدیرعامل افزایش می‌یابد. نفوذ بالای مدیرعامل وقتی مشکل ساز می‌شود که منافع او و مالکان شرکت در مقابل هم قرار گیرد و در نتیجه طبق مبانی تئوری نمایندگی، منافع سهامداران به خطر افتد. طی پژوهش جاری و بر اساس مبانی نظری، اعضای غیر موظف در ساختار هیات مدیره شرکت‌ها و عملکرد نظارتی آن‌ها به منزله افراد مستقل، به کاهش تضاد منافع میان مدیران و ذی نفعان کمک می‌گیرد و جلوی رفتارهای یک سوپیه را می‌گیرد همچنین استقلال هیئت مدیره می‌تواند موجب شفافیت بیشتر، پاسخ‌گویی مسئولانه‌تر، تصمیمات بهتری اخذ می‌گردد و احتمال کاهش نوسانات بازده سهام بیشتر شده در نتیجه عملکرد مالی بهتر می‌گردد که این امر نیز رابطه معکوس بین استقلال هیات مدیره و نوسانات بازده سهام و نوسانات قیمت سهام را توجیه می‌کند. افزایش اعضای غیرموظف در هیئت مدیره توانایی‌ها و فرصت‌های مدیران را جهت نگهداری و عدم افشای اخبار منفی محدود می‌کند و باعث کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و کاهش هزینه نمایندگی می‌شود. پژوهش جاری با پژوهش معصومی و نشاگران (۱۴۰۰)، مهرعلی و همکاران (۱۳۹۹)، ترشیزی ووزاززاده تربتی (۱۳۹۷)، احمدی و درسه (۱۳۹۵)، مهدغزالی (۲۰۱۴)، قاسمی و فرزاد (۱۳۹۸) مطابقت دارد.

۱۰- پیشنهادات کاربردی

نتایج به دست آمده از تجزیه و تحلیل داده‌های جمع آوری شده، با استفاده از رگرسیون خطی چند متغیره در خصوص فرضیات اصلی به شرح ذیل است:

الف- در خصوص فرضیه اول و سوم نشان می‌دهد که بین مسئولیت‌پذیری اجتماعی با نوسانات بازده و قیمت سهام رابطه منفی و معنی‌داری وجود دارد.

به مقامات بازار سرمایه پیشنهاد می‌گردد که در توسعه روندهای اجتماعی و فرهنگی مشارکت داشته و شرکت‌ها را به انجام فعالیت‌های اخلاقی و داشتن نظام نامه مسئولیت‌پذیری اجتماعی مطابق با استانداردها ملزم نماید تا به نوبه خود نوسانات بازده و قیمت سهام شرکت‌ها را کاهش داده و بازار سرمایه را مکانی امن برای سرمایه‌گذاری افراد قرار گیرد.

به نهادهای دولتی و شرکت‌ها نیز پیشنهاد می‌گردد به مسئولیت اجتماعی از منظر تقسیم وظایف و مسئولیت‌ها بین خود و بنگاه‌های اقتصادی و حرکت در جهت توسعه پایدار نگاه کنند و با برگزاری طرح‌های مسئولیت‌پذیری و درخواست مشارکت مردم و سایر شرکت‌ها در انجام آن‌ها، باعث رواج این فرهنگ در جامعه گردند.

به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌گردد اطلاعات مربوط به فعالیت‌های اجتماعی شرکت‌ها را به عنوان عاملی که بر نوسانات بازده و قیمت سهام موثر است در تجزیه و تحلیل‌های خود جهت سرمایه‌گذاری در نظر بگیرند.

ب- در خصوص فرضیه دوم و چهارم نتایج نشان می‌دهد که از بین سه مکانیزم حاکمیت شرکتی (استقلال هیئت مدیره، مالکیت نهادی و دوگانگی نقش مدیرعامل) با نوسانات بازده و قیمت سهام، رابطه استقلال هیئت مدیره و دوگانگی نقش مدیرعامل با نوسانات بازده و قیمت سهام منفی و معنی‌دار و مالکیت نهادی فاقد رابطه است.

بر این اساس به شرکت‌ها پیشنهاد می‌گردد در انتخاب اعضای هیات مدیره توجه کافی را نمایند و از افرادی کمک بگیرند که قبلاً در شرکت سابقه مسئولیتی نداشتند تا بتوانند مستقل عمل کنند علاوه بر آن شرکت‌ها باید تعداد اعضای غیرموظف را جهت بهبود نظارت بر عملکرد مدیران افزایش دهند به طوری که مالکیت بالای اعضای غیرموظف مشکل نمایندگی بین سهامداران و مدیران را به دلیل همسو کردن منافع مدیران و سهامداران کاهش خواهد داد.

به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌گردد در تصمیم‌گیری‌های مربوط به سرمایه‌گذاری به مکانیزم‌های نظارتی همچون تمرکز مالکیت و استقلال هیئت مدیره و دوگانگی نقش مدیرعامل توجه کنند به این دلیل که وجود مکانیزم‌های نظارتی شکاف بین مدیریت و مالکیت را کاهش داده و عدم تقارن اطلاعاتی را نیز نسبت به سایر سازمان‌ها کاهش داده و شفافیت گزارشات مالی را نیز افزایش می‌دهد.

به مقامات بازار سرمایه پیشنهاد می‌گردد علاوه بر آموزش لازم مدیران و سهامداران در خصوص الزامی شدن اجرای آیین نامه‌ها و قوانین خاص راهبری شرکتی در شرکت‌ها چاره‌ای بیندیشند.

۱۱- پیشنهادات برای تحقیقات آتی

در این پژوهش تاثیر مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی و مسئولیت‌پذیری اجتماعی بر نوسانات بازده و قیمت سهام بررسی شد. پیشنهاد می‌شود به بررسی سایر عوامل موثر نظیر اندازه و چرخه عمر شرکت بر نوسانات بازده و قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار پرداخته شود.

پیشنهاد می‌شود تاثیر عوامل اقتصادی مانند تورم، نقدینگی، نرخ ارز و ... بر نوسانات بازده و قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار بررسی شود.

پیشنهاد می‌شود مطالعه بررسی تاثیر میزان مسئولیت‌پذیری اجتماعی و مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی بر روی نوسانات بازده و قیمت سهام برای شرکت‌های عضو بورس به تفکیک صنایع مختلف یا به تفکیک شرکت‌های دولتی و خصوصی و یا شرکت‌های خانوادگی و غیرخانوادگی انجام گردد.

پیشنهاد می‌شود سایر ویژگی‌های شرکت‌های افشا کننده مسئولیت‌پذیری اجتماعی بر نوسانات بازده و قیمت سهام بررسی شود. در این پژوهش تاثیر مکانیزم‌های نظارتی مانند استقلال هیئت مدیره، نقش دوگانگی مدیرعامل و مالکیت نهادی بر نوسانات بازده و قیمت سهام بررسی شد پیشنهاد می‌گردد تاثیر سایر مکانیزم‌ها به همراه مسئولیت‌پذیری بر نوسانات بازده و قیمت سهام بررسی شود.

پیشنهاد می‌شود در مطالعه ای به بررسی ابعاد مسئولیت‌پذیری اجتماعی و تاثیر هر کدام از آن‌ها بر نوسانات بازده و قیمت سهام پرداخته شود.

منابع

۱. احمدی، محمدمضان؛ درسه، سید صابر. (۱۳۹۵)، "بررسی تأثیر معیارهای راهبری شرکتی بر خطر سقوط آتی قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار"، پژوهش‌های حسابداری مالی، سال هشتم، شماره سوم، پیاپی (۲۹)، پاییز ۱۳۹۵، صص: ۴۲
۲. اسماعیل پور، ر؛ اکبری، م؛ مسعودی‌فر، م. (۱۳۹۶). "بررسی نقش مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها در ارزش ویژه برند با میانجیگری شخصیت و خوشنامی برند (مورد بررسی: شرکت گلرنگ)، کاوشهای مدیریت بازرگانی، دوره ۹، شماره ۱۸، صص ۸۳-۱۰۶.
۳. امیرحسینی، زهرا؛ قبادی، معصومه. (۱۳۹۵)، گزارشگری مسئولیت اجتماعی، عملکرد مالی و مالکیت نهادی، فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مدیریت، سال نهم، بهار، شماره ۲۸، صص ۵۵-۶۶.
۴. امیری، بهزاد، (۱۳۸۷). بررسی ثبات سیاست مالی در ایران (پایان نامه کارشناسی ارشد)، دانشکده علوم اجتماعی و اقتصاد دانشگاه الزهراء(س).

۵. باسطی زاد، محمدرضا؛ یزدانی، شهره. (۱۳۹۹)، "رابطه بین نقدینگی، اهرم مالی، رشد فروش و بهای تمام شده با نوسانات قیمت و بازده سهام در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، چشم انداز حسابداری و مدیریت، دوره ۳، شماره ۲۲، صص ۱۴۲-۱۵۳.
۶. ترشیزی، علی؛ بزاززاده تربتی، حمیدرضا. (۱۳۹۷)، "رابطه بین حاکمیت شرکتی و ریسک شرکت: نقش تعدیل کننده مسئولیت اجتماعی"، دانش حسابداری مالی، شماره ۳، دوره ۵، صص ۱۳۵-۱۵۱.
۷. حسینی، سیدعلی؛ امجدیان، فتانه. (۱۳۹۶)، "بررسی رابطه‌ی مسئولیت پذیری اجتماعی شرکتی و خطر سقوط آتی قیمت سهام"، دوره ۸ شماره ۱، صص ۷۵-۱۰۵.
۸. دارابی، ر؛ چناری بوکت، ح؛ محمودی خاتمی، م. (۱۳۹۵)، "تاثیر تخصص در صنعت، دوره تصدی حسابرسی و استقلال حسابرس بر ریزش قیمت سهام، پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی، سال ۸، شماره ۳۲، صص ۱۱۹-۱۳۷.
۹. درخشان مهر، آرش؛ همدانلو، محمدرضا. (۱۳۹۷)، "بررسی ارتباط بین افشای مسئولیت اجتماعی شرکت و همزمانی قیمت سهام با تاکید بر مالکیت نهادی"، فصلنامه چشم انداز حسابداری و مدیریت، دوره: ۱، شماره: ۵.
۱۰. دلپسند، چکامه و نصیرزاده، فرزانه و حصارزاده، رضا (۱۳۹۸) "سازوکار اثرگذاری مسئولیت پذیری اجتماعی، ریسک و حاکمیت شرکتی بر نگهداشت وجه نقد"، پژوهش های حسابداری مالی، سال دهم، شماره چهارم، پیاپی (۳۸)، زمستان ۱۳۹۸، صص: ۷۸-۵۹.
۱۱. دیلمی، صفیه؛ صفری گرایلی، مهدی. (۱۳۹۵) "بررسی رابطه کیفیت حاکمیت شرکتی و نوسان بازده سهام"، پژوهش‌های تجربی حسابداری، سال ششم، صص ۱۱۵-۱۳۶.
۱۲. رستم زاده، عاطفه؛ شکرزاده، مرتضی. (۱۳۹۴) "پیش بینی عوامل موثر بر ورشکستگی شرکت ها با استفاده از تکنیک AHP-TOPSIS و رویکردی بر شبکه های عصبی مصنوعی"، دومین کنفرانس بین المللی مدیریت و مهندسی صنایع.
۱۳. سینا قدس، علی. (۱۳۸۷)، "حاکمیت شرکتی و اصلاح ساختار هیئت مدیره"، تدبیر، شماره ۱۹۵، مرداد ۱۳۸۷.
۱۴. صادقی لقمجانی، م.ع؛ رضانی، ج؛ خلیلی پور، م. (۱۳۹۹)، "تبیین نقش تعدیل کننده افق سرمایه گذاری بر بازده اضافی حاصل از به کارگیری استراتژی های شتاب-معکوس در نوسانات قیمت سهام"، مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار، دوره ۱۱، شماره ۴۴ صص ۱۱۴-۱۳۲.
۱۵. صدی فرد، رویا؛ ولیزاده اوغانی، اکبر. (۱۳۹۶) "بررسی رابطه بین ورشکستگی شرکت براساس مدل فالمر با اجتناب مالیاتی با تاکید بر مدیران غیرموظف هیئت مدیره"، اولین همایش حسابداری، مدیریت و اقتصاد با رویکرد پویایی اقتصاد ملی.
۱۶. عرب صالحی، م؛ صادقی، غ؛ معین الدین، م. (۱۳۹۲)، "رابطه مسئولیت اجتماعی با عملکرد مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پژوهش های تجربی حسابداری، سال سوم، شماره ۹.
۱۷. عرب یار محمدی، محسن؛ دهدار، فرهاد. (۱۳۹۹)، "بررسی رابطه بین حاکمیت شرکتی، ابهام گزارشگری مالی و سقوط قیمت سهام در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، رویکردهای پژوهشی نوین در مدیریت و حسابداری، سال چهارم، شماره ۳۶، صص ۶۳-۸۳.
۱۸. فرجی، ا؛ جنتی دریکنار، ف؛ منصوری، ک؛ یونسی مطیع، ف. (۱۳۹۹)، "مسئولیت پذیری اجتماعی و ارزش شرکت: نقش تعدیلگر مدیریت سود"، مدیریت سرمایه اجتماعی، دوره ۷، شماره ۱، بهار ۱۳۹۹، صص ۵۸-۲۵.
۱۹. فغانی ماکرانی، خ؛ حیدری رستمی، ک؛ امین، و. (۱۳۹۵)، "بررسی رابطه میان مسئولیت پذیری اجتماعی و ریسک کاهش قیمت سهام در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، فصلنامه علمی و پژوهشی دانش سرمایه گذاری، سال پنجم، شماره نوزدهم، صص ۲۶۹-۲۸۳.
۲۰. قاسمی، بهروز؛ رجبی، آزاده. (۱۳۹۹)، بررسی اثر مدیریت ریسک سازمانی بر مزیت رقابتی با تمرکز بر نقش میانجی فناوری اطلاعات در عصر پست مدرن، <https://civilica.com/doc/1241909>
۲۱. قاسمی، جمال؛ فرزاد، سروه. (۱۳۹۸)، "شناسایی عوامل موثر بر سقوط قیمت سهام"، بررسی های بازرگانی، شماره ۱۰۱، خرداد و تیر ۹۹.
۲۲. محمدرضایی، ف؛ منطقی، خ؛ عباسی، ا. (۱۳۹۶). بررسی اثر رکود تورمی بر مدیریت سود واقعی و تعهدی، فصلنامه‌ی حسابداری مدیریت، ۱۰ (۲)، ۱۴۰-۱۲۳.
۲۳. محمدیان، م.، ختایی، ا. (۱۳۹۰)
۲۴. مرادزاده فرد، مهدی. (۱۳۹۹)، "ساختار رقابت صنعت، قدرت بازار و ریسک سقوط آتی قیمت سهام"، پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی، سال دوازدهم/ شماره ۴۷، پاییز ۱۳۹۹، صص ۲۱۵ تا ۲۳۸.
۲۵. مشایخ، شهناز؛ حراف عموقین، نسیم. (۱۳۹۰)، "رابطه اندازه شرکت با نوسانات بازده سهام در شرایط مختلف بازار، پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی، دوره ۳، شماره ۱۱، صص ۶۹-۷۶.
۲۶. معصومی، سید رسول؛ نشاگران، معصومه. (۱۴۰۰)، "بررسی تاثیر حاکمیت شرکتی و مسئولیت اجتماعی شرکت ها بر ریسک سقوط قیمت سهام شرکت ها"، مجله پژوهش و مطالعات علوم اسلامی، سال سوم، شماره ۲۴، تیر ۱۴۰۰.
۲۷. موسوی، سید احمد، شاه ویسی، فرهاد و ضایی، فرزین (۱۳۹۵)، "تبیین الگوی ایفای مسئولیت پذیری اجتماعی شرکت ها وتأثیر آن بر کیفیت سود"، تحقیقات حسابداری و حسابرسی، شماره ۳۹، صص ۱۶۷-۱۸۸.

۲۸. مهرعلی، ز ؛ پالیزوان، ع؛ توزنده جانی، آ. (۱۳۹۹)، بررسی تاثیر معیارهای حاکمیت شرکتی بر ریسک سقوط قیمت سهام در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، چهارمین کنفرانس بین المللی چشم اندازهای نوین در حسابداری، مدیریت و کارآفرینی، تهران، ۱۱۴۳۰۴۰، <https://civilica.com/doc/۱۱۴۳۰۴۰>
۲۹. نادری بنی، امین. (۱۳۹۳)، بررسی رابطه بین حاکمیت شرکتی و نوسانات قیمت سهام در بازار، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه یزد.
۳۰. نوفرستی، لیلا؛ محمدرزاده، امیر. (۱۳۸۸). بررسی تاثیر سیاست های سرمایه در گردش بر بازده سرمایه گذاری شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در صنایع شیمیایی و مواد غذایی"، آینده پژوهی مدیریت (پژوهش های مدیریت)، دوره ۲۰، شماره ۸۱، ص ۱۳۵-۱۵۷.
۳۱. الوانی، م.، قاسمی، ا. (۱۳۷۷). مدیریت و مسئولیت های اجتماعی سازمان. تهران: مرکز آموزش مدیریت دولتی.
32. Adams, R., Almeida, H. & Ferreira, D. (2005), "Powerful CEOs and their impact on corporate performance", *Review of Financial Studies*, Vol. 18 No. 4, pp. 1403-1432.
33. Bierman Jr, H., & Smidt, S. (2012), *The capital budgeting decision: economic analysis of investment projects*. Routledge.
34. Chen, x., Zang, F, Zhang., S. (2015), *CEO Duality and stock price crash risk.*, Available at :www.ssrn.com
35. Cook, K. A., Romi, A. M., Sanchez, D., Sanchez, J. M. (2016). *The Influence of Corporate Social Responsibility on Investment Efficiency and Innovation*.
36. Diba, B. T., & Grossman, H. I. (1988). *The theory of rational bubbles in stock prices*. *The Economic Journal*, 98 (392), 746-754.
37. Ezazi, M., Sadeghi, S., Alipour, M & Amjadi, H (2011) *The Effect of Ownership Structure on Share Price Volatility of Listed Companies*.
38. Ferrero, J. M., Peramato, O. V., & Sanchez, I. M. G. (2017). *Can investors identify managerial discretion in corporate social responsibility practices? The moderate role of investor protection*. *Australian Accounting Review*, 27(1), pp. 4-16
39. Flood, R. P., & Garber, P. M. (1980). *Market fundamentals versus price-level bubbles: the first tests*. *Journal of political economy*, 88(4), 745-770.
40. Hamilton, J. D., & Whiteman, C. H. (1985). *The observable implications of self-fulfilling expectations*. *Journal of Monetary Economics*, 16 (3), 353-373.
41. Hunjra, A. I. ,Mehmood ,R. ,& Tayachi ,T. (2020). *How Do Corporate Social Responsibility and Corporate Governance Affect Stock Price Crash Risk?* *Journal of Risk and Financial Management* ,13(2) ,30.
42. Izzo, M. F. & Magnanelli, S. B. (2012). *Does It Pay or Does Firm Pay? The - Relation between CSR Performance and the Cost of Debt*". Available at SSRN .<http://ssrn.com/abstract=1986131> or doi:10.2139/ssrn.1986131.
43. Jamali, D. & Mirshak, R. (2006). *Corporate Social Responsibility Theory and Practice in a Developing Country Context*. *Journal of Business Ethics*, 72:243-262.
44. John, K., Litov, L. and Yeung, B. (2008), "Corporate Governance and Risk Taking", *The Journal of Finance*, Vol. 63, No. 4, PP. 1679-1728.
45. Kim ,Y., Li ,H., & Li ,S. (2014). "Corporate Social Responsibility and Stock Price Crash Risk (February 18 ,2017). *Journal of Banking and Finance* ,Forthcoming. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2397629>
46. Kabiri, H. ; and Mohammadzade salteh, H. (2015). "The relationship between social responsibility and financial reporting quality of listed companies in Tehran Stock Exchange from the perspective of financial experts Woman", *Woman and Family Studies*, No. 24, pp 67-83. [In Persian]
47. Krishnamurti, Ch., Shams, S & Velayutham, E. (2019), "Corporate social responsibility and corruption risk: A global perspective" ,*Journal of Contemporary Accounting & Economics* , Vol. 14 ,Issue 1 ,April 2018 ,PP. 1-21.
48. Lin, K.C. and Dong, Xiaobo (2018) "Corporate social responsibility engagement of financially distressed firms and their bankruptcy likelihood", *Advances in Accounting*, Vol. 43, No. 2018, PP. 32-45.
49. Miller, M. (2004). *Is American Corporate Governance Fatally Flawed?* Joel M. Stern and Donalds H. Chew, Jr. (Ed. s). *the Revolution in Corporate Finance*. 4th Ed. United Kingdom.
50. Mohd Ghazali, N. A. (2014). *Board of directors and performance of Malaysian companies*. *International Journal of Managerial and Financial Accounting* 11, 6(2), 117-132
51. Timilsin, y. (2003) "Capital market development and stock price Behavior Nepal", *Economic Review*, occasional paper, 13 Number.
52. Waweru, N. M. (2014). *Determinants of quality corporate governance in Sub-Saharan Africa*. *Managerial Auditing Journal*,
53. Yang, T., & Zhao, Sh. (2014). *CEO duality and firm performance: Evidence from an exogenous shock to the competitive environment*. *Journal of Banking & Finance*, Vol 49, pp 534-552
54. Zafar, N., Urooj, S. F., & Durrani, T. K. (2008). "Interest rate volatility and stock return and volatility" *European journal of economic*, issue 14.