

## ارتباط بین بشردوستی شرکتی و خطر سقوط قیمت سهام با تاکید بر عدم تقارن اطلاعاتی

وحید تقی‌زاده خانقاه<sup>۱</sup>

یونس بادآور نهنندی<sup>۲</sup>

تاریخ پذیرش: ۹۶/۰۹/۲۳

تاریخ دریافت: ۹۶/۰۳/۰۷

### چکیده

بشردوستی شرکتی نماد شرکتی با استراتژی‌های بشردوستانه است که به بالاترین سطح مسئولیت اجتماعی شرکت اشاره دارد. این دیدگاه، گرایش به ارایه مفهومی از فعالیت‌های بشردوستانه دارد که از طریق ایجاد یک جامعه پایدار، محیط زیستی سالم و فضای سیاسی شفاف، می‌تواند زمینه را برای فعالیت‌های سودآور شرکت فراهم نموده و با کاهش تضاد منافع بین گروه‌های ذینفع، به ثبات اقتصادی شرکت کمک نماید. از این رو، هدف پژوهش حاضر بررسی ارتباط بین بشردوستی شرکتی و خطر سقوط قیمت سهام با تاکید بر عدم تقارن اطلاعاتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. در این راستا تعداد ۶۵ شرکت برای دوره زمانی ۱۳۸۹-۱۳۹۴ انتخاب گردید. برای اندازه‌گیری بشردوستی شرکتی از کمک‌های نقد و غیرنقدی و همچنین جهت اندازه‌گیری خطر سقوط قیمت سهام از شاخص ضریب منفی چولگی بازده ماهانه سهام و نوسان بالا و پایین بازده سهام استفاده شده است. نتایج نشان داد که بین بشردوستی شرکتی و خطر سقوط قیمت سهام ارتباط منفی و معنی‌داری وجود دارد. همچنین شرکت‌های مورد بررسی با استفاده از فرصت‌های رشد به شرکت‌های با عدم تقارن اطلاعاتی بالا و پایین تقسیم شدند و نتایج نشان داد که ارتباط منفی بشردوستی شرکتی و خطر سقوط قیمت سهام برای شرکت‌های با عدم تقارن اطلاعاتی بالا، شدیدتر است. نتایج بیان می‌کند که بشردوستی شرکتی پیامدهای اقتصادی همچون کاهش نوسان قیمت سهام دارد و با افزایش مسئولیت‌پذیری، موجب می‌شود که مدیران تمایل کمتری به عدم انتشار اخبار بد داشته باشند.

**واژه‌های کلیدی:** بشردوستی شرکتی، خطر سقوط قیمت سهام، عدم تقارن اطلاعاتی، اخبار بد.

۱- دانشجوی دکتری حسابداری، واحد تبریز، دانشگاه آزاد اسلامی، تبریز، ایران. (نویسنده مسئول) Vahid20t@yahoo.com

۲- دانشیار گروه حسابداری، واحد تبریز، دانشگاه آزاد اسلامی، تبریز، ایران. Yb\_nahandi@yahoo.com

## ۱- مقدمه

از اوایل دهه ۱۹۲۰ بازار جهانی سهام، شاهد حوادث فاجعه‌باری در سقوط قیمت سهام بوده است. این نوع از آشفتگی‌های مالی میلیاردها دلار از ثروت سرمایه‌گذاران را از بین برده است و از آن زمان شرکت‌های متعددی از رکود در تولید و حتی ورشکستگی‌های رخ داده، رنج می‌برند (ادواردز، ۱۹۸۸؛ لو و دیویلرز، ۱۹۹۴). پس از آن قانون‌گذاران، کارآفرینان و دانشگاهیان توجه زیادی را به این پدیده فاجعه بار داشته‌اند و متعهد شده‌اند تا مکانیزم‌های موثری برای کاهش خطر سقوط قیمت سهام کشف کنند. مطالعات قبلی، خطر سقوط قیمت سهام را به ذخیره اخبار بد توسط مدیران نسبت داده‌اند. زیرا، جبران خدمات مدیران و نگرانی حرفه‌ای، تمایل مدیران برای عدم انتشار اطلاعات منفی از سرمایه‌گذاران را افزایش داده است. زمانی که انباشت اطلاعات منفی به حد آستانه خاص رسید، مدیران باید به یکباره تمام اطلاعات منفی را آزاد کنند که نتیجه آن فروش سهام توسط سرمایه‌گذاران به قیمت‌های پایین و در نهایت سقوط قیمت سهام است (جین و مایرز، ۲۰۰۶؛ هاتن و همکاران، ۲۰۰۹). از این رو، کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سرمایه‌گذاران و سپس افزایش اعتماد سرمایه‌گذاران و اعتماد در شرکت می‌تواند به طور موثری سقوط قیمت سهام را کاهش دهد. مطابق با مطالعات صورت گرفته، بهبود شفافیت اطلاعاتی و کیفیت سود بطور موثری می‌تواند ذخیره اخبار بد توسط مدیران را محدود کرده و سقوط قیمت سهام را کاهش دهد (جین و مایرز، ۲۰۰۶؛ هاتن و همکاران، ۲۰۰۹؛ فرانسیس و همکاران، ۲۰۱۱؛ کیم و ژانگ، ۲۰۱۵). کیم و همکاران (۲۰۱۴) بیان می‌کنند که بهبود مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت، سقوط قیمت سهام را کاهش می‌دهد. بشردوستی شرکتی<sup>۱</sup> یکی از ابعاد مسئولیت‌پذیری اجتماعی است که به فعالیت‌های بشردوستانه مانند کمک‌های بلاعوض و سیاست‌های تشویق مربوط است.

مطابق با گزارش‌های ارائه شده در کشور آمریکا، کمک‌های خیریه در سال ۲۰۱۰ حدود ۲٪ تولید ناخالص داخلی کشور می‌باشد. گزارش‌های بدست آمده در سال ۲۰۱۲ حاکی از آن است که در سال ۲۰۱۱، ۷۳٪ کمک‌های خیریه از سوی افراد، ۱۴ درصد از طریق سازمان‌های خیریه، ۸ درصد سهم از ارث و ۵٪ از طریق شرکت‌های سهامی می‌باشد. بطور کلی جمع کل کمک‌های خیریه از سال‌های ۲۰۰۹ تا ۲۰۱۲ حدود ۲۷٪ افزایش یافته است (ایاتریدیس، ۲۰۱۵). شرکتی که زمان یا پول خود را به سازمان‌های خیریه و سازمان‌های غیرانتفاعی اهدا می‌کند نه تنها به کسانی که نیازمند کمک مالی هستند کمک می‌کند، بلکه موجب بهبود تعاملات با کارکنان شرکت نیز می‌شود (ژانگ و همکاران، ۲۰۱۵). تحقیقات نشان می‌دهد که شرکت‌ها کارکنان خود را تشویق می‌کنند تا به شیوه داوطلبانه نرخ مشارکت خود را در فعالیت‌های بشردوستانه افزایش دهند، زیرا کارکنانی که از محیط‌کاری خود لذت می‌برند تمایل کمتری برای ترک شرکت دارند. بنابراین بشردوستی شرکتی موجب بهبود روابط کارکنان، بهبود روابط با مشتریان، بهبود عملکرد کسب و کار و بهبود تلاش‌های بازاریابی شرکت می‌شود (برسکین و هاسو، ۲۰۱۶).

هدف پژوهش حاضر بررسی ارتباط بین بشردوستی شرکتی و خطر سقوط قیمت سهام در شرکت‌های تحت شرایط عدم تقارن اطلاعاتی می‌باشد. تحقیقات گذشته نشان می‌دهند که شفافیت گزارشگری مالی و بهبود عملکرد مسئولیت‌پذیری اجتماعی موجب کاهش نوسانات قیمتی می‌شود (جین و مایرز، ۲۰۰۶؛ کیم و همکاران، ۲۰۱۴). اما تاکنون مشخص نیست که آیا بشردوستی شرکتی در ایران می‌تواند نوسانات در قیمت سهام را کنترل کند؟ همچنین در این پژوهش تلاش می‌شود تا ارتباط بین بشردوستی و خطر سقوط قیمت سهام در شرایط عدم تقارن اطلاعاتی بالا نیز بررسی شود زیرا در چنین محیط‌هایی به دلیل تضاد منافع بیشتر بین سهامداران

و مدیران احتمال تاثیر فعاليت‌های بشردوستانه بیشتر است.

تمرکز یافته‌اند تا عوامل موثر بر سقوط قیمت سهام را کشف کنند.

## ۲- مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

دو جریان اطلاعاتی در زمینه عوامل موثر بر خطر سقوط قیمت سهام و پیامدهای اقتصادی بشردوستی شرکتی وجود دارد. تحقیقات در زمینه عوامل موثر بر خطر سقوط قیمت سهام تلاش کرده‌اند تا مکانیزم‌هایی برای جلوگیری از سقوط قیمت کشف کنند و همچنین بطور عمده‌ای بر تاثیر سقوط قیمت‌ها بر شفافیت اطلاعاتی، ذخیره اخبار بد، واسطه‌های مالی و چارچوب نهادی تمرکز کرده‌اند. با این وجود تحقیقات قبلی در مورد پیامدهای اقتصادی فعاليت‌های بشردوستانه و تاثیر آن بر عملکرد مالی و ارزش شرکت تاکید کرده‌اند.

تحقیقات در زمینه شفافیت اطلاعاتی، نشان دهنده یک رابطه مثبت بین خطر سقوط قیمت سهام و عدم شفافیت مالی است. به طور خاص، محققان بیان می‌کنند که مدیریت سود از طریق اقلام تعهدی و فعاليت‌های واقعی منجر به سقوط قیمت سهام می‌شود (هاتن و همکاران، ۲۰۱۱؛ فرانسيس و همکاران، ۲۰۱۱). همچنین محافظه‌کاری حسابداری به کاهش سقوط قیمت سهام کمک می‌کند (کیم و ژانگ، ۲۰۱۵). کیم و ژانگ (۲۰۱۴) از طریق سه شاخص مدیریت سود، ارائه مجدد صورت‌های مالی و گزارش ضعف‌های با اهمیت در سیستم کنترل داخلی کشف کردند که عدم شفافیت اطلاعاتی منجر به سقوط قیمت سهام می‌شود. همچنین دیفاند و همکاران (۲۰۱۵) معتقدند که بعد از پذیرش اجباری استانداردهای بین‌المللی حسابداری در آمریکا، سقوط قیمت سهام برای شرکت‌های صنایع کاهش می‌یابد و شرکت‌ها عملکرد مالی خود را به دلیل افزایش شفافیت اطلاعاتی، بهبود می‌بخشند، در نتیجه کیفیت گزارشگری مالی افزایش می‌یابد. همچنین کیم و همکاران (۲۰۱۱) معتقدند که اجتناب از پرداخت مالیات عدم انتشار اخبار بد توسط مدیران را تسهیل و سقوط قیمت سهام را تشدید می‌کند.

مکانیزم‌های محرک سقوط قیمت سهام، دیدگاه سنتی سقوط قیمت سهام را از چشم‌انداز عقاید ناهمگون سرمایه‌گذاران<sup>۲</sup> توضیح داده‌اند. به عنوان مثال سرمایه‌گذاران، نظرات مختلفی درباره چشم‌انداز قیمت سهام به دلیل عدم تقارن اطلاعاتی دارند (کمپل و هنشل، ۱۹۹۲؛ چن و همکاران، ۲۰۰۱؛ هانگ و استین، ۲۰۰۳). اخیراً، محققان تمایل بیشتری دارند تا سقوط قیمت سهام را در چارچوب تئوری نمایندگی توضیح دهند. به طور خاص، با در نظر گرفتن عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سرمایه‌گذاران، مدیران انگیزه‌هایی برای ذخیره اخبار بد از سرمایه‌گذاران به دلیل جبران خدمات، شهرت، نگرانی‌های حرفه‌ای دارند. زمانی که اطلاعات منفی به فراتر از نقطه اوج می‌رسد، مدیران باید بطور همزمان تمام اخبار بد را آزاد کنند که نتیجه آن سقوط قیمت سهام است (جین و مایرز، ۲۰۰۶؛ هاتن و همکاران، ۲۰۰۹). اگر چه دو دیدگاه بالا، سقوط قیمت سهام را از چشم‌انداز سرمایه‌گذاران و مدیران بیان می‌کند، با این وجود هر دو تئوری فرضیه‌های خود را بر اساس عدم تقارن اطلاعاتی شکل داده‌اند. بنابراین، ادبیات موجود در درجه اول بر عوامل موثر در فرایند انتشار اطلاعات

جریان دیگر ادبیات در مورد پیامدهای اقتصادی فعاليت‌های بشردوستانه شرکت است. در سال‌های اخیر بسیاری از کشورها، شرکتها و سازمان‌ها برای ایجاد و توسعه سیاست‌ها و روش‌های کاربردی بشردوستی شرکتی خوب، تلاش کرده‌اند. دامنه وسیعی از این تلاش‌ها، در بسط منشور اخلاقی شرکت‌ها متبلور شده است که استانداردهای رفتاری برای شرکت و کارکنان آن را مشخص می‌نماید. از این رو، فایده توسعه بشردوستی شرکتی برای شرکت‌ها این است که آنها می‌توانند با آگاهی از مسئولیت‌های اجتماعی خود و با دستیابی به حسن شهرت مدیریت، جلب رضایت کارکنان و جذب سرمایه، منافع زیادی

کسب کنند. توجه به ابعاد محیطی و اجتماعی، اثرات مستقیم روی ارزش سهامدار و حرکت در جهت انجام رفتار و اخلاق خوب در کنار ابعاد سودآوری متداول برای کاهش ریسک و ارزش سهامداران اساسی است (گائو و همکاران، ۲۰۱۲).

مسکون و تیلسون (۱۹۸۷) معتقدند که بشردوستی شرکتی می‌تواند به عنوان شکلی از رفتار اجتماعی شرکت در نظر گرفته شود. باتسمن و گوپتا (۱۹۹۶) بیان می‌کنند که بشردوستی شرکتی تنها درباره حداکثرسازی سود شرکت یا بهبود ارقام مالی نیست بلکه آن بهبود تصویر و سود اجتماعی شرکت را نیز در نظر می‌گیرد. بشردوستی شرکتی ممکن است از دیدگاه سرمایه‌گذاران، مقامات بازار، مشتریان و جامعه یک گام مثبت محسوب شود. بنابراین، اگر چه بشردوستی شرکتی بک اقدام داوطلبانه است اما آن ممکن است به عنوان ابزار حمایت و افزایش بازده و چشم‌انداز مالی آینده شرکت نیز در نظر گرفته شود (آئیل و همکاران، ۱۹۸۹؛ کارول، ۱۹۹۱). سیفرت و همکاران (۲۰۰۳) بیان می‌کنند که بشردوستی شرکتی ممکن است با انگیزه‌های متفاوتی انجام شود. انگیزه اول این است که شرکت‌ها به دلیل مسئولیت اجتماعی و مشروعیت، به فعالیت‌های بشردوستانه روی می‌آورند که نشان می‌دهد شرکت‌هایی که عملکرد خوبی دارند باید از فعالیت‌های مربوط به کمک‌های خیریه حمایت کنند (مارکوئیز و همکاران، ۲۰۰۷). انگیزه دیگر برای بشردوستی شرکتی، تقویت وجهه مدیران است که ممکن است به آسانی از طریق بخشیدن پول سهامداران بدست آید. شرکت‌ها همچنین ممکن است در کمک‌های خیرخواهانه یا به دلایلی همچون هزینه‌های سیاسی، لابی‌گری یا ملاحظات مشتریان درگیر شوند (سانچز، ۲۰۰۰). گوردون و خوماوالا (۱۹۹۹) بیان می‌کنند که اقدامات بشردوستانه انگیزه‌هایی همچون سودآوری شرکت، اقلام تعهدی اختیاری، مذهب و نوع دوستی را شامل می‌شود.

بشردوستی شرکتی بطور قابل توجهی بوسیله تئوری ذی‌فغان توضیح داده شده است که در آن بیان می‌شود فعالیت‌های بشردوستانه توسط شرکت‌ها روشی برای نشان دادن مسئولیت‌پذیری اجتماعی و جلب رضایت ذی‌فغان است (برمن و همکاران، ۱۹۹۹). ایاتیریدیس (۲۰۱۵) با تاکید بر تئوری نمایندگی بیان می‌کند که مدیران از طریق فعالیت‌های بشردوستانه و تئوری ارزش افزوده منافعی را بدست می‌آورند و معتقدند که بشردوستی شرکتی ثروت سهامداران را افزایش می‌دهد. انگیزه برای تامین مالی فعالیت‌های بشردوستانه عاملی در جهت تلاش برای بهبود عملکرد مسئولیت‌پذیری اجتماعی است و ممکن است به عنوان هزینه‌های نمایندگی ناشی از اقدامات خوب مدیران محسوب شود و احتمالاً زیان‌هایی برای سهامداران ایجاد کند. به همین دلیل است که سهامداران قدرتمند به طور کلی به سطوح پایین فعالیت‌های بشردوستانه تمایل دارند (بارتکوس و همکاران، ۲۰۰۲). با این وجود، بشردوستی استراتژیک، منافع گروه‌های موافق و مخالف فعالیت‌های بشردوستانه را همسو کرده و هر گونه ملاحظات یا تضادها را کاهش داده و منجر به یک تعادل جدید می‌شود (باشهولتز و همکاران، ۱۹۹۹).

اکثر مطالعات در زمینه فعالیت‌های بشردوستانه، تاثیر بشردوستی شرکت بر عملکرد مالی را بررسی کرده‌اند. چندین مطالعه، رابطه بین بشر دوستی شرکت و ریسک شرکت و همچنین هزینه حقوق صاحبان سهام را بررسی کرده‌اند. اکثر مطالعات بیان می‌کنند که تقویت عملکرد شرکت، اثرات بشردوستی شرکت را افزایش می‌دهد (ودوک و گراوز، ۱۹۹۷؛ مارگولیس و والش، ۲۰۰۱؛ اورلیتزکی و همکاران، ۲۰۰۳؛ سیفرت و همکاران، ۲۰۰۳؛ پلوزا و شانگ، ۲۰۱۱). با این وجود مطالعات محدودی معتقدند که رابطه منفی یا عدم وجود رابطه بین بشردوستی شرکت و عملکرد مالی برقرار است (فریدمن، ۱۹۷۰؛ گالاسکیویز، ۱۹۹۷؛ گریفین و ماهون، ۱۹۹۷). در رابطه با تاثیر کاهش ریسک، گادفری و همکاران

بشردوستانه و رعایت اخلاق می‌تواند عدم تقارن اطلاعاتی را کاهش دهد. در شرکت‌های با عدم تقارن اطلاعاتی پایین مدیران تمایلی برای ذخیره‌سازی اطلاعاتی منفی ندارند، در حالی که در شرکت‌های با عدم تقارن اطلاعاتی به دلیل مزیت‌های مالی، مدیران تمایل به انتشار اخبار خوب و عدم تمایل به انتشار اخبار بد دارند، بنابراین انتظار می‌رود که تاثیر بشردوستی شرکتی بر خطر سقوط قیمت سهام برای شرکت‌های با عدم تقارن اطلاعاتی بالا، شدیدتر باشد.

ژانگ و همکاران (۲۰۱۵) ارتباط بین بشردوستی شرکتی و خطر سقوط قیمت سهام را در چارچوب نهادی کشور چین مورد بررسی قرار دادند. نتایج نشان داد که بشردوستی شرکتی موجب کاهش سقوط قیمت سهام می‌شود. همچنین نتایج نشان می‌دهد که رابطه منفی بین بشردوستی شرکتی و خطر سقوط قیمت سهام برای شرکت‌هایی که مالکیت دولتی بالایی دارند، بیشتر است. چنین ارتباطی برای شرکت‌هایی با ریسک‌های مالی بالا و عملکرد ضعیف، بیشتر است.

ایاتریدیس (۲۰۱۵) با تمرکز بر بشردوستی شرکتی و بررسی ویژگی‌های مالی شرکت‌هایی که در فعالیت‌های خیرخواهانه درگیر می‌شوند، نشان داد که ویژگی‌هایی همچون کمک‌های غیر نقدی، اندازه، نقدشوندگی و امکان دادخواهی موجب تشویق به فعالیت‌های بشردوستانه می‌شود در حالی که اهرم مالی، هزینه‌های نمایندگی و حاکمیت شرکتی، شرکت را از اقدامات خیرخواهانه دلسرد می‌کند. همچنین نتایج نشان داد که شرکت‌هایی که در فعالیت‌های خیرخواهانه وارد می‌شوند مدیریت سود پایینی دارند. اما از چشم‌انداز رشد بالا، مدیران ممکن است شرکت را به سمت منابع کمیاب برای کمک‌های اختیاری هدایت کنند در چنین حالتی ممکن است دستکاری سودها افزایش یابد.

لی (۲۰۱۶) ارتباط بین مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت و خطر سقوط قیمت سهام را در بازارهای نوظهور مورد بررسی قرار داد. نتایج نشان داد که مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت بطور قابل توجهی

(۲۰۰۹) پیشنهاد می‌کنند که بشردوستی شرکت می‌تواند به شرکت‌ها کمک کند تا سرمایه و شهرت اخلاقی را انباشت کنند و می‌تواند به شرکت‌ها کمک کند تا از رویدادهای منفی اجتناب کنند. لی و لاف (۲۰۰۹) نشان دادند که بشردوستی شرکت می‌تواند ریسک‌های خاص شرکت را کاهش دهد. بشردوستی شرکت همچنین به کاهش هزینه حقوق صاحبان سهام و هزینه بدهی کمک می‌کند (ال‌گول و همکاران، ۲۰۱۱؛ گاس و روبرتز، ۲۰۱۱؛ یا و ژانگ، ۲۰۱۱؛ چنگ و همکاران، ۲۰۱۴؛ دالیوال و همکاران، ۲۰۱۴). تاکنون مطالعات کمی اثر کاهنده بشردوستی شرکت و خطر سقوط قیمت سهام را بررسی کرده‌اند. کیم و همکاران (۲۰۱۴) نشان دادند که عملکرد مسئولیت‌پذیری اجتماعی بطور منفی با سقوط قیمت آتی سهام مرتبط است. آنها بیان می‌کنند که این رابطه زمانی که ساختار حاکمیت شرکتی ضعیف بوده و مالکیت نهادی پایین تر است، شدیدتر می‌باشد. آنها بیان می‌کنند که شرکت‌هایی که بطور فعال در مسئولیت‌پذیری اجتماعی مشارکت دارند از رفتارهایی همچون ذخیره اخبار بد اجتناب می‌کنند، که در نتیجه آن سقوط قیمت سهم کاهش می‌یابد. همچنین انتظار می‌رود که تاثیر فعالیت‌های بشردوستانه بر خطر سقوط قیمت سهام در شرکت‌های با عدم تقارن اطلاعاتی، متفاوت باشد. عدم تقارن اطلاعاتی می‌تواند موجب انتخاب نادرست سرمایه‌گذاران شود و رعایت اصول اخلاقی و حرفه‌ای سازمان‌ها در گزارشگری مالی می‌تواند عدم تقارن اطلاعاتی را کاهش دهد. فعالیت‌های بشردوستی شرکت‌ها بر قیمت سهام تاثیرگذار است. برخی از پروژه‌های بشردوستانه می‌تواند تاثیر مستقیمی بر جریان نقدی مثبت داشته باشد. برای مثال، رویه‌های مربوط به حفاظت از محیط و توجه به رفاه کارکنان می‌تواند هزینه‌های حقوقی و پاک‌سازی آلودگی را کاهش دهد. به علاوه، فعالیت‌های بشردوستانه می‌تواند از طریق کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بر قیمت سهام اثر مثبت داشته باشد (گائو و همکاران، ۲۰۱۲). ایجاد فعالیت‌های

اطلاعاتی، ریسک سقوط آتی قیمت سهام افزایش می‌یابد.

فغانی ماکرانی و همکاران (۱۳۹۵) رابطه میان مسئولیت‌پذیری اجتماعی و ریسک کاهش قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را مورد بررسی قرار دادند. آنها نشان دادند که تمایل مدیران به پنهان کردن و عدم افشای اخبار بد، منجر به ایجاد ریسک کاهش قیمت سهام می‌شود. همچنین یافته‌ها نشان داد که ارتباط معناداری بین گزارشگری مسئولیت اجتماعی و ریسک کاهش قیمت سهام وجود دارد.

موسوی و همکاران (۱۳۹۵) به شناسایی عوامل مؤثر و تبیین الگوی گزارشگری مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها و تأثیر ایفای مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت‌ها بر ریسک سقوط قیمت سهام پرداختند. یافته‌های پژوهش نشان داد که بین ایفای مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت‌ها و ریسک سقوط قیمت سهام، رابطه معناداری وجود ندارد.

### ۳- فرضیه‌های پژوهش

**فرضیه اصلی اول:** بین بشردوستی شرکت و خطر سقوط قیمت سهام ارتباط منفی وجود دارد.

**فرضیه فرعی اول:** بین بشردوستی شرکتی و ضریب منفی چولگی بازده ماهیانه سهام ارتباط منفی وجود دارد.

**فرضیه فرعی دوم:** بین بشردوستی شرکتی و نوسان بازده هفتگی خاص ارتباط منفی وجود دارد.

**فرضیه اصلی دوم:** ارتباط منفی بشردوستی شرکتی و خطر سقوط قیمت سهام در شرکت‌های با عدم تقارن اطلاعاتی بالا، شدیدتر است.

**فرضیه فرعی سوم:** ارتباط منفی بشردوستی شرکتی و ضریب منفی چولگی بازده ماهیانه سهام در شرکت‌های با عدم تقارن اطلاعاتی بالا، شدیدتر است.

خطر سقوط قیمت سهام را کاهش می‌دهد. این یافته‌ها سازگار با این ادعا است که مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت‌ها موجب افزایش شفافیت گزارشگری مالی و کاهش ذخیره اخبار بد توسط مدیران می‌شود. همچنین نتایج نشان می‌دهد که تأثیر منفی مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت بر خطر سقوط قیمت سهام برای شرکت‌های با حاکمیت شرکتی ضعیف، شدیدتر است.

بن ناصر و همکاران (۲۰۱۷) تأثیر نوآوری بر خطر سقوط قیمت سهام را در شرکت‌های آمریکایی مورد بررسی قرار دادند. شواهد نشان داد که فعالیت‌های نوآورانه، خطر سقوط قیمت سهام آتی را کاهش می‌دهد. این یافته‌ها سازگار با این ادعا است که نوآوری انتشارات اطلاعات را تسهیل کرده و احتمال ذخیره اخبار منفی را کاهش می‌دهد. علاوه بر این، شواهد نشان داد که تأثیر فعالیت‌های نوآورانه بر سقوط قیمت سهام برای شرکت‌هایی با مکانیزم‌های نظارتی ضعیف شدیدتر است.

عباسی و همکاران (۱۳۹۳) تأثیر محافظه‌کاری حسابداری بر خطر سقوط قیمت سهام رد شرایط عدم تقارن اطلاعاتی در بور اوراق بهادار تهران را مورد بررسی قرار دادند و نتایج نشان داد که محافظه‌کاری بر احتمال سقوط قیمت سهام تأثیر منفی و معناداری دارد. این نتایج در شرایط عدم تقارن اطلاعاتی نیز صادق بوده است. همچنین یافته‌ها نشان داد که محافظه‌کاری در زمانی که احتمال سقوط قیمت سهام وجود دارد، نسبت به زمانی که احتمال سقوط قیمت سهام وجود ندارد، کمتر است.

خداحمی و همکاران (۱۳۹۵) تأثیر عدم تقارن اطلاعاتی بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام را در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار دادند. یافته‌های پژوهش آنها نشان می‌دهد که بین عدم تقارن اطلاعاتی و ریسک سقوط آتی قیمت سهام، رابطه مستقیم وجود دارد؛ بنابراین می‌توان نتیجه گرفت با افزایش میزان عدم تقارن

شرایط فوق را دارا بوده که جهت بررسی انتخاب شده- اند.

#### ۵- مدل رگرسیونی و متغیرهای پژوهش

برای آزمون فرضیه اول از رابطه ۱ استفاده شده است:

$$\begin{aligned}
 NCSKEW_{i,t} \text{ or } DUVOL_{i,t} &= \alpha_0 + \beta_1 PHIL_{i,t-1} \\
 &+ \beta_2 NCSKEW_{i,t-1} \\
 &+ \beta_3 TURN_{i,t-1} \\
 &+ \beta_4 RET_{i,t-1} \\
 &+ \beta_5 SDRET_{i,t-1} \\
 &+ \beta_6 SIZE_{i,t-1} \\
 &+ \beta_7 MB_{i,t-1} \\
 &+ \beta_8 LEV_{i,t-1} \\
 &+ \beta_9 ROA_{i,t-1} \\
 &+ \beta_{10} TANG_{i,t-1} \\
 &+ \varepsilon_{i,t-1}
 \end{aligned} \quad (1)$$

در این رابطه  $NCSKEW_{i,t}$  ضریب منفی چولگی بازده ماهیانه سهام و معیار مستقیمی از خطر سقوط قیمت سهام؛  $INTANG_{i,t-1}$  دارایی‌های نامشهود؛  $PHIL_{i,t-1}$  بشردوستی شرکتی؛  $TURN_{i,t-1}$  عدم تجانس سرمایه‌گذاری؛  $RET_{i,t-1}$  میانگین بازده ماهیانه سهام؛  $SDRET_{i,t-1}$  انحراف معیار بازده ماهیانه سهام؛  $SIZE_{i,t-1}$  اندازه شرکت،  $MB_{i,t-1}$  فرصت‌های سرمایه‌گذاری؛  $LEV_{i,t-1}$  اهرم مالی؛  $ROA_{i,t-1}$  بازده دارایی؛  $TANG_{i,t-1}$  دارایی‌های مشهود است. در ادامه نحوه اندازه‌گیری این متغیرها ارائه می‌شود.

برای آزمون فرضیه دوم نیز از رابطه ۱ استفاده می‌شود، با این تفاوت که شرکت‌ها بر اساس فرصت‌های سرمایه‌گذاری به شرکت‌های با عدم تقارن اطلاعاتی بالا و پایین تقسیم می‌شوند و سپس مطابق رابطه ۱ آزمون فرضیه دوم پژوهش انجام می‌پذیرد.

#### متغیر وابسته (خطر سقوط قیمت سهام)

برای اندازه‌گیری خطر سقوط قیمت سهام مشابه مطالعات چن و همکاران (۲۰۰۱)، اندرور و همکاران (۲۰۱۳) از دو معیار ضریب منفی چولگی

فرضیه فرعی چهارم: ارتباط منفی بشردوستی شرکتی و نوسان بازده هفتگی خاص در شرکت‌های با عدم تقارن اطلاعاتی بالا، شدیدتر است.

#### ۴- روش پژوهش

این پژوهش کاربردی است. طرح پژوهش آن از نوع شبه‌تجربی و با استفاده از رویکرد پس‌رویدادی (از طریق اطلاعات گذشته) است. مبانی نظری و پیشینه پژوهش، به روش کتابخانه‌ای و داده‌های کمی مورد نیاز این پژوهش از صورت‌های مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران استخراج شده و برای جمع‌آوری اطلاعات در مورد بشردوستی شرکتی، از یادداشت‌های توضیحی همراه صورت‌های مالی استفاده شده است.

برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از روش رگرسیون خطی چند متغیره و برای تجزیه و تحلیل نهایی به منظور واکاوی داده‌ها از نرم‌افزار Eviews 7 استفاده شده است.

جامعه آماری پژوهش حاضر را شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تشکیل می‌دهد و شامل شرکت‌هایی است که حائز شرایط زیر است:

- ۱) متغیرهای پژوهش، شرکت‌های صنایع واسطه‌گری، سرمایه‌گذاری، لیزینگ و شرکت‌های بیمه نباشد.
  - ۲) قبل از سال مالی ۱۳۸۹ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرش شده باشد.
  - ۳) طی سال‌های مالی ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۴ تغییر فعالیت و یا تغییر سال مالی نداشته باشد
  - ۴) حداقل ۶ ماه از سال بازده ماهانه داشته باشد و داده‌های مورد نظر آن‌ها در دسترس بوده باشد.
  - ۵) برای وجود یکنواختی میان شرکت‌های مورد آزمون، فقط شرکت‌هایی بررسی شده‌اند که پایان سال مالی آن‌ها، ۲۹ اسفند ماه بوده است.
- بر این اساس و پس از اعمال محدودیت‌های فوق تعداد ۶۵ شرکت در دوره زمانی ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۴

(NCSKEW) و نوسان بازده هفتگی خاص (DUVOL) استفاده شده است.

**معیار اول:** برای اندازه‌گیری معیار اول از مدل ضریب منفی چولگی چن و همکاران (۲۰۰۱) استفاده شده است. هرچه مقدار ضریب منفی چولگی بیشتر باشد، آن شرکت در معرض سقوط قیمت سهام بیشتری خواهد بود. معیار ضریب منفی چولگی بر مبنای بازده ماهانه خاص شرکت محاسبه می‌شود که با استفاده از رابطه (۲) محاسبه می‌شود:

$$W_{j,t} = \ln(1 + \varepsilon_{jt}) \quad (2)$$

که در این رابطه:

$W_{j,t}$  = بازده ماهانه خاص شرکت ز در ماه  $t$  طی سال مالی و برابر است با لگاریتم طبیعی عدد یک به علاوه باقیمانده  $\varepsilon_{jt}$

$\varepsilon_{jt}$  = بازده باقیمانده سهام شرکت  $z$  در ماه  $t$  از باقیمانده یا پسماند مدل در رابطه (۳) بدست می‌آید:

$$r_{j,t} = \beta_0 + \beta_{1j} r_{m,t-2} + \beta_{2j} r_{m,t-1} + \beta_{3j} r_{m,t} + \beta_{4j} r_{m,t+1} + \beta_{5j} r_{m,t+2} + \varepsilon_{jt} \quad (3)$$

که در این رابطه:

$r_{j,t}$  = بازده سهام شرکت  $z$  در ماه  $t$  طی سال مالی  
 $r_{m,t}$  = بازده بازار در ماه  $t$  است. برای محاسبه بازده ماهانه بازار، شاخص ابتدای ماه از شاخص پایان ماه کسر شده و حاصل بر شاخص ابتدای ماه تقسیم می‌شود.

رابطه (۳) با استفاده از روش رگرسیون چند متغیره و شیوه داده‌های ترکیبی برآورد شده و باقیمانده آن به شرح رابطه (۲) برای محاسبه بازده ماهانه خاص شرکت استفاده می‌شود و در آخر برای محاسبه خطر سقوط قیمت سهام از طریق معیار چولگی منفی بازده سهام از رابطه (۴) به شرح زیر استفاده شده است:

$$NCSKEW_{j,t} = -[n(n-1)^{3/2} \sum W_{j,t}^3] / [(n-1)(n-2) (\sum W_{j,t}^2)^{3/2}] \quad (4)$$

$NCSKEW_{j,t}$  = چولگی منفی بازده ماهانه سهام  $z$  طی سال مالی  $t$   $W_{j,t}$  = بازده ماهانه خاص شرکت  $z$  در ماه  $t$   $N$  = تعداد ماههایی که بازده آن‌ها محاسبه شده است. در این معادله ارزش‌های بالای NCSKEW نشان دهنده خطر سقوط قیمت سهام بالا است.

**معیار دوم:** برای اندازه‌گیری معیار دوم (DUVOL<sub>jt</sub>) مطابق با پژوهش‌های چن و همکاران (۲۰۰۱) و اندرو و همکاران (۲۰۱۳) ابتدا میانگین بازده هفتگی خاص شرکت‌ها محاسبه و سپس داده‌های مربوط به آن به دو دسته کمتر از میانگین و بیشتر از میانگین تفکیک شده و انحراف معیار هر کدام بطور مجزا محاسبه شده است. سپس برای محاسبه DUVOL<sub>jt</sub> از رابطه (۵) استفاده شده است.

$$DUVOL_{jt} = \ln \left( \frac{[(n_u - 1) \sum_{DOWN} r_{jt}^2]}{[(n_d - 1) \sum_{UP} r_{jt}^2]} \right) \quad (5)$$

در این رابطه Down برابر با انحراف معیار مشاهدات کمتر از میانگین و up نشان دهنده انحراف معیار مشاهدات بزرگتر از میانگین برای بازده خاص شرکت  $i$  در سال آتی می‌باشد. در این معادله ارزش‌های بالای DUVOL نشان دهنده خطر سقوط قیمت سهام بالا است.

### متغیر مستقل (بشردوستی شرکتی)

بشردوستی شرکتی یک رویکرد برای خدمت به جامعه است که از طریق کمک‌های نقدی و غیرنقدی مانند اختصاص زمان، تخصص و کالاهای مشهودی همچون کامپیوتر، دارو و مواد غذایی و کتاب‌های درسی انجام می‌شود. شرکت‌ها می‌توانند کمک‌های نقدی و غیرنقدی خود را به سازمان‌های خیریه و سازمان‌های غیرانتفاعی تحویل دهند. آگراول و همکاران (۲۰۱۲) معتقدند که شرکت‌ها اهداف خیرخواهانه از جمله توسعه و رفاه جامعه و حفاظت از محیط زیست را برای حداکثرسازی ارزش سهامداران



عدم تجانس سرمایه‌گذاری ( $TURN_{j,t-1}$ ): متوسط گردش تصادفی سهام در سال  $t$  منهای متوسط گردش تصادفی سهام در سال  $t-1$ . متوسط گردش تصادفی سهام نیز از طریق تقسیم حجم معاملات ماهانه سهام بر مجموع تعداد سهام منتشر شده طی ماه بدست می‌آید.

میانگین بازده ماهانه سهام ( $RET_{j,t-1}$ ): که از رابطه (۶) بدست می‌آید:

$$RET_{j,t-1} = \frac{\sum_{\theta=1}^{\theta=12} r_{jt-1}}{N} \quad (۶)$$

که در آن  $r_{jt-1}$ : بازده ماهانه سهام شرکت  $j$  در سال مالی  $t-1$ ؛ و  $N$ : تعداد ماه‌هایی که بازده آن‌ها محاسبه شده است می‌باشد.

انحراف معیار بازده ماهانه سهام ( $SDRET$ ): که از رابطه (۷) بدست می‌آید:

$$SDRET_{j,t-1} = \left( \frac{\sum_{\theta=1}^{\theta=12} (r_{jt-1} - RET_{j,t-1})^2}{N} \right)^{1/2} \quad (۷)$$

که در آن  $r_{jt-1}$ : بازده ماهانه سهام شرکت  $j$  طی سال مالی  $t-1$ ؛ و  $N$ : تعداد ماه‌هایی که بازده آن‌ها محاسبه شده است می‌باشد.

$NCSKEW_{i,t-1}$ : چولگی منفی بازده ماهانه سهام  $j$  طی سال مالی  $t-1$ ؛  $MB_{i,t-1}$  (فرصت‌های رشد): نسبت ارزش بازار حقوق صاحبان سهام بر ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام در سال  $t-1$ ؛  $LEV_{i,t-1}$  (اهرم مالی): نسبت کل بدهی‌ها بر کل دارایی‌ها در سال  $t-1$ ؛  $ROA_{i,t-1}$  (بازده دارایی): نسبت سود عملیاتی بر کل دارایی‌ها در سال  $t-1$ ؛  $TANG_{i,t-1}$  (دارایی‌های مشهود): نسبت اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات بر کل دارایی‌ها در سال  $t-1$

انجام می‌دهند. در این پژوهش بشردوستی شرکت ( $PHLI$ ) مطابق پژوهش سو و هی (۲۰۱۰) از طریق تقسیم مبالغ مربوط به کمک‌های اهدائی شرکت به ارزش بازار حقوق صاحبان سهام بدست می‌آید.

### متغیر تعدیل‌گر (عدم تقارن اطلاعاتی)

در این پژوهش عدم تقارن اطلاعاتی به عنوان متغیر تعدیل‌گر در نظر گرفته شده است. برای محاسبه عدم تقارن اطلاعاتی مطابق پژوهش‌های اندرو و همکاران (۲۰۱۳) و کیم و ژانگ (۲۰۱۶) از معیار هزینه تبلیغات استفاده می‌شود. جوزف و وینتوکی (۲۰۱۳) نشان دادند که هزینه تبلیغات منبع اصلی عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سرمایه‌گذاران خارجی است. واکنش به هزینه تبلیغات در یک شرکت یا صنعت خاص منحصر به فرد است، بنابراین مدیران می‌توانند ارزیابی بهتری از بهره‌وری سرمایه‌گذاری در تبلیغات داشته باشند. همچنین پیامدهای ناشی از هزینه تبلیغات اغلب از در بلندمدت مشخص می‌شود، زیرا مدیران اطلاعات مستمری در رابطه با تاثیر فروش تبلیغاتی دارند در حالی که سرمایه‌گذاران خارجی اطلاعات را تنها در بخش‌های جداگانه‌ای از زمان مانند اعلانیه‌های سود، کنفرانس‌های سرمایه‌گذاران و مواردی از این قبیل دریافت می‌کنند. پیامدهای بلندمدت استفاده از هزینه تبلیغات، مشکلات پیش‌روی سرمایه‌گذاران خارجی در ارزیابی بهره‌وری تبلیغات را تشدید می‌کند. هزینه تبلیغات یک متغیر مجازی است، به طوری که اگر نسبت هزینه تبلیغات به فروش شرکت  $i$  در سال  $t$  بیشتر از میانه باشد عدد ۱ و در غیر اینصورت عدد ۰ به آن تعلق می‌گیرد. ارزش‌های بالای هزینه تبلیغات نشان دهنده عدم تقارن اطلاعاتی بالا است.

### متغیرهای کنترلی

بر اساس ادبیات موضوع و پیشینه پژوهش، متغیرهای کنترلی این پژوهش به شرح زیر است:

## ۶- یافته‌های پژوهش

گرایش دارند، میانگین چولگی بازده ماهیانه سهام و نوسان بازده ماهیانه خاص منفی خواهد بود. انحراف معیار میانگین بازده ماهیانه سهام و فرصت‌های رشد سرمایه‌گذاری برابر ۰/۰۶۷ و ۲/۰۷۳ است که نشان می‌دهد انحراف معیار بازده ماهانه سهام دارای کمترین پراکندگی و فرصت‌های رشد سرمایه‌گذاری دارای بیشترین پراکندگی هستند. مقادیر حداقل و حداکثر، کمترین و بیشترین مقادیر متغیرها را نشان می‌دهد برای مثال کمترین و بیشترین مقادیر چولگی منفی بازده ماهیانه سهام برابر ۰/۴۲۹- و ۰/۶۳۷ است.

جدول ۱ آمار توصیفی مربوط به متغیرهای پژوهش را نشان می‌دهد که بیانگر پارامترهای توصیفی برای هر متغیر به صورت مجزاست. برای مثال میانگین بشردوستی شرکتی ۰/۰۸۶ است و نشان می‌دهد که کمک‌های خیرخواهانه شرکت‌ها در شرکت‌های نمونه ۰/۰۸۶ درصد است. میانگین چولگی منفی بازده ماهیانه سهام و نوسان بازده ماهیانه خاص به ترتیب ۰/۱۴۰- و ۰/۰۸۱- است. بدین ترتیب، زمانی که توزیع بازده سهام به سمت اعداد پایین‌تر از میانگین

جدول ۱- آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

نام متغیر	میانگین	انحراف معیار	میانه	حداقل	حداکثر
PHLI	۰/۰۸۶	۰/۰۹۸	۰/۰۴۳	۰/۰۰۰۱	۰/۱۸۹
NCSKEW	-۰/۱۴۰	۰/۷۲۱	-۰/۰۷۲	-۰/۴۲۹	۰/۶۳۷
DUVOL	-۰/۰۸۱	۰/۵۱۶	-۰/۰۳۱	-۰/۳۸۹	۰/۶۱۹
SDRET	۰/۱۱۳	۰/۰۷۰	۰/۱۰۴	۰/۰۶۷	۰/۳۶۵
RET	۰/۰۳۴	۰/۰۶۷	۰/۰۲۱	-۰/۱۲۶	۰/۳۶۷
TURN	۰/۰۵۴	۰/۲۲۵	۰/۰۰۹	-۰/۰۲۶	۰/۱۱۲
SIZE	۱۳/۸۹	۱/۵۸۶	۱۳/۶۵	۱۱/۸۵	۱۴/۵۸
MBV	۳/۸۸۷	۲/۰۷۳	۲/۱۱۱	۰/۲۳۴	۵/۱۴۲
LEV	۰/۵۸۳	۰/۱۹۷	۰/۶۱۰	۰/۳۴۹	۰/۸۲۴
ROA	۰/۱۳۴	۰/۱۳۷	۰/۱۱۴	-۰/۱۲۵	۰/۶۰۶
TANG	۰/۳۰۶	۰/۱۸۲	۰/۲۶۱	۰/۱۷۵	۰/۴۹۸

## آزمون مانایی متغیرهای پژوهش

ابتدا با استفاده از آزمون هادری مانایی متغیرهای پژوهش مورد آزمون قرار گرفت. مانا نبودن متغیرها، چه در مورد داده‌های سری زمانی و چه داده‌های ترکیبی باعث بروز مشکل رگرسیون کاذب می‌شود. همچنین در صورتی که مدل از نوع داده‌های ترکیبی باشد، دو فرض از فروض کلاسیک رگرسیون خطی که شامل خودهمبستگی و ناهمسانی واریانس می‌باشد نیز مورد آزمون قرار می‌گیرد. در این پژوهش از آزمون هادری به منظور آزمون ناهمسانی واریانس استفاده شد. نتایج جدول ۲ نشان می‌دهد که تمامی متغیرها مانا هستند.

فرضیه اول به بررسی ارتباط بین بشردوستی شرکتی و خطر سقوط قیمت سهام می‌پردازد. با توجه به نتایج به دست آمده در جدول ۳ از برآورد الگو، ضریب شاخص بشردوستی شرکت برای هر دو شاخص NCSKEW و Duvol برابر ۰/۱۰۰- و ۰/۰۹۲- است و سطح معنی‌داری آنها برابر با ۰/۰۰۳ و ۰/۰۰۸ و کمتر از سطح خطای ۰/۰۵ است. بنابراین، ضرایب منفی متغیرها نشان دهنده آن است که انجام فعالیت‌های بشردوستانه، سقوط قیمت سهام را از طریق کاهش ذخیره اخبار بد توسط مدیران کاهش می‌دهد. در نتیجه، این فرضیه در سطح معنی‌داری ۰/۰۵ مورد تأیید قرار می‌گیرد. ضریب تعیین تعدیل شده مدل‌های فرضیه اول نشان می‌دهد که به ترتیب ۳۷/۲ و ۳۸/۶ درصد از تغییرات متغیر وابسته خطر سقوط قیمت

می باشد که حاکی از معنی داری کل مدل است. همچنین سطح معنی داری آماره لیمر و هاسمن نشان دهنده استفاده از رویکرد داده های پانلی با استفاده از روش اثرات ثابت است. نتایج آزمون وایت نیز نشان می دهد که ناهمسانی واریانس بین متغیرهای پژوهش وجود ندارد.

سهام توسط متغیرهای مستقل و کنترلی قابل تبیین است. آماره دوربین واتسون بین ۱/۵ و ۲/۵ بوده و می توان تایید نمود که خطاها یا تفاوت بین مقادیر واقعی و مقادیر پیش بینی شده به وسیله مدل های رگرسیون، از یکدیگر مستقل هستند. مقدار سطح معنی داری F برابر با ۰/۰۰۰ و کوچکتر از ۰/۰۵ درصد

جدول ۲- نتایج حاصل از آزمون هادری (آزمون مانایی متغیرهای پژوهش)

نام متغیر	نماد متغیر	مقدار آماره	احتمال
بشردوستی شرکتی	PHIL	۱۹/۰۴۶	۰/۰۰۰
ضریب منفی چولگی بازده سهام	NCSKEW	۲۷/۶۹۷	۰/۰۰۰
نوسان بازده هفتگی خاص	DUVOL	۲۶/۸۴۷	۰/۰۰۰
انحراف معیار بازده ماهانه سهام	SDRET	۲۰/۶۰۰	۰/۰۰۰
میانگین بازده ماهانه سهام	RET	۱۸/۸۷۴	۰/۰۰۰
عدم تجانس سرمایه گذاری	TURN	۲۱/۱۶۶	۰/۰۰۰
اندازه شرکت	SIZE	۲۰/۸۹۴	۰/۰۰۰
فرصت های رشد	MBV	۱۹/۸۴۲	۰/۰۰۰
اهرم مالی	LEV	۱۹/۷۱۰	۰/۰۰۰
بازده دارایی	ROA	۲۲/۴۹	۰/۰۰۰
دارایی های مشهود	TANG	۲۰/۸۹۹	۰/۰۰۰

جدول ۳- نتایج آزمون فرضیه اول پژوهش

نام متغیرها	DUVOL <sub>i,t</sub>			NCSKEW <sub>i,t</sub>		
	Sig	t	Beta	Sig	t	Beta
Constant	۰/۰۵۰	-۱/۹۶۶	-۰/۱۴۰	۰/۲۰۲	-۱/۳۷۶	-۰/۰۹۰
PHIL <sub>i,t-1</sub>	۰/۰۰۸	-۲/۶۷۷	-۰/۰۹۲	۰/۰۰۳	-۲/۲۹۴	-۰/۱۰۰
CRASH <sub>i,t-1</sub>	۰/۰۰۲	۳/۰۴۲	۰/۱۴۰	۰/۰۰۱	۳/۳۷۳	۰/۱۵۴
TURN <sub>i,t-1</sub>	۰/۰۰۰	۳/۷۱۹	۰/۱۳۲	۰/۰۰۰	۳/۸۹۸	۰/۱۳۷
SDRET <sub>i,t-1</sub>	۰/۰۴۴	-۲/۰۲۲	-۰/۲۴۳	۰/۱۶۸	-۱/۳۷۹	-۰/۱۶۴
RET <sub>i,t-1</sub>	۰/۰۰۱	۳/۴۶۳	۰/۴۱۹	۰/۰۱۳	۲/۴۹۵	۰/۲۹۹
SIZE <sub>i,t-1</sub>	۰/۰۰۰	۴/۱۴۳	۰/۰۲۰	۰/۰۰۱	۳/۴۸۹	۰/۰۱۶
MBV <sub>i,t-1</sub>	۰/۰۰۳	۲/۹۷۹	۰/۰۰۴	۰/۰۰۶	۲/۷۷۸	۰/۰۰۳
LEV <sub>i,t-1</sub>	۰/۰۰۲	-۳/۱۸۹	-۰/۱۳۵	۰/۰۰۱	-۳/۲۸۵	-۰/۱۳۸
ROA <sub>i,t-1</sub>	۰/۰۰۰	-۳/۶۷۴	-۰/۲۳۳	۰/۰۰۰	-۳/۶۵۴	-۰/۲۳۰
TANG <sub>i,t-1</sub>	۰/۳۵۵	-۰/۹۲۵	-۰/۰۳۹	۰/۱۳۲	-۱/۵۰۹	-۰/۰۶۳
R <sup>2</sup> تعدیل شده	۰/۳۸۶			۰/۳۷۲		
دوربین واتسون	۱/۹۲۶			۱/۹۶۲		
F آماره	۱۰/۳۳۷			۹/۴۶۵		
احتمال آماره F	۰/۰۰۰			۰/۰۰۰		
آماره F لیمر	۴/۰۱۴			۴/۶۵۸		
سطح معنی داری	۰/۰۰۰			۰/۰۰۰		
آماره هاسمن	۱۹/۶۲۵			۳۱/۳۶۹		
سطح معنی داری	۰/۰۰۰			۰/۰۰۰		
آماره وایت	۱/۶۱۸			۰/۹۸۸		
سطح معنی داری	۰/۱۱۷			۰/۴۲۱		

تقارن اطلاعاتی بالا، کاهش می‌دهد. در نتیجه، این فرضیه در سطح معنی‌داری ۰/۰۵ مورد تأیید قرار می‌گیرد. ضریب تعیین تعدیل شده مدل‌های فرضیه دوم نشان می‌دهد که به ترتیب ۳۸/۴ و ۳۵/۶ درصد از تغییرات متغیر وابسته خطر سقوط قیمت سهام توسط متغیرهای مستقل و کنترلی قابل تبیین است. آماره دوربین و اتسون بین ۱/۵ و ۲/۵ بوده و می‌توان تأیید نمود که خطاها یا تفاوت بین مقادیر واقعی و مقادیر پیش‌بینی شده به وسیله مدل‌های رگرسیون، از یکدیگر مستقل هستند. مقدار سطح معنی‌داری F برابر با ۰/۰۰۰ و کوچکتر از ۰/۰۵ درصد می‌باشد که حاکی از معنی‌داری کل مدل است. همچنین سطح معنی‌داری آماره لیمر و هاسمن نشان دهنده استفاده از رویکرد داده‌های پانلی با استفاده از روش اثرات ثابت است. نتایج آزمون وایت نیز نشان می‌دهد که ناهمسانی واریانس بین متغیرهای پژوهش وجود ندارد. به منظور دستیابی به نتایج قوی، از شاخص نوسان هفتگی خاص نیز برای اندازه‌گیری خطر سقوط قیمت سهام استفاده گردید.

فرضیه دوم به بررسی ارتباط بین بشردوستی شرکتی و خطر سقوط قیمت سهام تحت شرایط عدم تقارن اطلاعاتی می‌پردازد. به منظور دستیابی به نتایج این فرضیه، شرکت‌های مورد بررسی با توجه به متغیر هزینه تبلیغات به شرکت‌های با هزینه تبلیغات بالا و پایین تقسیم شدند. هزینه تبلیغات بالا نشان دهنده عدم تقارن اطلاعاتی بالا می‌باشد. با توجه به نتایج به دست آمده در جدول ۴ از برآورد الگو، ضریب شاخص بشردوستی شرکت برای شرکت‌های با هزینه تبلیغات بالا و پایین به ترتیب برابر ۰/۳۳۳- و ۰/۰۸۹- است و سطح معنی‌داری آنها برابر با ۰/۰۰۰ و ۰/۰۴۱ می‌باشد. نتایج نشان می‌دهد که ارتباط بشردوستی شرکتی و خطر سقوط قیمت سهام (شاخص ضریب منفی چولگی بازده ماهانه سهام) در شرکت‌های با عدم تقارن اطلاعاتی بالا، شدیدتر از شرکت‌های با عدم تقارن اطلاعاتی پایین است. بنابراین، ضرایب منفی متغیرها نشان دهنده آن است که انجام فعالیت‌های بشردوستانه، سقوط قیمت سهام را از طریق کاهش ذخیره اخبار بد توسط مدیران در شرکت‌های با عدم

جدول ۴- نتایج آزمون فرضیه دوم پژوهش - شاخص NCSKEW

میانۀ $\leq$ هزینه تبلیغات			میانۀ $>$ هزینه تبلیغات			نام متغیرها
NCSKEW <sub>i,t</sub>			NCSKEW <sub>i,t</sub>			
Sig	t	Beta	Sig	t	Beta	
۰/۱۲۲	-۱/۵۴۸	-۰/۱۱۰	۰/۱۷۳	-۱/۳۶۵	-۰/۰۹۵	Constant
۰/۰۴۱	-۲/۰۲۵	-۰/۰۸۹	۰/۰۰۰	-۲/۵۹۵	-۰/۳۳۳	PHIL <sub>i,t-1</sub>
۰/۰۰۱	۳/۳۲۹	۰/۱۵۳	۰/۰۰۳	۲/۹۹۹	۰/۱۳۷	CRASH <sub>i,t-1</sub>
۰/۰۰۰	۴/۱۱۲	۰/۱۴۶	۰/۰۰۰	۳/۸۲۶	۰/۱۳۴	TURN <sub>i,t-1</sub>
۰/۱۳۰	-۱/۵۱۵	-۰/۱۸۲	۰/۱۱۸	-۱/۵۶۴	-۰/۱۸۵	SDRET <sub>i,t-1</sub>
۰/۰۱۱	۲/۵۳۸	۰/۳۰۷	۰/۰۰۴	۲/۹۳۱	۰/۳۵۰	RET <sub>i,t-1</sub>
۰/۰۰۱	۳/۴۵۹	۰/۰۱۶	۰/۰۰۰	۳/۶۲۵	۰/۰۱۷	SIZE <sub>i,t-1</sub>
۰/۰۰۵	۲/۷۸۹	۰/۰۰۳	۰/۰۰۷	۲/۷۱۰	۰/۰۰۳	MBV <sub>i,t-1</sub>
۰/۰۰۱	-۳/۲۱۹	-۰/۱۳۶	۰/۰۰۲	-۳/۰۶۱	-۰/۱۲۸	LEV <sub>i,t-1</sub>
۰/۰۰۱	-۳/۴۲۶	-۰/۲۱۷	۰/۰۰۱	-۳/۴۳۴	-۰/۲۱۵	ROA <sub>i,t-1</sub>
۰/۱۰۸	-۱/۶۰۹	-۰/۰۶۷	۰/۱۴۷	-۱/۴۵۱	۰/۰۶۰	TANG <sub>i,t-1</sub>
۰/۳۵۶			۰/۳۸۴			R <sup>2</sup> تعدیل شده
۱/۹۵۵			۱/۹۸۴			دوربین و اتسون
۱۰/۳۳۷			۹/۹۵۳			F آماره

میانۀ $\leq$ هزینه تبلیغات			میانۀ $>$ هزینه تبلیغات			نام متغیرها
NCSKEW <sub>i,t</sub>			NCSKEW <sub>i,t</sub>			
Sig	t	Beta	Sig	t	Beta	
	۰/۰۰۰			۰/۰۰۰		احتمال آماره F
	۴/۰۳۲			۴/۶۲۸		آماره F لیمر
	۰/۰۰۰			۰/۰۰۰		سطح معنی داری
	۱۹/۸۸۹			۲۶/۳۴۹		آماره هاسمن
	۰/۰۰۰			۰/۰۰۰		سطح معنی داری
	۱/۰۰۴			۰/۸۳۹		آماره وایت
	۰/۳۲۹			۰/۵۷۵		سطح معنی داری

جدول ۵- نتایج آزمون فرضیه دوم پژوهش - شاخص DUVOL

میانۀ $\leq$ هزینه تبلیغات			میانۀ $>$ هزینه تبلیغات			نام متغیرها
DUVOL <sub>i,t</sub>			DUVOL <sub>i,t</sub>			
Sig	t	Beta	Sig	t	Beta	
۰/۰۲۶	-۲/۲۲۵	-۰/۱۶۰	۰/۰۴۱	-۲/۰۵۱	-۰/۱۴۵	Constant
۰/۰۳۲	-۲/۱۷۶	-۰/۰۹۱	۰/۰۰۲	-۳/۱۳۸	-۰/۲۹۴	PHIL <sub>i,t-1</sub>
۰/۰۰۳	۳/۰۰۷	۰/۱۳۹	۰/۰۰۷	۲/۷۱۱	۰/۱۲۵	CRASH <sub>i,t-1</sub>
۰/۰۰۰	۳/۹۳۲	۰/۱۴۱	۰/۰۰۰	۳/۶۵۸	۰/۱۳۰	TURN <sub>i,t-1</sub>
۰/۱۳۹	-۱/۴۱۵	-۰/۱۷۰	۰/۰۲۹	-۲/۱۸۸	-۰/۲۶۲	SDRET <sub>i,t-1</sub>
۰/۰۳۴	۲/۰۰۶	۰/۲۵۵	۰/۰۰۰	۳/۸۴۶	۰/۴۶۵	RET <sub>i,t-1</sub>
۰/۰۰۰	۴/۰۳۲	۰/۰۱۹	۰/۰۰۰	۴/۲۵۸	۰/۰۲۰	SIZE <sub>i,t-1</sub>
۰/۰۰۳	۳/۰۲۷	۰/۰۰۴	۰/۰۰۴	۲/۹۱۹	۰/۰۰۳	MBV <sub>i,t-1</sub>
۰/۰۰۳	-۳/۰۳۰	-۰/۱۲۹	۰/۰۰۳	-۲/۹۸۷	-۰/۱۲۶	LEV <sub>i,t-1</sub>
۰/۰۰۰	-۳/۵۳۹	-۰/۲۲۶	۰/۰۰۱	-۳/۴۷۴	-۰/۲۲۰	ROA <sub>i,t-1</sub>
۰/۳۱۲	-۱/۰۱۲	-۰/۰۴۳	۰/۳۸۲	-۰/۸۷۶	-۰/۰۳۷	TANG <sub>i,t-1</sub>
	۰/۳۴۲			۰/۳۹۱		R <sup>2</sup> تعدیل شده
	۱/۹۲۵			۱/۹۴۶		دوربین واتسون
	۹/۵۶۲			۱۰/۶۴۹		F آماره
	۰/۰۰۰			۰/۰۰۰		احتمال آماره F
	۴/۸۵۱			۴/۹۶۷		آماره F لیمر
	۰/۰۰۰			۰/۰۰۰		سطح معنی داری
	۲۰/۳۱۷			۲۳/۷۱۳		آماره هاسمن
	۰/۰۰۰			۰/۰۰۰		سطح معنی داری
	۱/۸۲۴			۱/۸۰۵		آماره وایت
	۰/۰۵۷			۰/۰۸۶		سطح معنی داری

برابر ۰/۲۹۴- و ۰/۰۹۱- است و سطح معنی داری آنها برابر با ۰/۰۰۲ و ۰/۰۳۲ می باشد. نتایج نشان می دهد که ارتباط بشردوستی شرکتی و خطر سقوط قیمت

با توجه به نتایج به دست آمده در جدول ۵ از برآورد الگو، ضریب شاخص بشردوستی شرکت برای شرکت های با هزینه تبلیغات بالا و پایین به ترتیب

رشد تولیدات را افزایش داده و منجر به برتری تصویر تجاری نسبت به سایر شرکت‌ها شود. بنابراین بشر دوستی شرکتی به عنوان یک مکانیزم بازاریابی عمل می‌کند (لو و همکاران، ۲۰۱۰). همچنین بشردوستی شرکتی رضایت مشتریان را افزایش می‌دهد و منجر به فروش بالا و عملکرد بهتر برای شرکت شده و از این طریق ارزش شرکت را افزایش می‌دهد. از این رو هدف پژوهش حاضر، بررسی ارتباط بین بشر دوستی شرکتی و خطر سقوط قیمت سهام تحت شرایط عدم تقارن اطلاعاتی می‌باشد. برای اندازه‌گیری بشر دوستی شرکتی از معیار کمک‌های نقدی و غیرنقدی استفاده شده است همچنین جهت اندازه‌گیری خطر سقوط قیمت سهام دو شاخص ضریب منفی چولگی بازده ماهانه سهام و نوسان بازده هفتگی خاص استفاده گردید. نتایج نشان داد که بشر دوستی منجر به کاهش خطر سقوط قیمت سهام می‌شود. بدین ترتیب فعالیت‌های خیرخواهانه منجر به ایجاد یک تصویر مطلوب از شرکت می‌شود و اعتماد سرمایه‌گذاران و مشتریان به شرکت افزایش می‌یابد و میزان اخبار بد در شرکت کاهش می‌یابد. با چنین رویکردی شرکت‌ها اخبار خوب را به بازار انتشار می‌دهند که نتیجه آن رضایت سرمایه‌گذاران و سهامداران است. با ورود اطلاعات خوب قیمت سهام رو به بالا افزایش می‌یابد و نتیجه آن رشد قیمت‌ها در دوره‌های آتی است. رشد قیمت سهام با افزایش ارزش شرکت و کاهش سقوط قیمت‌ها همراه خواهد بود. در نتیجه در شرکت‌هایی که اقدامات بشر دوستانه انجام می‌پذیرد، خطر سقوط قیمت سهام به طور قابل ملاحظه‌ای کاهش می‌یابد. نتایج موافق یافته‌های گائو و همکاران (۲۰۱۲)؛ کیم و همکاران (۲۰۱۴)؛ ژانگ و همکاران (۲۰۱۵)؛ ایاتریدیس (۲۰۱۵) و چن و همکاران (۲۰۱۵) می‌باشد. همچنین شرکت‌های مورد نظر با توجه به شاخص فرصت‌های رشد به شرکت‌های با عدم تقارن اطلاعاتی بالا و پایین تقسیم شدند. فرصت‌های رشد بالا حاکی از عدم تقارن اطلاعاتی بالا است. نتایج نشان داد که ارتباط منفی بشردوستی شرکتی و خطر سقوط

سهام (شاخص نوسان بازده هفتگی خاص) در شرکت‌های با عدم تقارن اطلاعاتی بالا، شدیدتر از شرکت‌های با عدم تقارن اطلاعاتی پایین است. بنابراین، ضرایب منفی متغیرها نشان دهنده آن است که انجام فعالیت‌های بشردوستانه، سقوط قیمت سهام را از طریق کاهش ذخیره اخبار بد توسط مدیران در شرکت‌های با عدم تقارن اطلاعاتی بالا، کاهش می‌دهد. در نتیجه، این فرضیه در سطح معنی‌داری ۰/۰۵ مورد تأیید قرار می‌گیرد. ضریب تعیین تعدیل شده مدل‌های فرضیه دوم نشان می‌دهد که به ترتیب ۳۹/۱ و ۳۴/۲ درصد از تغییرات متغیر وابسته خطر سقوط قیمت سهام توسط متغیرهای مستقل و کنترلی قابل تبیین است. آماره دوربین واتسون بین ۱/۵ و ۲/۵ بوده و می‌توان تایید نمود که خطاها یا تفاوت بین مقادیر واقعی و مقادیر پیش‌بینی شده به وسیله مدل‌های رگرسیون، از یکدیگر مستقل هستند. مقدار سطح معنی داری  $F$  برابر با ۰/۰۰۰ و کوچکتر از ۰/۰۵ درصد می‌باشد که حاکی از معنی‌داری کل مدل است. همچنین سطح معنی‌داری آماره لیمر و هاسمن نشان دهنده استفاده از رویکرد داده‌های پانلی با استفاده از روش اثرات ثابت است. نتایج آزمون وایت نیز نشان می‌دهد که ناهمسانی واریانس بین متغیرهای پژوهش وجود ندارد.

## ۷- نتیجه‌گیری و بحث

رشد قابل توجه کمک‌های خیریه در سراسر جهان بیش از چند دهه گذشته، بشردوستی شرکتی را به عنوان یک ابزار مسئولیت‌پذیری تبدیل کرده است به طوری که بشردوستی شرکتی یکی از ابعاد مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت‌ها محسوب می‌شود. در نتیجه، یکی از موضوعات حاکم در کسب و کار فعالیت‌های خیرخواهانه از سوی شرکت‌ها است. اکثر محققان معتقدند که شرکت‌ها از طریق منتفع کردن جامعه، نفع می‌برند. تحقیقات قبلی، نشان می‌دهد که بشردوستی شرکتی بطور مثبتی ارزش شرکت را تحت تأثیر قرار می‌دهد. ابتدا بشردوستی شرکتی می‌تواند

تهران، مدیریت *دارایی و تأمین مالی*، دوره ۳، شماره ۴، ص ۲۰-۱.

\* خدارحمی، بهروز، فروغ نژاد، حیدر. شریفی، محمد جواد. طالبی، علیرضا. (۱۳۹۵). تأثیر عدم تقارن اطلاعاتی بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مدیریت *دارایی و تأمین مالی*، دوره ۴، شماره ۳، صص ۳۹-۵۸.

\* عباسی، ابراهیم. شهرتی، علی. قدک فروشان، مریم. (۱۳۹۳). بررسی تأثیر محافظه‌کاری حسابداری بر خطر ریزش سهام در شرایط عدم تقارن اطلاعاتی در بورس اوراق بهادار تهران، *دانش حسابداری*، سال پنجم، شماره ۱۹، ص ۱۴۱-۱۶۲.

\* فغانی ماکروانی، خسرو. حیدری رستمی، کرامت اله. امین. وحید. (۱۳۹۵). بررسی رابطه میان مسئولیت‌پذیری اجتماعی و ریسک کاهش قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، *دانش حسابداری*، دوره ۵، شماره ۱۹، صص ۲۴۸-۲۶۹.

\* موسوی، سید احمد. رضایی، فرزین. شاو ویسی، فرهاد. (۱۳۹۵). تبیین ایفای مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت‌ها و تأثیر آن بر ریسک سقوط قیمت سهام، *دانش حسابداری مالی*، دوره ۳، شماره ۳، صص ۴۷-۷۴.

\* Aggarwal, R., M. Evans and D. Nanda (2012), "Nonprofit Boards: Size, Performance and Managerial Incentives", *Journal of Accounting and Economics*, 53 (1-2), pp. 466-487.

\* Ben-Nasr, H. Bouslimi, L. and Zhong, R, (2017). Do Innovations Hoard Bad News? Evidence from Firm Stock Price Crash Risk. [www.ssrn.com/abstract=2485754](http://www.ssrn.com/abstract=2485754).

\* Bereskin. F. L. Hsu. P. H. (2016). Corporate Philanthropy and Innovation: The Case of the Pharmaceutical Industry, *Journal of Applied Corporate Finance*, 28 (2): 80-86.

\* Berman, S., A. Wicks, S. Kotha and T. Jones (1999), "Does Stakeholder Orientation Matter? The Relationship between Stakeholder Management Models and Firm

قیمت سهام در شرکت‌های با عدم تقارن اطلاعاتی بالا شدید است. بدین معنا، که اقدامات خیرخواهانه از طریق کاهش تضاد منافع بین مدیران و سهامداران منجر به کاهش نوسانات قیمتی و در نتیجه کاهش خطر سقوط قیمت سهام می‌شود در حالی که ارتباط معنی‌داری بین فعالیت‌های بشر دوستانه و خطر سقوط قیمت سهام در شرکت‌های با عدم تقارن اطلاعاتی وجود نداشت. نتایج سازگار با یافته‌های چنگ و همکاران (۲۰۱۴)؛ دالیوال و همکاران (۲۰۱۴)؛ کیم و همکاران (۲۰۱۴) ژانگ و همکاران و لیو (۲۰۱۶) می‌باشد.

نتایج نشان می‌دهد که سطوح بالای مخارج بشردوستی، شهرت و اعتبار بالا را برای شرکت‌ها در بین ذینفعان ایجاد می‌کند. بنابراین بشردوستی ریسک از دست دادن شهرت و منافع ارزشمند ذینفعان را کاهش می‌دهد و یک نوع بیمه برای حفاظت از شرکت محسوب می‌شود. از این رو به شرکت‌ها توصیه می‌شود که به منظور برخورداری از تصویر تجاری مطلوب، همچنین برای جذب سهامداران و در نتیجه افزایش ارزش شرکت به فعالیت‌های بشردوستانه روی آورند زیرا مطابق نتایج، فعالیت‌های خیرخواهانه دیدگاه مثبتی از شرکت را نزد ذینفعان می‌آفریند و این اقدام جهت کاهش نوسانات قیمت و ثبات اقتصادی موثر است. همچنین به مدیران پیشنهاد می‌شود که شرایطی را ایجاد نمایند تا بتوانند کنترل اجتماعی شرکت را بهبود بخشند، زیرا رضایت سهامداران و مشتریان شرط اصلی بقای شرکت است و مدیران با تصمیم‌گیری‌های بهینه در زمینه فعالیت‌های خیرخواهانه می‌توانند علاوه بر افزایش ارزش بازار، بقای شرکت را برای آینده تضمین کنند.

### فهرست منابع

\* تنانی، محسن. صدیقی، علیرضا. امیری، عباس. (۱۳۹۴). بررسی نقش سازوکارهای حاکمیت شرکتی در کاهش ریسک ریزش قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار

- subsequent stock price crash Risk. Working Paper.
- \* Galaskiewicz, J. (1997), "An Urban Grants Economy Revisited: Corporate Charitable Contributions in the Twin Cities, 1979-81, 1987-89", *Administrative Science Quarterly*, 42 (3), pp. 445-471.
  - \* Gao, F., Faff, R., & Navissi, F. (2012). Corporate philanthropy: Insights from the 2008 Wenchuan Earthquake in China. *Pacific-Basin Finance Journal*, 20(3), 363–377.
  - \* Godfrey, P. C., Merrill, C. B., & Hansen, J. M. (2009). The relationship between corporate social responsibility and shareholder value: An empirical test of the risk management hypothesis. *Strategic Management Journal*, 30(4), 425–445.
  - \* Gordon, T. and S. Khumawala (1999), "The Demand for Nonprofit Financial Statements: A Model for Individual Giving", *Journal of Accounting Literature*, 18, pp. 31-56.
  - \* Goss, A., & Roberts, G. S. (2011). The impact of corporate social responsibility on the cost of bank loans. *Journal of Banking & Finance*, 35(7), 1794–1810.
  - \* Griffin, J. J., & Mahon, J. F. (1997). The corporate social performance and corporate financial performance debate: Twenty-five years of incomparable research. *Business and Society*, 36(1), 5–31.
  - \* Hong, H., & Stein, J. C. (2003). Differences of opinion, short-sales constraints, and market crashes. *Review of Financial Studies*, 16(2), 487–525.
  - \* Hutton, A. P., Marcus, A. J., & Tehranian, H. (2009). Opaque financial reports, R2, and crash risk. *Journal of Financial Economics*, 94(1), 67–86.
  - \* Iatridis, G.E., (2015). Corporate Philanthropy in the US Stock Market: Evidence on Corporate Governance, Value Relevance and Earnings Manipulation, *International Review of Financial Analysis*, 39 (3): 113-126.
  - \* Jin, L., & Myers, S. C. (2006). R2 around the world: New theory and new tests. *Journal of Financial Economics*, 79(2), 257–292.
  - \* Joseph, K., Wintoki, M.B. (2013). Advertising investments, information asymmetry, and insider gains. *Journal of Empirical Finance*. 22 (1): 1-5.
  - \* Kim, J., & Zhang, L. (2015). Accounting conservatism and stock price crash risk: Financial Performance", *Academy of Management Journal*, 42 (5), pp. 488-506.
  - \* Boatsman, J. and S. Gupta (1996), "Taxes and Corporate Charity: Empirical Evidence from Micro-Level Panel Data", *National Tax Journal*, 49, pp. 193-213.
  - \* Buchholtz, A., A. Amason and M. Rutherford (1999), "Beyond Resources: The Mediating Effects of Top Management Discretion and Values on Corporate Philanthropy", *Business & Society*, 38 (2), pp. 167-187.
  - \* Campbell, J. Y., & Hentschel, L. (1992). No news is good news: An asymmetric model of changing volatility in stock returns. *Journal of Financial Economics*, 31(3), 281–318.
  - \* Carroll, A. (1991), "The Pyramid of Corporate Social Responsibility: Toward the Moral Management of Organizational Stakeholders", *Business Horizons*, 34 (4), pp. 39-48.
  - \* Chen, D. Jiang, D. Yu, X. (2015). Corporate philanthropy and bank loans in China, *Pacific-Basin Finance Journal*, 35 (March): 1-23.
  - \* Chen, J., Hong, H., & Stein, J. C. (2001). Forecasting crashes: Trading volume, past returns, and conditional skewness in stock prices. *Journal of Financial Economics*, 61(3), 345–381.
  - \* Cheng, B., Ioannou, I., & Serafeim, G. (2014). Corporate social responsibility and access to finance. *Strategic Management Journal*, 35(1), 1–23.
  - \* DeFond, M., Hung, M., Li, S., & Li, Y. (2015). Does mandatory IFRS adoption affect crash risk. *The Accounting Review*, 90(1), 265–299.
  - \* Dhaliwal, D., Li, O. Z., Tsang, A., & Yang, Y. G. (2014). Corporate social responsibility disclosure and the cost of equity capital: The roles of stakeholder orientation and financial transparency. *Journal of Accounting and Public Policy*, 33(4), 328–355.
  - \* Edwards, F. R. (1988). Studies of the 1987 stock market crash: Review and appraisal. *Journal of Financial Services Research*, 1(3), 231–251.
  - \* El Ghouli, S., Guedhami, O., Kwok, C. C. Y., & Mishra, D. R. (2011). Does corporate social responsibility affect the cost of capital? *Journal of Banking & Finance*, 35(9), 2388–2406.
  - \* Francis, B., Hasan, I., & Li, L. (2011). Firms' real earnings management and



- Political Legitimacy”, *Journal of Business Ethics*, 27 (4), pp. 363-375.
- \* Seifert, B., Morris, S. A., & Bartkus, B. R. (2003). Comparing big givers and small givers: Financial correlates of corporate philanthropy. *Journal of Business Ethics*, 45(3), 195–211.
  - \* Su, J., & He, J. (2010). Does giving lead to getting? Evidence from Chinese Private Enterprises. *Journal of Business Ethics*, 93(1), 73–90.
  - \* Waddock, S. and S. Graves (1997), “The Corporate Social Performance-Financial Performance Link”, *Strategic Management Journal*, 18 (4), pp. 303-319.
  - \* Ye, K., & Zhang, R. (2011). Do lenders value corporate social responsibility? Evidence from China. *Journal of Business Ethics*, 104(2), 197–206.
  - \* Zhang, M. Xie, L. Xu, H. (2015). Corporate Philanthropy and Stock Price Crash Risk: Evidence from China, *Journal of Business Ethics*, 3 (2): 1-23.

#### یادداشت‌ها

<sup>1</sup>. Corporate philanthropy

<sup>2</sup>. Investors' heterogeneous beliefs

- Firm-level evidence. *Contemporary Accounting Research*, 33 (1):412-441.
- \* Kim, J., Li, Y., & Zhang, L. (2011a). CFOs versus CEOs: Equity incentives and crashes. *Journal of Financial Economics*, 101(3), 713–730.
  - \* Kim, Y. Li, H. Li, S. (2014). Corporate social responsibility and stock price crash risk, *Journal of Banking & Finance*, 43 (June): 1-13.
  - \* Kim, Y., Li, H., & Li, S. (2014b). Corporate social responsibility and stock price crash risk. *Journal of Banking & Finance*, 43, 1–13.
  - \* Lee, D. D., & Faff, R. W. (2009). Corporate sustainability performance and idiosyncratic risk: A global perspective. *The Financial Review*, 44(2), 213–237.
  - \* Lee, M.T. (2016) Corporate social responsibility and stock price crash risk: Evidence from an Asian emerging market, *Managerial Finance*, Vol. 42 Iss: 10, pp.963 – 979.
  - \* Lev, B., & De Villiers, M. (1994). Stock price crashes and 10b-5 damages: A legal, economic, and policy analysis. *Stanford Law Review*, 47(1), 7–37.
  - \* Margolis, J. and J. Walsh. 2003. “Misery Loves Companies: Rethinking Social Initiatives by Business”, *Administrative Sciences Quarterly*, 48: pp. 268-305.
  - \* Marquis, C., M. Glynn and G. Davis (2007), “Community Isomorphism and Corporate Social Action”, *Academy of Management Review*, 32, pp. 925-945.
  - \* Mescon, T. and D. Tilson (1987), “Corporate Philanthropy: A Strategic Approach to the Bottom-Line”, *California Management Review*, 29 (2), pp. 49-61.
  - \* O’Neill, H., C. Saunders and A. McCarthy (1989), “Board Members, Corporate Social Responsiveness and Profitability: Are Tradeoffs Necessary?”, *Journal of Business Ethics*, 8 (5), pp. 353-357.
  - \* Orlitzky, M., F. Schmidt and S. Rynes (2003), “Corporate Social and Financial Performance: A Meta-Analysis”, *Organization Studies*, 24 (3), pp. 403-441.
  - \* Pelozo, J., & Shang, J. (2011). How can corporate social responsibility activities create value for stakeholders? A systematic review. *Journal of the Academy of Marketing Science*, 39(1), 117–135.
  - \* Sanchez, C. (2000), “Motives for Corporate Philanthropy in El Salvador: Altruism and