

The mechanism of how social responsibility, risk and corporate governance affect cash holdings

Chakameh Delpasand

Ph.D. Candidate of accounting, Faculty of Economics and Administrative Sciences, Ferdowsi University, Mashhad, Iran

Farzaneh nasirzadeh

Associate Prof, Faculty of Economics and Administrative Sciences, Ferdowsi University, Mashhad, Iran

Reza hesarzadeh

Associate Prof, Faculty of Economics and Administrative Sciences, Ferdowsi University, Mashhad, Iran

Abstract

In this study we attempt to investigate the effects of corporate social responsibility, risk and corporate governance on cash holdings using structural equation modeling (path analysis) for panel data. The indirect effect of corporate social responsibility on cash holdings through mediation variables such as risk (systematic and non-systematic) and corporate governance (institutional shareholders, major shareholders and board independence) are also measured. In order to test the hypotheses, we used the structural equation modeling for panel data with R software. Then, according to the obtained coefficients, the mediation roles and their effect are investigated by the Sobel test. Using 606 firm-year observations of companies listed in Tehran Stock Exchange over the period 2011-2017. We established that systematic risk, institutional shareholders and board independence have a significant effect on cash holdings. Also, we found that corporate social responsibility does not have a significant direct effect on cash holdings, but the indirect effect of corporate social responsibility on cash holdings through systematic risk is significant.

Key words: corporate cash holding, corporate social responsibility, risk, corporate governance, structural equation modeling.

پژوهش‌های حسابداری مالی
سال دهم، شماره چهارم، پیاپی (۳۸)، زمستان ۱۳۹۸
تاریخ وصول: ۱۳۹۷/۰۹/۱۹
تاریخ بازنگری: ۱۳۹۷/۱۲/۰۹
تاریخ پذیرش: ۱۳۹۸/۰۴/۰۳
صص: ۷۸-۵۹

ساز و کار اثرگذاری مسئولیت‌پذیری اجتماعی، ریسک و حاکمیت شرکتی بر نگهداشت وجه نقد: رویکرد مدلسازی معادلات ساختاری

چکامه دلپسند*، فرزانه نصیرزاده**، رضا حصارزاده***

*دانشجوی دکتری حسابداری، دانشکده علوم اقتصادی و اداری، دانشگاه فردوسی، مشهد، ایران

mc.delpasand@mail.um.ac.ir

**دانشیار گروه حسابداری، دانشکده علوم اقتصادی و اداری، دانشگاه فردوسی، مشهد، ایران

nasirzadeh@um.ac.ir

***دانشیار گروه حسابداری، دانشکده علوم اقتصادی و اداری، دانشگاه فردوسی، مشهد، ایران

reza_hesarzadeh@yahoo.com

چکیده

هدف اصلی پژوهش حاضر بررسی تأثیر مسئولیت‌پذیری اجتماعی، ریسک و حاکمیت شرکتی بر نگهداشت وجه نقد با استفاده از مدلسازی معادلات ساختاری (تحلیل مسیر) مختص داده‌های پانلی است. همچنین اثر غیر مستقیم مسئولیت‌پذیری اجتماعی بر نگهداشت وجه نقد از طریق متغیرهای میانجی ریسک و حاکمیت شرکتی نیز با استفاده از روش سوپل مورد سنجش قرار گرفت. برای دستیابی به این هدف، تعداد ۱۰۱ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۹ الی ۱۳۹۵ و با استفاده از نرم افزار R مورد بررسی قرار گرفت. نتایج نشان داد که ریسک سیستماتیک، درصد سهام‌دارن نهادی و استقلال هیئت‌مدیره تأثیر معناداری بر نگهداشت وجه نقد دارند. در مقابل، مسئولیت‌پذیری اجتماعی به طور مستقیم اثر معناداری بر نگهداشت وجه نقد ندارد، اما با توجه به تأیید نقش میانجی‌گری ریسک سیستماتیک، اثر غیرمستقیم مسئولیت‌پذیری اجتماعی بر نگهداشت وجه نقد از طریق ریسک سیستماتیک معنادار می‌باشد.

واژه‌های کلیدی: نگهداشت وجه نقد، مسئولیت‌پذیری اجتماعی، ریسک، حاکمیت شرکتی، سیستم معادلات ساختاری.

۱. مقدمه

وجوه نقد از منابع حیاتی در هر واحد انتفاعی است و به عقیده نگوین [۵۳] مهم‌ترین مؤلفه نقدینگی است؛ به طوری که تداوم فعالیت و تحقق اهداف را آسان و امکان‌پذیر می‌کند. توجه روزافزون به سطح نگهداشت وجه نقد، ناشی از این واقعیت است که شرکت‌ها مقادیر بااهمیتی از وجه نقد را در ترازنامه خود گزارش می‌کنند [۴۷]؛ درحالی که باید در سطحی نگهداری شوند که بین هزینه نگهداری وجه نقد و هزینه وجه نقد ناکافی تعادل برقرار شود [۳۲].

اهمیت نقدینگی تا حدی است که شرکت‌هایی با سودآوری پایین یا حتی غیرسودآور، تا مدت‌ها می‌توانند به فعالیت خود ادامه دهند؛ اما تداوم فعالیت شرکت‌های بدون نقدینگی، بسیار دشوار است. بنابراین، مطالعه عوامل مؤثر بر سطح نگهداشت وجه نقد اهمیت زیادی دارد و پژوهش‌های زیادی نیز این عوامل را شناسایی کرده‌اند؛ اما در ادبیات موجود به عوامل غیرمالی مؤثر بر سطح نگهداشت وجه نقد توجه نشده است. از جمله مهم‌ترین عوامل غیرمالی مؤثر بر نگهداشت وجه نقد شرکت‌ها، میزان مسئولیت‌پذیری اجتماعی آنهاست و امروزه شاهد آن هستیم که سهام‌داران و اعتباردهندگان علاوه بر ابعاد مالی، به تعهدات واحدهای تجاری در زمینه مسئولیت اجتماعی و افشای آن بیش از پیش توجه دارند [۳]. به عبارت دیگر، مسئولیت‌پذیری اجتماعی در واکنش سرمایه‌گذاران نسبت به شرکت نقش مهمی دارد؛ از این رو بر عملکرد مالی شرکت‌ها و سطح نگهداشت وجه نقد اثرگذار است.

همچنین، شرکت‌ها با مشارکت در فعالیت‌های مسئولیت اجتماعی، به نگهداری یا تقویت روابط

خود با ذی‌نفعان 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 [۱۴]. همچنین، همان‌طور که وانگ و جائو [۶۲] بیان کردند، در فضای رقابت، اعتبار و سهم‌شان در بازار فزونی می‌یابد. این موضوع باعث شده است شرکت‌های مسئولیت‌پذیر، توانایی مقاومت و انعطاف‌پذیری بیشتری در رویارویی با رویدادهای غیرمنتظره و بحران‌های خارجی و داخلی پیدا کنند و در نتیجه، کمتر با نوسانات عرضه و تقاضا مواجه شوند [۵۰]؛ بنابراین، انتظار می‌رود مسئولیت‌پذیری اجتماعی با تأثیر خود بر نوسانات عرضه و تقاضا و نوسانات جریان‌های نقدی آینده، عامل مؤثری بر ریسک غیرسیستماتیک و سطح نگهداشت وجه نقد باشد.

از سویی دیگر، وجود سرمایه اجتماعی باعث علاقه سرمایه‌گذاران و وفاداری آنان نسبت به شرکت می‌شود؛ به طوری که سرمایه‌گذاری در این شرکت‌ها را دارایی مصرفی - نه دارایی سرمایه‌ای - تلقی می‌کنند و به دلیل مطلوبیتی که برایشان ایجاد می‌شود، تصمیم به نگهداری آن می‌گیرند [۳۱]؛ بنابراین، انتظار می‌رود شرکت در برابر ریسک سیستماتیک مقاومت کند. بیستس و همکاران [۱۷] دریافتند ریسک‌های سیستماتیک و غیرسیستماتیک نیز به تنهایی با اثرگذاری بر انگیزه‌های معاملاتی و احتیاطی، با وجه نقد رابطه مستقیم دارند.

بنا بر آنچه ذکر شد، هدف این پژوهش، بررسی تأثیر مسئولیت‌پذیری اجتماعی بر سطح نگهداشت وجه نقد است و ریسک سیستماتیک و غیرسیستماتیک نیز از حیث نقش میانجی‌گری بررسی می‌شود.

برآورد ضرایب مسیرها و معادلات بین متغیرها نیز به‌طور هم‌زمان میسر است. همچنین، در این روش برای مجموع مدل‌ها یک سطح معناداری کلی در نظر گرفته می‌شود و شاخص‌های برازش کلی مدل برای تمام مدل‌ها به‌صورت یک‌جا به دست می‌آید [۱۰]؛ درحالی‌که در رگرسیون خطی به‌ازای هر مدل، یک سطح معناداری در نظر گرفته می‌شود و هر متغیر در یک مدل فقط یکی از نقش‌های مستقل یا وابسته را دارد و نمی‌تواند هم‌زمان مستقل و وابسته باشد.

۲. مبانی نظری و پیشینه پژوهش

تضاد در سیاست‌های نگهداشت وجه نقد در طول زمان باعث شد مدیران به دنبال سطح بهینه‌ای از موجودی‌های نقدی باشند؛ به عبارت دیگر، مدیران برای میزان نقدینگی انتهای یک دوره، برنامه‌ریزی و برای رسیدن به آن تلاش می‌کنند [۹].

ادبیات نگهداری وجه نقد نیز به دو انگیزه معاملاتی و احتیاطی بیشتر توجه قرار می‌کند. مطابق با انگیزه معاملاتی، شرکت‌هایی که با کاهش منابع داخلی مواجه می‌شوند، از طریق فروش دارایی‌ها، انتشار سهام جدید، استقراض یا کاهش سود تقسیمی تأمین مالی می‌کنند؛ اما به‌کارگیری این استراتژی‌ها نیازمند هزینه‌هایی است. در نتیجه، شرکت‌هایی که برای پرداخت‌های خود با هزینه‌های بالای معاملاتی مواجه‌اند، دارایی‌های نقد بیشتری نگهداری می‌کنند [۶۱]. انگیزه احتیاطی نیز در موارد مقابله با ریسک کمبود نقدینگی، استفاده از فرصت‌های تجاری و اجتناب از ورشکستگی ایجاد می‌شود. براساس این، شرکت‌ها موجودی‌های نقدی را برای مواجهه با وقایع پیش‌بینی‌نشده نگهداری می‌کنند و در صورتی که هزینه سایر منابع تأمین مالی بسیار زیاد باشد، برای تأمین مالی سرمایه‌گذاری‌های خود از موجودی‌های نقدی نگهداری شده استفاده می‌کنند.

در این پژوهش علاوه بر ریسک، نقش میانجی‌گری حاکمیت شرکتی نیز بررسی می‌شود؛ زیرا طبق تئوری نمایندگی، وجود حاکمیت شرکتی قوی مانع می‌شود که مدیران برای افزایش منافع شخصی خود و به بهای از دست رفتن منافع سهام‌داران، وجه نقد زیادی را نگهداری کنند؛ در نتیجه، هزینه فرصتی ناشی از بازده کمتر وجه نقد نسبت به سایر دارایی‌ها و هزینه نمایندگی مرتبط با نظارت، به سهام‌دارن تحمیل می‌شود [۴۹]. در پژوهش‌های موجود، متغیرهایی که ممکن است در ارتباط بین مسئولیت‌پذیری اجتماعی و سطح نگهداشت وجه نقد، نقش میانجی داشته باشند و اثرات مسئولیت‌پذیری اجتماعی را بر نگهداشت وجه نقد انتقال دهند، بررسی نشده‌اند. در این پژوهش، تأثیر غیرمستقیم مسئولیت‌پذیری اجتماعی بر نگهداشت وجه نقد از طریق متغیرهای میانجی ریسک سیستماتیک، ریسک غیرسیستماتیک و حاکمیت شرکتی بررسی شده است.

دست‌آورد پژوهش حاضر را می‌توان بررسی هم‌زمان تأثیر مستقیم و غیرمستقیم مسئولیت‌پذیری اجتماعی بر نگهداشت وجه نقد با استفاده از رویکرد معادلات ساختاری و روش سوبل دانست. باید متذکر شد رویکرد معادلات ساختاری، مزایای متعددی نسبت به تخمین رگرسیون خطی چندگانه دارد؛ از جمله امکان به‌کارگیری روابط چندگانه مربوط به هریک از متغیرهای وابسته. مدل‌سازی معادلات ساختاری در پژوهش‌هایی به کار می‌رود که متغیرهای وابسته ممکن است در نقش متغیر مستقل نیز باشند [۱] و این روش قادر است مجموعه‌ای از معادلات رگرسیون چندگانه را با تعیین مدل ساختاری استفاده‌شده به‌طور هم‌زمان پیش‌بینی کند؛ بنابراین، در معادلات ساختاری، تأثیر متغیرها به‌طور هم‌زمان در هر دو نقش مستقل و وابسته بررسی می‌شود و در نتیجه،

تئوری‌های مختلفی از جمله تئوری سلسله مراتبی، مبادله‌ای (موازنه)، جریان نقد آزاد و نمایندگی مطرح شده است که هر کدام، عوامل مؤثر بر نگهداری وجه نقد و چگونگی آن را بررسی می‌کنند. مطابق با تئوری مبادله‌ای، شرکت‌ها یک سطح مطلوب از نگهداری وجه نقد را به‌عنوان توازن بین منافع و هزینه‌های نگهداری وجه نقد نگهداری می‌کنند [۹]. در حقیقت، این تئوری بیان می‌کند شرکت‌ها سطح بهینه نگهداشت وجه نقد خود را با استفاده از توازن بین هزینه‌ها و منافع نهایی نگهداری وجه نقد تعیین می‌کنند [۲۸].

بر اساس تئوری سلسله مراتبی، شرکت‌ها منابع داخلی تأمین مالی را به منابع خارجی ترجیح می‌دهند؛ زیرا افراد درون شرکت اطلاعات بهتری نسبت به سهام‌داران دارند و اگر منابع داخل شرکت برای تأمین مالی برنامه‌های سرمایه‌گذاری بهینه کافی نباشد و عدم تقارن اطلاعاتی نیز مانع شود، مدیران ممکن است مجبور به صرف نظر کردن از طرح‌های سودآور شوند. در این حالت، وجه نقد بسیار ارزشمند است و تنها فرصت برای انتشار سهام، بدون از دست دادن ارزش بازار، زمانی رخ می‌دهد که عدم تقارن اطلاعاتی وجود نداشته یا بسیار کم باشد [۲۸].

تئوری جریان نقد آزاد از دیگر تئوری‌هایی است که در تبیین ویژگی‌های شرکتی و عوامل مؤثر بر مانده وجه نقد استفاده شده است. جریان نقد آزاد، جریان نقدی است که مازاد بر آنچه برای تأمین مالی حاوی خالص ارزش فعلی مثبت لازم است، باقی می‌ماند. مطابق با این تئوری، وجوه نقد داخلی بیشتر به مدیران اجازه می‌دهد تا از کنترل بازار اجتناب کنند. پرداخت به سهام‌داران از قدرت مدیران می‌کاهد

و نیز ممکن است در صورت نیاز به تأمین سرمایه به کمک بازارهای سرمایه، کنترل و نظارت شوند. به همین دلیل، مدیران با وجه نقد شرکت فعالیت می‌کنند تا مجبور به ارائه اطلاعات تفصیلی به بازار سرمایه نشوند؛ هرچند ممکن است سرمایه‌گذاری‌هایی را انجام دهند که اثر منفی بر ثروت سهام‌داران داشته باشد [۴۴].

در تئوری نمایندگی نیز بین طرفین قرارداد، تضادهایی به وجود می‌آید که در توجیه رفتار نگهداشت وجه نقد توسط مدیریت به کار می‌رود [۹]. به بیانی دیگر، مشکلات نمایندگی یکی از مهم‌ترین عوامل تعیین‌کننده نگهداشت وجه نقد شرکت‌هاست.

مسئولیت‌پذیری اجتماعی شامل عملکردها، فرایندهای سازمانی و تعهدات پذیرفته‌شده یک شرکت در قبال اجتماع یا ذی‌نفعانش است [۳۶]. امروزه عملکرد یک سازمان از نظر تأثیر آن بر جامعه، عامل مهمی در سنجش عملکرد کلی سازمان و توانایی آن برای ادامه فعالیت به شمار می‌آید. مسئولیت‌پذیری اجتماعی فعالیت‌هایی است که به‌منظور پیشرفت بعضی اهداف اجتماعی انجام می‌شوند که فراتر از اهداف مالی اند [۴۶].

آنتونی و ساکونی [۱۴] دریافتند شرکت‌ها با مشارکت در فعالیت‌های مرتبط با مسئولیت اجتماعی، اقدام به تقویت روابط خود با ذی‌نفعان داخلی و خارجی در قالب ایجاد اعتبار در میان مشتریان، ایجاد مطلوبیت و اطمینان در سرمایه‌گذاران، ایجاد اعتماد در تأمین‌کنندگان و در نهایت، ایجاد مشروعیت و یک تصویر اجتماعی قوی در جامعه می‌کنند. طبق نظر پالازو [۵۷]، این سرمایه اجتماعی بر نگرش و رفتار ذی‌نفعان اثر می‌گذارد و با ایجاد حسن نیت، یک

سیستماتیک قرار خواهد گرفت. همچنین، ریسک سیستماتیک، نوعی بی‌اطمینانی در خصوص جریان‌های نقدی آینده را به دنبال دارد و شرکت‌هایی که با بی‌اطمینانی در خصوص جریان‌های نقدی مواجه شوند، وجه نقد بیشتری نگهداری می‌کنند [۵۴، ۵۹] و نگهداشت وجه نقد به‌عنوان ابزاری حفاظتی در برابر نوسان‌های جریان‌های وجوه نقد در شرایط ریسک استفاده می‌شود [۱۲، ۱۳]. بنابراین، ادعا می‌شود ریسک سیستماتیک بر نگهداشت وجه نقد اثرگذار است و انتظار می‌رود مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت‌ها با تأثیری که بر ریسک سیستماتیک دارد، به‌طور غیرمستقیم بر نگهداشت وجه نقد اثرگذار باشد.

چن و همکاران [۲۲] معتقدند مکانیزم‌های نظارتی حاکمیت شرکتی از عوامل مهم اثرگذار بر سطح نگهداشت وجه نقد شرکت‌ها هستند و حتی ارتباط بین مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت‌ها و نگهداشت وجه نقد را تقویت یا تضعیف می‌کنند. مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت‌ها در کاهش مشکلات نمایندگی مرتبط با تصمیمات نگهداشت وجه نقد مؤثر است و در نتیجه، هرچه حاکمیت شرکتی قوی‌تر باشد، هزینه‌های نمایندگی و سطح نگهداشت وجه نقد کمتر خواهد بود. سرمایه‌گذاران نهادی وقتی دربارهٔ حفظ یا انتقال سهام‌شان در یک شرکت معین تصمیم می‌گیرند، از افشای مسئولیت‌های اجتماعی همچون یک منبع اطلاعاتی مهم استفاده می‌کنند و باعث می‌شوند مدیران برای جذب سرمایه‌گذاران، هنگام تهیهٔ گزارش سالانهٔ شرکت، به افشای مسئولیت‌پذیری اجتماعی به‌عنوان ابزاری مؤثر نگاه کنند [۵۹]. مدیران غیرموظف نیز با بهبود افشای اختیاری، شانس رفتار فرصت‌طلبانه را از سهام‌دار عمده سلب می‌کنند [۳۰]. چن و همکاران

شبکهٔ ایمنی را در برابر آسیب‌های ناشی از اخبار بد ایجاد می‌کند. همچنین، لو و باتاچاریا [۵۰] استدلال می‌کنند مسئولیت‌پذیری اجتماعی نوعی مزیت رقابتی است و شرکت را در برابر تلاش‌های رقبا و شوک‌های بیرونی محافظت می‌کند؛ در نتیجه، نوسانات جریان‌های نقدی آتی و ریسک غیرسیستماتیک کاهش خواهد یافت. بی‌تس و همکاران [۱۷] نیز دریافتند ریسک غیرسیستماتیک با وجه نقد رابطهٔ مستقیم دارد؛ زیرا طبق انگیزهٔ احتیاطی، شرکت‌ها در دوران سخت برای کاهش احتمال بحران مالی، اقدام به نگهداری وجوه نقد می‌کنند و انگیزهٔ احتیاطی برای نگهداشت وجه نقد در زمانی افزایش می‌یابد که جریان‌های نقدی شرکت‌ها ریسک دارند. بنا بر آنچه بیان شد، انتظار می‌رود مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت‌ها با تأثیری که بر ریسک سیستماتیک و غیرسیستماتیک دارد، به‌طور غیرمستقیم بر نگهداشت وجه نقد اثرگذار باشد.

آچاریا [۱۲] نشان داد ریسک سیستماتیک شرکت‌هایی که مسئولیت اجتماعی را افشا می‌کنند، کمتر از سایر شرکت‌ها است. یکی از دلایل این امر، آن است که مدیران از افشای مسئولیت اجتماعی به‌عنوان ابزاری برای کاهش این ریسک استفاده می‌کنند [۵۹]؛ زیرا سرمایه‌گذاران، سرمایه‌گذاری در این شرکت‌ها را دارایی مصرفی تلقی می‌کنند و به‌دلیل ایجاد مطلوبیت برای آنها، تصمیم به نگهداری آن می‌گیرند [۳۱]. این نوع رفتار سرمایه‌گذاری، ایجاد نوعی انعطاف‌ناپذیری در منحنی تقاضای سهام شرکت‌های مسئولیت‌پذیر اجتماعی را سبب می‌شود که در نتیجهٔ آن، تابع سود شرکت نیز حساسیت کمتری به تغییرات اقتصادی دارد و در برابر شوک‌های بازار مقاوم‌تر و کمتر در معرض ریسک

[۲۳] نیز دریافته‌اند کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و رفتارهای فرصت‌طلبانه مدیریت از طریق وجود حاکمیت شرکتی قوی، به مدیریت کارآمد منابع نقدی شرکت منجر می‌شود؛ از این رو انتظار می‌رود بین حاکمیت شرکتی و سطح نگهداشت وجه نقد ارتباط معناداری وجود داشته باشد. در این پژوهش، مالکیت نهادی، مالکیت عمده و استقلال هیئت مدیره به عنوان مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی سنجیده می‌شوند.

در حوزه روابط مسئولیت‌پذیری اجتماعی، نگهداشت وجه نقد، ریسک و حاکمیت شرکتی، پژوهش‌هایی انجام شده است که در ادامه به برخی از آنها اشاره می‌شود.

صالح و همکاران [۵۹]، افشای مسئولیت‌های اجتماعی شرکت و ارتباط آن با مالکیت نهادی را بررسی کردند. یافته‌های آنها نشان داد رابطه با اهمیت و مثبتی بین افشای مسئولیت‌های اجتماعی شرکت و سرمایه‌گذاران نهادی وجود دارد. ابدور روف [۱۱]، وسعت و ماهیت افشای مسئولیت‌های اجتماعی شرکت را بررسی کردند و به رابطه آن با ویژگی‌های خاص شرکت را آزمودند. نتایج، رابطه مثبتی بین مدیران غیرموظف و افشای مسئولیت‌های اجتماعی شرکت نشان داد؛ اما اندازه شرکت بر سطح افشا تأثیر نداشت. پالازو [۵۷] دریافت شرکت‌هایی که ارتباط کمتری با مجموعه شوک‌های بازار دارند، در شرایط نیازمندی این شرکت‌ها به تأمین مالی خارجی، کمتر با کمبود جریان نقدی مواجه می‌شوند؛ بنابراین، انتظار می‌رود نیاز کمتری به نگهداشت وجه نقد داشته باشند.

سان و همکاران [۶۱] دریافته‌اند وقتی عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران موظف و غیرموظف، کم و سهم مدیران غیرموظف در هیئت مدیره زیاد است، شرکت

به افشای مسئولیت‌های اجتماعی تمایل بیشتری دارد. ساماها و همکاران [۶۰]، تأثیر مجموعه جامعی از ویژگی‌های حاکمیت شرکتی را بر وسعت افشای مسئولیت‌های اجتماعی در مصر ارزیابی کردند. یافته‌های آنها نشان داد وسعت افشا به تناسب درصد مدیران غیرموظف در هیئت مدیره و اندازه شرکت افزایش یافت. نتایج پژوهش ساماها و همکاران [۶۰] از مباحث نظری حمایت می‌کند؛ به این معنا که شرکت‌ها اطلاعات حاکمیت شرکتی را به منظور کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه‌های نمایندگی در اطلاعات حسابداری گزارش شده افشا می‌کنند.

آچاریا و همکاران [۱۲] نیز استدلال می‌کنند ریسک سیستماتیک بر چگونگی انتخاب شرکت بین وجه نقد و اعتبار بانکی تأثیر می‌گذارد؛ زیرا بانک‌ها ممکن است قادر به تضمین نقدینگی برای تمام شرکت در همه زمان‌ها نباشند و تمایل به اعطای اعتبارات به شرکت‌های با ریسک سیستماتیک پایین داشته باشند به طوری که همه شرکت‌ها دریافت وجه نقد در یک زمان را درخواست نکنند. چن، خو و یانگ [۲۲] دریافته‌اند در یک مدل ساختار سرمایه پویا که شرکت‌های با ریسک سیستماتیک بالاتر تمایل به انتخاب ساختار بلندمدت‌تر برای سررسید بدهی دارند، سررسید بلندمدت بدهی به کاهش خطر تأمین مالی مجدد کمک می‌کند و در نتیجه، هزینه‌های مالی را کاهش می‌دهد.

هارفورد، کلاسا و ماکسول [۳۹] استدلال می‌کنند شرکت‌هایی که ساختار سررسید کوتاه‌مدت برای بدهی‌هایشان دارند، بیشتر در معرض خطر تأمین مالی مجدد قرار می‌گیرند. برای کاهش این خطر، آنها به افزایش نگهداشت وجه نقد تمایل دارند. به عبارت دیگر، نگهداشت وجه نقد، در کاهش خطر تأمین

چاکرابورتی و همکاران [۲۱] نیز در پژوهشی نشان دادند هرچه حاکمیت شرکتی در دوره‌های ابتدایی ضعیف‌تر باشد، در دوره‌های آتی نگهداشت وجه نقد شرکت کاهش می‌یابد. جیزی [۵۱] نتیجه گرفت بین مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت و ویژگی‌های هیئت مدیره ارتباط وجود دارد؛ برای مثال، تنوع در جنسیت اعضا، میانگین تعداد اعضای هیئت مدیره و استقلال اعضا بر مسئولیت‌پذیری اجتماعی تأثیر دارد.

جو و همکاران [۴۵] دریافتند مسئولیت‌پذیری اجتماعی، سطوح ریسک ذاتی و غیرذاتی شرکت را تعدیل می‌کند، بر آن تأثیر دارد و ارتباط معکوسی بین این دو عامل برقرار است. بنلیمه و پوتن [۵۲] نیز نشان دادند مسئولیت‌پذیری اجتماعی بالاتر، ریسک ذاتی شرکت را کاهش می‌دهد.

بوتنبرگ و همکاران [۱۹] نیز در پژوهشی نتیجه گرفتند درصد مالکیت سهام‌داران نهادی بر عملکرد مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت تأثیر منفی دارد.

عرب صالحی و همکاران [۶]، رابطه بین مسئولیت اجتماعی و عملکرد مالی را بررسی کرده‌اند. نتایج پژوهش نشان داد عملکرد مالی با مسئولیت اجتماعی شرکت نسبت به مشتریان و نهادهای موجود در جامعه ارتباط دارد؛ اما عملکرد مالی با مسئولیت اجتماعی شرکت نسبت به کارکنان و محیط زیست رابطه معناداری ندارد. حساس یگانه و برزگر [۲]، جایگاه مسئولیت اجتماعی و سیر تکامل مفاهیم و تعاریف آن را به‌طور کلی مروری کردند. در این پژوهش به جایگاه و وضعیت مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها در محیط کسب و کار ایران، توجه و به لزوم تدوین استانداردها، آیین‌نامه‌ها و انجام اقدامات نهادهای قانون‌گذار در الزام شرکت‌ها برای توجه ویژه به مسئولیت اجتماعی تأکید می‌شود.

مالی مجدد برای شرکت‌هایی با بدهی کوتاه‌مدت نقش مهمی دارد.

بنسون و همکاران [۱۸] نیز در پژوهشی، نگهداشت وجه نقد و ارزش‌گذاری شرکت براساس حاکمیت موجود در آن را بررسی کردند. نتایج پژوهش آنان بیان می‌کند هرچه شاخص کیفیت افشا و حاکمیت شرکتی در این شرکت‌ها بالاتر باشد، ارتباط مثبتی بین نگهداشت وجه نقد و حاکمیت شرکتی برقرار خواهد بود. آگویلرا و همکاران [۱۶] نشان دادند بین مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت و حاکمیت شرکتی ارتباط وجود دارد و شرکت‌های با مشخصه‌های حاکمیتی بهتر، سرمایه‌گذاری کمتری در بخش مسئولیت اجتماعی خواهند داشت. چیونگ [۲۵] دریافت اثرگذاری مسئولیت اجتماعی بر نگهداشت وجه نقد از سه عامل ریسک سیستماتیک، ریسک غیرسیستماتیک و حاکمیت شرکتی صورت می‌گیرد.

دل‌بوسکو و همکاران [۲۰] نشان دادند شرکت‌های با نگهداشت وجه نقد بالا، اهرم مالی بالاتر و حاکمیت شرکتی قوی‌تری داشته‌اند، همچنین، ریسک سیستماتیک و غیرسیستماتیک پایین‌تری را متحمل شده‌اند و هرچه مالکیت نهادی شرکت افزایش یابد، ارتباط بین مسئولیت‌پذیری اجتماعی و ریسک تعدیل می‌شود.

رنجان دیملو و همکاران [۵۸] پژوهشی درباره نگهداشت وجه نقد و حاکمیت شرکتی انجام دادند. نتایج نشان داد شرکت‌های با کنترل داخلی ضعیف‌تر، نگهداشت وجه نقد پایین‌تری دارند. ژائو و همکاران [۶۳] نیز نشان دادند در شرکت‌های چندملیتی، شفافیت افشا به ویژگی‌های حاکمیتی بالا نیازمند است و لازمه این امر، داشتن عملکرد مسئولیت اجتماعی بالا در این شرکت‌هاست.

فرضیه اول: مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت‌ها تأثیر معناداری بر نگهداشت وجه نقد دارد.

فرضیه دوم: ریسک غیرسیستماتیک، تأثیر معناداری بر نگهداشت وجه نقد دارد.

فرضیه سوم: مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت‌ها به‌طور غیرمستقیم از طریق ریسک غیرسیستماتیک، تأثیر معناداری بر نگهداشت وجه نقد دارد.

فرضیه چهارم: ریسک سیستماتیک، تأثیر معناداری بر نگهداشت وجه نقد دارد.

فرضیه پنجم: مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت‌ها به‌طور غیرمستقیم از طریق ریسک سیستماتیک، تأثیر معناداری بر نگهداشت وجه نقد دارد.

فرضیه ششم: حاکمیت شرکتی، تأثیر معناداری بر نگهداشت وجه نقد دارد.

فرضیه هفتم: مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت‌ها به‌طور غیرمستقیم از طریق حاکمیت شرکتی، تأثیر معناداری بر نگهداشت وجه نقد دارد.

با توجه به مطالب گفته‌شده، پژوهش حاضر از مدل مفهومی شکل زیر پیروی می‌کند.

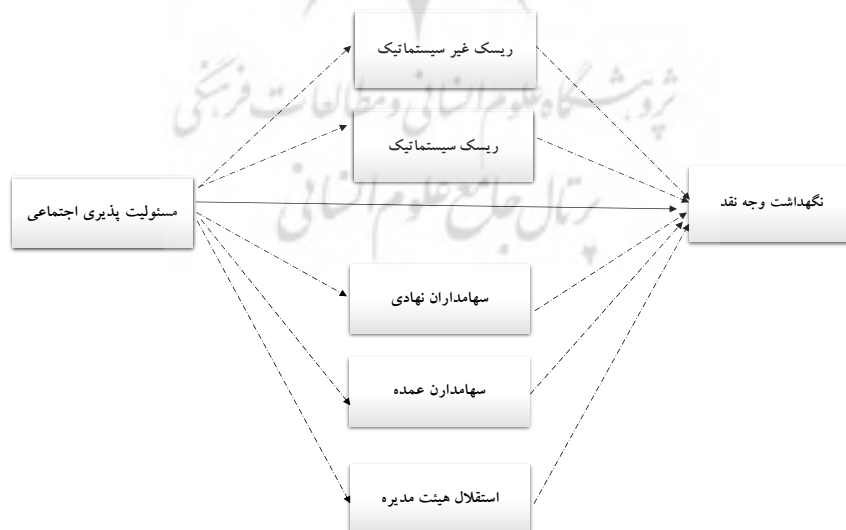
نتایج پژوهش مران‌جوری و علی‌خانی [۹] نشان داد بین اندازه شرکت با سطح افشای اطلاعات محیط زیست و مسئولیت اجتماعی رابطه معناداری وجود دارد؛ اما بین مسئولیت اجتماعی و سرمایه‌گذاران نهادی و مدیران غیرموظف رابطه معناداری وجود ندارد.

فروغی و همکاران [۷] نشان دادند مسئولیت اجتماعی از طریق ریسک غیرنظام‌مند، بر نگهداشت وجه نقد تأثیر معنادار و مثبتی دارد.

رمضان‌نیا و رضایی [۵] نیز با استفاده از مدل تحلیل پوششی داده‌ها دریافتند بین مسئولیت اجتماعی و ریسک سیستماتیک و غیرسیستماتیک رابطه منفی وجود دارد.

۳. فرضیه‌های پژوهش

در راستای اهداف پژوهش، با توجه به مبانی نظری و پیشینه پژوهش، فرضیه‌ها به شرح زیر تبیین می‌شوند:



شکل ۱- مدل مفهومی پژوهش

۴. روش‌شناسی پژوهش

R به کار رفته است. به این معنی که اثرات زمانی داده‌های پانلی در مدل انعکاس می‌یابد. جامعه آماری شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۵ است که تغییر سال مالی نداده باشند، جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری و سایر واسطه‌گری‌های مالی نباشند و در نهایت، تمامی داده‌ها در دسترس باشند و وقفه عملیاتی نداشته باشند. در مجموع، ۱۰۱ شرکت برای آزمون فرضیه‌های این پژوهش استفاده شدند.

این پژوهش از لحاظ نوع نتیجه، کاربردی و از لحاظ روش پژوهش تجربی پس‌رویدادی است. از لحاظ تئوری، در زمره پژوهش‌های اثباتی قرار دارد و اطلاعات مربوط به مبانی نظری و ادبیات پژوهش از میان مقالات موجود در این زمینه و اطلاعات مربوط به متغیرهای پژوهش از بانک اطلاعاتی ره‌آوردنویس، صورت‌های مالی حسابرسی‌شده و سایت سازمان بورس اوراق بهادار تهران جمع‌آوری شده‌اند. برای آزمون فرضیه‌های پژوهش، مدل‌سازی معادلات ساختاری مختص داده‌های پانلی با استفاده از نرم‌افزار

جدول ۱- آنالیز شرکت‌های موجود در جامعه آماری

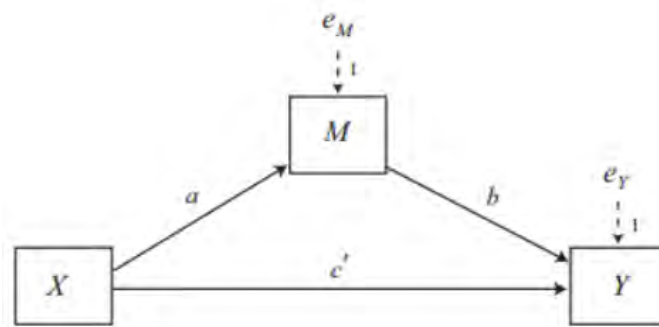
ردیف	شرح	تعداد شرکت‌ها
۱	کل جامعه آماری (در تاریخ جمع‌آوری اطلاعات)	۴۳۵
۲	شرکت‌های عضو صنایع واسطه‌گری مالی، هلدینگ و بانک‌ها و بیمه	(۵۹)
۳	تغییر سال مالی داشته باشند	(۳۱)
۴	سال مالی منتهی به پایان اسفند هر سال نباشد	(۵۱)
۵	وقفه معاملاتی و عملیاتی داشته باشند	(۲۹)
۶	شرکت‌هایی که اطلاعات آن در دوره زمانی پژوهش در دسترس نیست	(۱۶۴)
	جامعه آماری بررسی شده	۱۰۱
	تعداد شرکت‌های نمونه در این پژوهش	۱۰۱

انجام شده است. این آزمون یکی از پرکاربردترین روش‌ها برای آزمون فرضیه‌های میانجی است. آزمون سوبل، رویکرد حاصل‌ضرب ضرایب، روش دلتا یا نظریه نرمال نیز نامیده شده است [۴۱].

برای آزمون اثرات میانجی، پس از تخمین مدل، با جایگذاری ضرایب مسیر و خطاهای به‌دست‌آمده در معادله سوبل، ابتدا معنی‌داری نقش متغیرهای میانجی و سپس میزان اثرات غیرمستقیم این متغیرها بررسی شدند. محاسبات آزمون سوبل^۱ به صورت آنالیز^۲

^۱ sobel

^۲ گفتنی است محاسبه این شاخص، با استفاده از روش سوبل به صورت آنالیز در سایت (<http://quantpsy.org/sobel/sobel.htm>) انجام شده است.



شکل ۲- نمودار مدل میانجی

مسئولیت‌پذیری اجتماعی^۱ در شش بُعد مسائل محیطی (شامل ۸ عامل)، محصولات و خدمات (شامل ۵ عامل)، منابع انسانی (شامل ۱۰ عامل)، مشتریان (شامل ۶ عامل)، مسئولیت‌های جامعه (شامل ۶ عامل) و انرژی (شامل ۴ عامل) است. پس از جمع امتیاز این عوامل، نمره افشای مسئولیت‌پذیری اجتماعی به دست می‌آید که به منظور همگن‌سازی جمع نمره هر سال شرکت، بر مجموع تعداد عوامل (یعنی عدد ۳۹) تقسیم شده است.

ریسک سیستماتیک و غیرسیستماتیک (idio beta): براساس ادبیات موجود [۵۰، ۴۵، ۳۴] برای محاسبه ریسک سیستماتیک و غیرسیستماتیک از مدل بازار استفاده می‌شود. به این ترتیب که با استفاده از بازده ماهانه سهام و شاخص صنعت سهام، رگرسیون برازش و ضریب رگرسیون برای شاخص بازار سهام محاسبه می‌شوند. ضریب رگرسیون بتا است و شاخص اندازه‌گیری ریسک سیستماتیک در نظر گرفته می‌شود. ریسک غیرسیستماتیک نیز مجذور میانگین مربعات خطاهای رگرسیون است.

سهام‌داران نهادی (CG1): درصد سهام‌داران نهادی، از تقسیم تعداد سهم در اختیار سهام‌داران نهادی بر تعداد کل سهام به دست می‌آید. همچنین،

در شکل شماره ۲، متغیر M متغیری میانجی است [۱۰] و در این پژوهش، متغیرهای میانجی شامل ریسک غیرسیستماتیک، ریسک سیستماتیک، درصد سهامداران نهادی، درصد سهامداران عمده و درصد استقلال هیئت مدیره می‌باشند.

۴-۱. متغیرهای پژوهش

متغیر وابسته: متغیر وابسته (Cash) بیان‌کننده نگهداشت وجه نقد است که در این پژوهش، همانند پالازو [۵۷]، با استفاده از نسبت وجه نقد و معادل وجه نقد تقسیم بر ارزش دفتری دارایی‌ها محاسبه می‌شود و مستقیماً از ترازنامه به دست می‌آید.

متغیرهای مستقل

مسئولیت‌پذیری اجتماعی (CSR): اندازه‌گیری این شاخص با استفاده از ابزار چک لیست صورت می‌گیرد. پس از مرور گسترده ادبیات موجود، با استفاده از پژوهش مران جوری و علی خانی [۹] چک لیستی شامل ۳۹ نوع اطلاعات زیست‌محیطی و اجتماعی تهیه شد که این اطلاعات از پژوهش اریبی و جائو [۱۵] و جائو، هراوی و زیباو [۳۵] اقتباس شده‌اند. این چک لیست، شاخص افشای

^۱ Corporate Social Responsibility Disclosure (CSR D)

گارسیا و همکاران [۳۷] نیز دریافته‌اند فرصت‌های رشد شرکت به‌علت تقاضای بیشتر برای انباشت وجه نقد، اثر مثبتی بر سطح نگهداشت وجه نقد دارد. این شاخص، معادل نسبت ارزش بازار شرکت به ارزش دفتری دارایی‌هاست.

$$\text{ارزش بازار کل سهام} + \text{ارزش دفتری بدهی‌ها} = \text{کیوتوبین} \\ \text{ارزش دفتری کل دارایی‌ها}$$

اهرم مالی (LEV): طبق نظریه موازنه، اهرم مالی، احتمال ورشکستگی را افزایش می‌دهد و انتظار می‌رود شرکت‌هایی با نسبت اهرم مالی بالا، برای کاهش ریسک مالی خود، به نگهداری وجه نقد بیشتری اقدام کنند. همچنین اهرم مالی، عاملی برای تعیین توانایی شرکت برای انتشار اوراق بدهی جدید است. اگر شرکتی، قدرت بازپرداخت هزینه‌های تأمین مالی بالا داشته باشد، انعطاف‌پذیری مالی بالاتری دارد [۴، ۳۳] و ممکن است وجه نقد کمتری نگهداری کند. اهرم مالی با نسبت ارزش دفتری بدهی‌ها به ارزش دفتری مجموع دارایی‌ها در سال جاری به دست می‌آید.

نسبت جریان وجه نقد به دارایی‌ها (CFA): جریان نقدی با ایجاد یک منبع نقدینگی در دسترس، جایگزین مناسبی برای وجه نقد است؛ بنابراین، انتظار می‌رود رابطه منفی بین جریان نقد و مانده وجه نقد وجود داشته باشد [۸]. پالازو و همکاران [۵۷] دریافته‌اند زمانی که شرکت‌ها جریان‌های نقدی مثبت (منفی) دارند، تمایل کمتری (بیشتری) به نگهداری وجه نقد دارند. این شاخص، همانند بیتس و همکاران [۱۷] و دیتمار [۲۷]، از طریق تقسیم خالص جریان نقدی عملیاتی بر مجموع دارایی‌ها محاسبه شده است.

مطابق با تعریف بند ۲۷ ماده یک قانون اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران در خصوص سرمایه‌گذاران 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 جزء این گروه از سرمایه‌گذاران محسوب می‌شود. داده‌های مربوط با استفاده از بررسی گزارش فعالیت هیئت مدیره شرکت‌ها استخراج شد.

سهام‌داران عمده (CG2): مجموع درصد سهام‌دارانی که بیش از ۵ درصد سهام شرکت دارند. داده‌ها با بررسی گزارش فعالیت هیئت مدیره شرکت‌ها استخراج شده‌اند.

استقلال هیئت مدیره (CG3): معادل نسبت اعضای غیرموظف به کل اعضای هیئت مدیره است. داده‌های مربوط، با بررسی گزارش فعالیت هیئت مدیره شرکت‌ها استخراج شده‌اند.

متغیرهای کنترلی

اندازه واحد تجاری (FSIZE): شرکت‌های بزرگ انعطاف‌پذیری بیشتر و جریان‌های نقد پایدارتری دارند و کمتر در معرض خطر ورشکستگی قرار می‌گیرند و نسبت به شرکت‌های کوچک، دسترسی آسان‌تری به منابع تأمین مالی دارند [۳۷]. در این پژوهش برای محاسبه اندازه شرکت، از لگاریتم طبیعی ارزش دفتری دارایی‌های شرکت در سال جاری استفاده شده است.

فرصت‌های رشد (Qtbin): براساس نظریه موازنه، هزینه مواجه شدن با کمبود وجه نقد در شرکت‌هایی با فرصت سرمایه‌گذاری بیشتر، به‌واسطه هزینه‌های فرصتی بیشتر است که از رهاکردن طرح‌های سرمایه‌گذاری با ارزش ناشی می‌شود [۲].

سرمایه در گردش خالص (Nwc): زمانی که شرکت‌ها با کمبود وجه نقد مواجه می‌شوند، میزان قابلیت تبدیل دارایی‌های جاری به نقد، جایگزینی برای وجه نقد تلقی می‌شود [۴]؛ بنابراین انتظار می‌رود شرکت‌های با قدرت نقدینگی بیشتر، وجه نقد کمتری نگهداری کنند. در این پژوهش، سرمایه در گردش خالص از طریق محاسبه سرمایه در گردش منهای وجه نقد و معادل وجه نقد تقسیم بر مجموع دارایی‌ها محاسبه شده است.

سن شرکت (AGE): شرکت‌های با عمر بالا، شهرت زیادی در بازار دارند و همین امر موجب آسان شدن دسترسی شرکت‌ها به تأمین مالی خارجی می‌شود [۶]. برای اندازه‌گیری عمر شرکت، از لگاریتم طبیعی تعداد سال‌های سپری‌شده از سال تأسیس شرکت استفاده شده است [۴۳].

سود تقسیمی (Payer): شرکت‌های دارای سود تقسیمی، احتمال کمتری برای مواجه شدن با محدودیت‌های مالی دارند؛ زیرا زمانی که توانایی آنها در دسترسی به تأمین مالی خارجی کاهش یابد، پرداخت سود سهام را متوقف می‌کنند [۴۰]. بنابراین، انتظار می‌رود شرکت‌های پرداخت‌کننده سود سهام، در مقایسه با شرکت‌هایی که سود سهام را نمی‌پردازند، وجه نقد کمتری نگهداری کنند [۳۳]. سود تقسیمی، متغیری مجازی است که در صورت وجود سود پرداختی، برابر ۱ و در غیر این صورت برابر صفر قرار می‌گیرد.

۵. تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه‌ها
خلاصه ویژگی‌های آماری متغیرهای استفاده‌شده در جدول ۲ نمایش داده شده است.

جدول ۲- آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیرها	نماد	میانگین	میانه	پیشینه	کمینه	چولگی
نگهداشت وجه نقد	CASH	۰/۰۶۴	۰/۰۳۷	۱/۴۷۷	۰/۰۰۴	۲/۴۲۱
ریسک غیرسیستماتیک	IDIO	۹/۲۰۶	۸/۹۶۲	۲۴/۱۱۰	۰/۰۲۴	۰/۳۱۹
ریسک سیستماتیک	BETA	۰/۷۱۷	۰/۶۸۹	۴/۷۹۰	-۱/۰۹۸	۰/۸۰۱
درصد سهام‌داران نهادی	CG1	۰/۷۴۰	۰/۸۱۰	۰/۹۹۴	۰/۰۳۱	-۱/۵۵۲
درصد سهام‌داران عمده	CG2	۰/۷۰۴	۰/۷۳۰	۰/۹۸۴	۰/۰۰۶	-۱/۳۱۵
استقلال هیئت مدیره	CG3	۰/۶۶۱	۰/۶۰۰	۱	۰/۰۰۰	-۰/۶۶۳
مسئولیت اجتماعی	CSR	۰/۲۷۲	۰/۲۵۶	۰/۶۴۱	۰/۰۲۶	۰/۲۴۱
جریان وجه نقد به دارایی	CFA	۰/۱۹۴	۰/۱۶۵	۱/۱۶۶	-۰/۷۸۵	۰/۹۹
سن شرکت	FAGE	۱/۲۳۹	۱/۲۳۰	۱/۷۵۶	۰/۳۰۱	-۰/۰۶۷
اندازه شرکت	FSIZE	۱۴/۰۹۶	۱۳/۷۹۸	۱۹/۱۰۶	۱۰/۱۹۵	۰/۸۱۱
اهرم مالی	LEV	۰/۵۹۰	۰/۵۹۸	۲/۰۷۸	۰/۰۱۳	۱/۰۷۱
کیوتوبین	Qtbin	۶/۱۲۷	۱/۴۱۱	۷/۵۰۷	۰/۴۸۹	۲/۱۵۵
سرمایه در گردش به دارایی	NWC	۰/۰۷۲	۰/۰۸۰	۰/۸۱۴	-۱/۵۹۲	-۰/۸۳۹
متغیر کیفی	نماد					فراوانی

^۱ مربوط به شرکت تراکتورسازی ایران در سال ۱۳۹۲ است.

^۲ مربوط به شرکت‌های سازه پویس در سال ۱۳۹۴، بهنوش در سال ۱۳۹۰ و حفاری شمال در سال ۱۳۸۹ می‌باشد.

مقادیر میانگین و میانه بیان می‌کند متغیرهای پژوهش، توزیع مناسبی دارند؛ از این‌رو، از آنها در برازش مدل می‌توان استفاده کرد.

۵-۱. اعتبارسنجی الگوی ساختاری پژوهش

مهم‌ترین مرحله الگوسازی معادلات ساختاری، اعتبارسنجی الگوی ساختاری است. اعتبار یک الگو با استفاده از معیارهای نیکویی برازش بررسی می‌شود؛ بنابراین، در این مرحله از تجزیه و تحلیل‌های آماری، انتظار می‌رود برازش داده‌ها به الگوی مفهومی پژوهش براساس معیارهای علمی، پذیرفتنی باشد.

براساس جدول ۲ مشاهده می‌شود میانگین ریسک سیستماتیک ۰/۷۱۷ است. سهام‌داران نهادی و سهام‌داران عمده شرکت با داشتن میانگین ۰/۷۴۰ و ۰/۷۰۴، بالابودن شاخص‌های حاکمیت شرکتی را نشان می‌دهند. همچنین، متغیر استقلال هیئت مدیره با میانگین ۰/۶۶۱ نشان می‌دهد بیشتر اعضای هیئت مدیره را افراد مستقل تشکیل می‌دهند. نسبت نمره مسئولیت اجتماعی نیز مقدار ۰/۲۷۲ را داشته است که از تقسیم نمره خام شرکت بر عدد ۳۹ (نمره کامل چک لیست) به دست آمده و نسبت به بالاترین نمره، یعنی ۰/۶۴۱ و پایین‌ترین نمره، یعنی ۰/۰۲۶ متوسط بوده است و وضعیت مناسبی دارد. نزدیک‌بودن

جدول ۳- شاخص‌های نیکویی برازش

RMSEA	CFI	AGFI	GFI	χ^2/df	شاخص‌های معناداری
۰/۱۲	۰/۵۲	۰/۸۹	۰/۹۲	۲/۳۴	مقدار

برازندگی قابل قبول و مقادیر نزدیک‌تر به صفر، بیشترین برازندگی را نشان می‌دهند. شاخص‌های برازش الگوی ساختاری مربوط به آزمون فرضیه‌های پژوهش که در جدول ۳ ارائه شده‌اند، نشان‌دهنده برازش قابل قبول الگوی ساختاری و مواجه‌نبودن با پدیده درماندگی در تفسیر است.

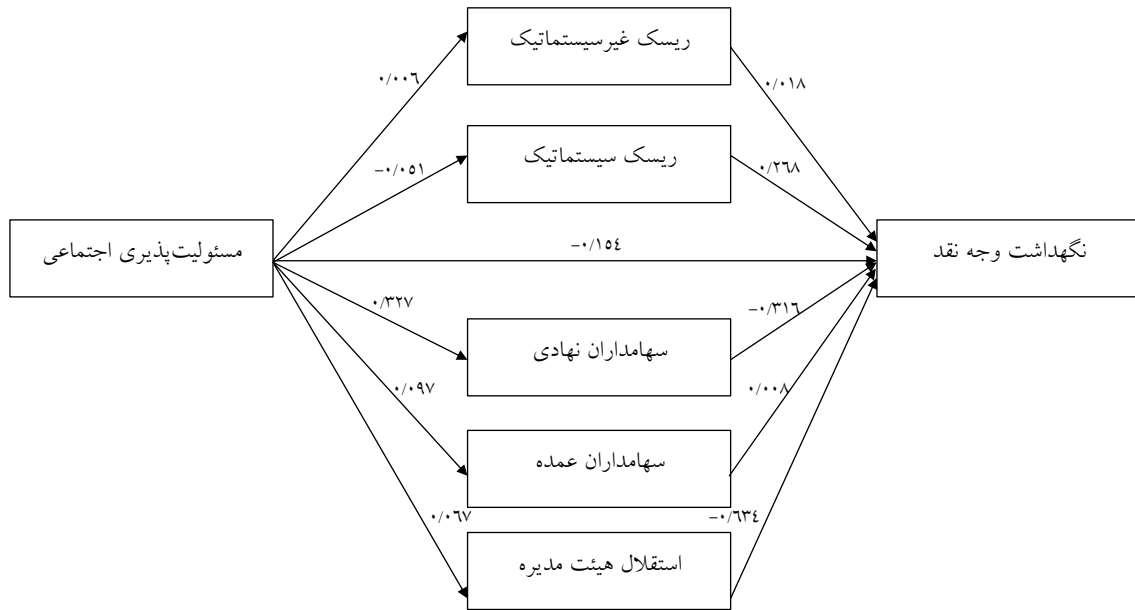
۵-۲. آزمون فرضیه‌های پژوهش

۵-۲-۱. آزمون فرضیه‌های گروه اول پژوهش

پس از حصول اطمینان از نیکویی برازش الگوی ساختاری پژوهش، نوبت به بررسی فرضیه‌های پژوهش می‌رسد.

شاخص GFI بیان‌کننده میزان دقت مدل در تکرار ماتریس کواریانس مشاهده‌شده است و زمانی که مقدار زیادی درجه آزادی در مقایسه با حجم نمونه وجود داشته باشد، از مقدار GFI کاسته می‌شود. مقادیر بالای ۰/۹ این شاخص مطلوب است. شاخص AGFI نیز براساس میزان درجه آزادی مدل تنظیم می‌کند. و باید در نظر داشت مقدار AGFI با افزایش حجم نمونه افزایش نمی‌یابد. دامنه قابل قبول برای این شاخص، مقادیر بالای ۰/۸ است. همچنین، شاخص RMSEA را لولین^۱ (۲۰۰۴) [۴۸] برای برازندگی پیشنهاد کرد. به این ترتیب که اگر کوچک‌تر از ۰/۸ باشد، برازندگی خوب، ۰/۸ تا ۰/۱،

¹ Loehlin



شکل ۳- مدل نهایی و خروجی اصلاح شده

شکل ۳، ضرایب مسیر مدل را نمایش می‌دهد. مطابق شکل، در فرضیه‌ها گروه اول (بررسی اثرات مستقیم) ریسک سیستماتیک، درصد سهامداران نهادی و استقلال هیئت مدیره بر نگهداشت وجه نقد اثر معناداری دارد.

۲-۲-۵. آزمون فرضیه‌های گروه دوم پژوهش در این قسمت، برای آزمون گروه دوم فرضیه‌ها (بررسی اثرات غیرمستقیم) از ضرایب مسیر و انحراف معیار متغیرهای تخمینی استفاده شده است. ضرایب و انحراف معیار محاسبه شده در معادله سوبل قرار گرفته‌اند و نتایج به شرح جدول ۴ ارائه می‌شوند.

جدول ۴- نتایج آزمون سوبل

مقدار معناداری	مقدار آماره	آزمون
۰/۹۱۸	۰/۱۰۲	فرضیه سوم
۰/۰۱۸	-۲/۳۶۴	فرضیه پنجم
۰/۱۷۷	-۱/۳۴۹	فرضیه هفتم (مالکیت نهادی)
۰/۹۶۴	۰/۴۴۰	فرضیه هفتم (سهام‌داران عمده)
۰/۵۳۳	۰/۶۲۲	فرضیه هفتم (استقلال هیئت مدیره)

نتایج به دست آمده از آزمون سوبل در نگاره بالا ارائه شده است. همان‌طور که مشاهده می‌شود، مقدار معناداری آزمون سوبل در فرضیه پنجم، ۰/۰۱۸ و آماره آن نیز ۲/۳۶۴- است؛ بنابراین، فرضیه پنجم تحقیق تأیید می‌شود. بنابراین، گفتنی است ریسک سیستماتیک، نقش میانجی‌گری دارد و

مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت‌ها به‌طور غیرمستقیم از طریق ریسک سیستماتیک، تأثیر معناداری بر نگهداشت وجه نقد دارد. برای شفافیت بیشتر، نتایج کل آزمون مدل‌های مرتبط با فرضیه‌های پژوهش در قالب مدل معادلات ساختاری در جدول شماره ۵ ارائه شده است.

مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت‌ها به‌طور غیرمستقیم از طریق ریسک سیستماتیک، تأثیر معناداری بر نگهداشت وجه نقد دارد. برای شفافیت بیشتر، نتایج کل آزمون مدل‌های مرتبط با فرضیه‌های پژوهش در قالب مدل معادلات ساختاری در جدول شماره ۵ ارائه شده است.

جدول ۵- نتایج آزمون مدل پژوهش در قالب یک مدل معادلات ساختاری

نتیجه	معناداری	آماره	ضریب مسیر	مسیر در مدل	مسئولیت‌پذیری اجتماعی
رد	۰/۶۱۵	۰/۵۰۲	۰/۰۰۶	ریسک غیر سیستماتیک	<---
تأیید	۰/۰۰۲	۳/۷۸۸	-۰/۰۸۳	ریسک سیستماتیک	<---
رد	۰/۰۶۶	۱/۸۳۹	۰/۳۲۷	درصد سهامداران نهادی	<---
رد	۰/۳۹۴	۰/۸۵۳	۰/۰۹۷	درصد سهامداران عمده	<---
رد	۰/۵۱۸	-۰/۶۴۴	-۰/۰۶۷	استقلال هیئت مدیره	<---
رد	۰/۲۵	۱/۱۵۱	۰/۱۳۱	نگهداشت وجه نقد	<---
تأیید	۰/۰۰۳	۳/۰۴۱	۰/۳۵۸	نگهداشت وجه نقد	<---
تأیید	۰/۰۴۸	-۱/۹۷۹	-۰/۳۱۶	نگهداشت وجه نقد	<---
رد	۰/۹۶۳	۰/۰۴۶	۰/۰۰۸	نگهداشت وجه نقد	<---
تأیید	۰/۰۳۲	-۲/۱۴۸	-۰/۶۳۴	نگهداشت وجه نقد	<---
رد	۰/۲۸	-۱/۰۸	-۰/۱۵۴	نگهداشت وجه نقد	<---
رد	۰/۹۱۸	۰/۱۰۲	۰/۰۰	نگهداشت وجه نقد	<---
تأیید	۰/۰۱۸	-۲/۳۶۴	۰/۰۰	نگهداشت وجه نقد	<---
رد	۰/۱۷۷	-۱/۳۴۹	-۰/۱۰۳	نگهداشت وجه نقد	<---
رد	۰/۹۶۴	۰/۴۴	۰/۰۱	نگهداشت وجه نقد	<---
رد	۰/۵۳۳	۰/۶۲۲	۰/۰۴۲	نگهداشت وجه نقد	<---
				ریسک غیر سیستماتیک	<---
				ریسک سیستماتیک	<---
				درصد سهامداران نهادی	<---
				درصد سهامداران عمده	<---
				استقلال هیئت مدیره	<---

مطابق جدول ۵، یافته‌ها نشان می‌دهند بین ریسک سیستماتیک (۰/۰۰۳) و نگهداشت وجه نقد ارتباط مثبت و معناداری وجود دارد. همچنین، بین درصد سهامداران نهادی (۰/۰۴۸)، استقلال هیئت مدیره (۰/۰۳۲) و نگهداشت وجه نقد ارتباط منفی و معناداری وجود دارد؛ بنابراین، فرضیه چهارم و ششم تأیید می‌شوند. در پنج سطر پایانی جدول ۵، گروه دوم فرضیه‌ها یا همان اثر غیرمستقیم مسئولیت‌پذیری اجتماعی بر نگهداشت وجه نقد از طریق متغیرهای میانجی بررسی می‌شود. در اینجا با استفاده از آزمون سوبل، نقش میانجی‌گری این متغیرها بررسی شده است. از آنجا که اثر غیرمستقیم مسئولیت‌پذیری اجتماعی بر نگهداشت وجه نقد از طریق ریسک سیستماتیک (۰/۰۱۸) معنادار شده است، اثر میانجی‌گری این متغیر تأیید می‌شود. مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت‌ها به‌طور غیرمستقیم و از طریق ریسک سیستماتیک، به میزان ۰/۰۳۰ -

۰/۰۸۳×۰/۳۵۸) بر نگهداشت وجه نقد تأثیر معناداری دارد و در نتیجه، فرضیه شماره پنج تأیید می‌شود.

۶. بحث و نتیجه‌گیری

هدف اصلی پژوهش حاضر، بررسی تأثیر مسئولیت‌پذیری اجتماعی، ریسک و حاکمیت شرکتی بر نگهداشت وجه نقد با استفاده از مدل‌سازی معادلات ساختاری (تحلیل مسیر) بود. نتایج نشان می‌دهند هرچه ریسک سیستماتیک بیشتر باشد، نوعی بی‌اطمینانی در خصوص جریان‌های نقدی آینده ایجاد می‌شود که در نتیجه، مدیران برای مقابله با بحران‌های مالی پیش‌بینی نشده، بر مبنای انگیزه احتیاطی، بخشی از دارایی‌ها را به شکل وجه نقد نگهداری می‌کنند و سطح نگهداشت وجه نقد افزایش می‌یابد. این نتیجه با یافته‌های آزکان و آلیانیس و موزامدار [۱۳] مشابه است؛ زیرا آنان دریافتند شرکت‌هایی که

بیشتر انتظار دارند با بی‌اطمینانی در خصوص جریان‌های نقدی مواجه شوند، وجه نقد بیشتری نگهداری می‌کنند و مدیران از نگهداشت موجودی‌های نقدی به‌عنوان ابزاری حفاظتی در برابر نوسان‌های جریان‌های وجه نقد در شرایط ریسک استفاده می‌کنند. با این حال، در این پژوهش ارتباط معناداری بین ریسک غیرسیستماتیک و نگهداشت وجه نقد یافت نشد.

در بررسی فرضیه ششم مشخص شد، با افزایش سطح مالکیت نهادی، وجه نقد کمتری در شرکت‌ها نگهداری می‌شود. این یافته‌ها با نتایج دیتمار و اسمیت [۲۷] و کوکس و همکاران [۲۶] مطابقت دارند که به رابطه منفی معنی‌داری بین مالکیت نهادی سهام و میزان نگهداشت وجه نقد دست یافتند. در صورت وجود عدم تقارن اطلاعاتی، شرکت‌ها تمایل به پیروی از سیاست سلسله‌مراتبی در تأمین مالی دارند و منابع داخلی را بر منابع خارجی حساس به اطلاعات ترجیح می‌دهند و به انباشت وجه نقد تمایل دارند؛ بنابراین، استدلال می‌شود مالکیت نهادی به دلیل داشتن مزیت نسبی در جمع‌آوری و پردازش اطلاعات، نقش اساسی در کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و به تبع آن، کاهش سطح نگهداشت وجه نقد دارد.

همچنین، حضور اعضای غیرموظف در ساختار هیئت مدیره شرکت‌ها و عملکرد نظارتی آنان به‌منزله افراد مستقل، به کاهش تضاد منافع میان مدیران و ذی‌نفعان کمک می‌کند. هرچه احتمال دخالت اعضای بیرونی (غیرموظف) هیئت مدیره در تصمیمات مدیریت بیشتر شود، منافع شخصی مدیران محدود می‌شود. با در نظر گرفتن این مطلب که هیئت مدیره مستقل موجب نظارت بیشتر بر عملکرد مدیرعامل

می‌شود؛ می‌توان نتیجه گرفت شرکت‌هایی که هیئت مدیره مستقلی دارند، وجه نقد کمتری نگهداری می‌کنند. وجود رابطه منفی و معنادار بین استقلال هیئت مدیره و نگهداشت وجه نقد با نتایج سایر پژوهشگران سازگار است؛ برای مثال، بوباکر و همکاران [۶۴]، رسائیان و رحیمی [۴]، هارفور و ماکسول [۳۸] و فریرا و ویللا [۳۳] با استفاده از رگرسیون چندگانه تصریح کردند که بین استقلال هیئت مدیره و نگهداشت وجه نقد رابطه منفی و معناداری وجود دارد. به‌طور کلی نتایج این پژوهش نشان می‌دهند نقش مالکیت نهادی و مدیران غیرموظف در ایران، مطابق با دیدگاه تئوری نمایندگی است و توانایی این ابزار نظارتی در بهبود افشای مالی زیاد است؛ اما برخلاف انتظار، نقش سهام‌داران عمده به‌عنوان ابزار نظارتی اثبات نشد. نتایج فرضیه پنجم نشان داد مسئولیت‌پذیری اجتماعی به دلیل تأثیر بر ریسک سیستماتیک، به‌طور غیرمستقیم بر نگهداشت وجه نقد نیز اثرگذار است و ریسک سیستماتیک در این بین، مشابه پژوهش چیونگ [۲۵]، نقش میانجی دارد؛ زیرا علاقه و وفاداری سرمایه‌گذاران به شرکت‌های مسئولیت‌پذیر اجتماعی باعث شده است شرکت در برابر ریسک سیستماتیک مقاوم‌تر شود و بی‌اطمینانی در خصوص جریان‌های نقدی آینده و انگیزه احتیاطی نگهداشت وجه نقد کاهش یابد. این نتیجه از جنبه اثرگذاری مسئولیت‌پذیری اجتماعی بر ریسک سیستماتیک، با یافته‌های فاما و فرنچ [۳۱] هم‌خوانی دارد. این پژوهش با نتایج تحقیق لو و باتاچاریا [۵۰]، آلبوکرک و همکاران [۲۹]، آچاریا و همکاران [۱۲]، پالازو [۵۷]، جو و نا [۴۵]، جو و همکاران [۴۲] و بنلیمه و پوتن [۵۲] نیز مشابهت دارد. آنان نتیجه گرفتند شرکت‌های با نمره بالاتر

تحقیقاتی آن در حرفه حسابداری، حسابداری مدیریت، شماره ۲۲، ۱۰۹-۱۳۳.

۴- رسائیان، امیر و فروغ رحیمی (۱۳۸۹). تأثیر مکانیزم‌های نظارتی درون سازمانی حاکمیت شرکتی بر سطح نگهداشت وجه نقد در بورس اوراق بهادار، مجله پژوهش‌های حسابداری مالی، سال چهارم، ۱۴۴-۱۲۵.

۵- رمضان‌نیا، حسن و فرزین رضایی (۱۳۹۶). بررسی اثر مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت بر ریسک سیستماتیک و ریسک غیرسیستماتیک: با استفاده از مدل تحلیل پوششی داده‌ها، دوفصلنامه حسابداری/ارزشی و رفتاری، شماره ۴، ۲۱۴-۱۸۹.

۶- عرب صالحی، مهدی و مجید اشرفی (۱۳۹۰). بررسی رابطه بین محدودیت‌های مالی و حساسیت سرمایه‌گذاری - جریان نقدی، مجله پژوهش‌های حسابداری مالی، شماره ۳، ۹۴-۷۵.

۷- فروغی، داریوش و امیری، هادی و مرضیه جوانمرد (۱۳۹۷). تأثیر مسئولیت اجتماعی شرکت بر نگهداشت وجه نقد از طریق اثر هم‌زمان متغیرهای منتخب، مجله پژوهش‌های حسابداری مالی، سال دهم، شماره ۱، ۳۶-۱۹.

۸- کاشانی‌پور، محمد و بیژن نقی‌نژاد (۱۳۸۸). بررسی اثر محدودیت‌های مالی بر حساسیت جریان نقدی وجه نقد، فصلنامه تحقیقات حسابداری، شماره ۱، ۶۱-۲۱.

۹- مران‌جوری، مهدی و رضیه علی‌خانی (۱۳۹۳). افشای مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها و راهبری شرکتی، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، سال بیست و یکم، شماره ۳، ۳۴۸-۳۲۹.

۱۰- میولر، رالف (۱۹۹۶). پایه‌های اساسی مدل‌یابی معادلات ساختاری، معرفی نرم‌افزارهای *lisrel*

مسئولیت‌پذیری اجتماعی، ریسک سیستماتیک پایین‌تری خواهند داشت و ارتباط معکوسی بین این دو عامل برقرار است. با توجه به اینکه در این پژوهش اثر مستقیم مسئولیت‌پذیری اجتماعی و نگهداشت وجه نقد معنادار نشده اما در عین حال اثر غیرمستقیم آن از طریق ریسک سیستماتیک بر نگهداشت وجه نقد معنادار است؛ بنابراین، متغیر ریسک سیستماتیک، نقش میانجی کامل دارد. در پایان، با توجه به نتایج پژوهش مبنی بر وجود رابطه منفی بین مسئولیت‌پذیری اجتماعی و ریسک سیستماتیک، به مدیران پیشنهاد می‌شود برای کاهش ریسک سیستماتیک، اقدامات جدی‌تری در زمینه بالابردن عملکرد مسئولیت اجتماعی خود به‌عنوان عاملی برای بقا انجام دهند. همچنین، با توجه به ضرورت پژوهش در حوزه مسئولیت‌پذیری اجتماعی، به پژوهشگران پیشنهاد می‌شود برای افزایش دقت در سنجش مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت‌ها، چک لیست‌هایی مختص هر صنعت و براساس شرایط و الزامات آن صنعت خاص طراحی شود و به هریک از شاخص‌های چک لیست، با توجه به اهمیت آن، وزن مناسبی اختصاص یابد.

منابع

- ۱- ابارشی، احمد و سید یعقوب حسینی (۱۳۹۲). *مدل‌سازی معادلات ساختاری*، تهران: جامعه‌شناسان.
- ۲- حساس یگانه، یحیی و قدرت‌اله برزگر (۱۳۹۲). راهبری شرکتی: مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها، سیر تکامل، مفاهیم و تعاریف، فصلنامه حسابدار رسمی، شماره ۳۳، ۶۱-۳۰.
- ۳- حساس یگانه، یحیی و قدرت‌اله برزگر (۱۳۹۳). مبانی نظری مسئولیت اجتماعی و پارادایم

- International Journal of Managerial Finance, 13(2), 149-164.
- 22- Chen, H., Xu, Y., & Yang, J. (2013). "The relationship between corporate cash holdings and the structure of capital structure." *SSRN Working Paper*.
- 23- Chen, Q., Chen, X., Schipper, K., Xu, Y., & J. (2022). "The sensitivity of corporate cash holdings to corporate governance." *Review of Financial Studies* 25, 3610-3644
- 24- Cheung, A., Hu, M., Schwiebert, J. (2015). "The impact of negative cash flow and influential observations on investment-aah flow sensitivity." *Journal of Banking & Finance*, 28(5), 901-930
- 25- "Corporate responsibility and corporate cash holdings." *Journal of Corporate Finance* 37(2), 412-430
- 26- Cox, P., Brammer, S. & Millington, A. (2011). "An empirical examination of institutional investor preferences for corporate social responsibility." *Journal of Business Ethics*, 52 (1): 27-42.
- 27- Dittmar, A. & Mahrt-Smit, J. (2007). "Corporate governance and the value of cash holdings." *Journal of Financial Economics*, 83(3): 599-634.
- 28- Drobetz, W., M. Gruninger and S. Hircevggl. (2000). "The relationship between corporate cash holdings and the value of cash holdings." *Journal of Banking & Finance*, Vol 34, pp.2168-2184
- 29- Durnev, A., Albuquerque, R. A., & Kikkie, Y. (2011). "Corporate Responsibility and Asset Pricing in Emerging Markets." *Journal of Accounting and Public Policy*, 22 (4): 325-345.
- 30- Fama, E., French, K. (2007). "Market segmentation, joint investment, and common risk." *Journal of Financial Economics* 83, 667-689.
- 31- Faulkender, M., Wang, R. (2006). "Corporate financial policy and the value of cash." *Journal of Finance*. vol.61, Issue 4, pp:1957-1990, August 2006.
- 32- Fama, E., French, K. (2007). "Market segmentation, joint investment, and common risk." *Journal of Financial Economics* 83, 667-689.
- 33- Fama, E., French, K. (2007). "Market segmentation, joint investment, and common risk." *Journal of Financial Economics* 83, 667-689.
- و Eqs، ترجمه سیاوش طالع‌پسند (۱۳۹۰)، چاپ دوم، سمnan: انتشارات دانشگاه سمnan.
- 11- Arrrr Rfff,) "The Corporate Social responsibility Disclosure". *Business and Economics Research Journal*, 2 (3): 19-32.
- 12- Acharya, V. V., Almeida, H., & Cmlill, .. (2003). "The Choice between Cash and Lines of Credit". *The Journal of Finance*, 68(5), 2059-2116.
- 13- Allayannis, G., & Mozumdar, A. (2004). "The impact of negative cash flow and influential observations on investment-aah flow sensitivity." *Journal of Banking & Finance*, 28(5), 901-930
- 14- Antoni, G., Sacconi, L., (2011). "Does virtuous circle between social capital and CRR exist? A network framework and some empirical evidence." Working paper, University of Trento, Italy.
- 15- Arii, A. & G., .. (2011). "Corporate social responsibility and the value of cash holdings." *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 8 (2): 72-91.
- 16- Aguilera, R., Florackis, C., & Kim, H. (2016). "The Corporate Governance Research Agenda." *Corporate Governance: An International Review*, 24(3), 172-180.
- 17- Bates, T.W., Kahle, K.M. & Stulz, R.M. (2009). "Why do U.S. firms hold so much more cash than they used to?" *Journal of Finance*, 64(5): 1985-2021.
- 18- Benson, K., Faff, R. & Smith, T. (2015). "Injecting liquidity into liquidity research." *Pacific-Basin Finance Journal*, 35: 533-577
- 19- Bottenberg K., Tuschke A., Flickinger M. (2017). "The relationship between shareholder and stakeholder orientation: Lessons from Germany." *Journal of Management Inquiry*, 26, 165-180
- 20- Bosco, B. D., & Misani, N. (2011). "The effect of cross-listing on the environmental, social, and governance performance of firm." *Journal of World Business*, 51(6), 977-990.
- 21- Chakraborty, A., Baum, C. F., & Liu, B. (2011). "The relationship between corporate cash holdings and the value of cash under

- industry eett rr..” *Journal of Business Ethics* 110:441–456.
- 46- Johnson, B.R., Connolly, E. and Carter, TSS (2)))). CGr prr tte cccial responsibility: The role of fortune 100 companies in domestic and international ttt urll diaattrr..” *Journal of Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, Vol. 18(6), 352-369.
- 47- Kevin, A. Sanjay, B., and Athanasios, 55555555” Corooorte cssh oolii gg:: causes and consequences”. *International Review of Financial*, 45, 421-433.
- 48- Loehlin, J. C. (2004) Latent variable models: An introduction to factor, path, and structural analysis (4th Ed.) Mahwah, NJ: Erlbaum.
- 49- Louis, Henock Amy Sun & Oktay Urcan.,(2010). "Value of Cash Holdings and Accounting Conservatism" . Http : //SSRN.Com/
- 50- ,, , , Baattccaary,, C. (9999). “Tee debate over doing good: Corporate social performance, strategic marketing levers, and firm-iii yyyrrr ttic risk”” *Journal of Marketing* 73, 198–213.
- 51- Mohammad Jizi.(7777)”The Influence of Board Composition on Sustainable Development Disclosure, *Business Strategy and the Environment*, 666(5): 640-686
- 52- Mohammed Benlemlih, Isabelle Girerd-Potin. (2))))) ”Corporate social responsibility and firm financial risk reduction: On the moderating role of the legal vvvirmittt ”” *JBFA*, 44(7):1137–1166
- 53- Nguyen, T. L., Nguyen, L. N., & Le, T. P. (2016). Firm Value, Corporate Cash Holdings and Financial Constraint: A Study from a Developing Market. *Australian Economic Papers*, 55(4), 368-385
- 54- Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R. & Williamson, R. (1999). The determinants and implications of corporate cash holdings. *Journal of Financial Economics*, 52(1): 3-46.
- 55- Ozkan, A. & Ozkan, N. (2004). "Corporate cash holding: An empirical investigation of UK companies", *Journal of Banking & Finance* 28, 2103-2134.
- 56- Paek, S., Xiao, Q., Lee, S., Song., H. (2013). Does managerial ownership affect different corporate social responsibility ttttt tiss”” *European Financial Management*, 10(2): 295–319.
- 34- Ferreira, M.A. & Laux, A. (2))))) .” Corporate Governance, Idiosyncratic Risk, and information Flow” *THE JOURNAL OF FINANCE*, 10(2): 951–989.
- 35- Gao, S. S., Heravi, S. & Xiao, J. Z. (5555). eee trr minnts of crr rrr tte cccial and environmental reporting in Hong Kggg: A rssaarhh ttt ..” *Accounting Forum*, 29 (2): 233–242.
- 36- Galbreath, J. (2010). www ssss Corporate Social Responsibility Benefit Firms? vvicccce from Att rlli..” *European Business Review*, 22(4), 411-431
- 37- Garcia-Teruel, P.J., Martinez- Solano, P. & Sanchez-Ballesta, J.P. (2009). Accruals quality and corporate cash holdings, *Journal of Accounting and Finance*, 49(1): 95–115.
- 38- Harford, J., Mansi, S., Maxwell, W.(2008). Corporate governance and firm cash holdings in the US. *Journal of Financial Economics* 87, 535–555.
- 39- Harford, J., Klasa, S., & Maxwell, W. F.(2014). Refinancing risk and cash holdings. *The Journal of Finance*, 69(3), 975-1012.
- 40- Harris, M & Raviv, A.(1991). " The Theory of Capital Structure". *Journal of Finance*, vol.1 No 46. PP 297-335.
- 41- Hayes, A.F.(2013). Introduction to Mediation, Moderation, and Conditional Process Analysis: A Regression-Based Approach
- 42- Ittriii ,, G. (8888). uuuuuuuigg disclosure and firms' financial attributes: vvicccce frmm tee UK ttkkk mrrrkt”” *International Review of Financial Analysis*, 17 (2): 219–241.
- 43- Jensen, M.(1986). gggcccy sss ts ff free cash flow, corporate finance, and tkkvvrr””” *American Economic Review* 76: 323–337.
- 44- Jensen, M., & Meckling, W. (1976). TThrrr y ff the firm: aa agrrii aaaa vior, agency costs, and ownership structure.” *Journal of Financial Economics*, 3, 305–360.
- 45- Jo, H., Na, H.(2012). ooo ss CSR reduce firm risk? Evidence from controversial

- corporate governance disclosure and its determinants in a developing market: The case of Egypt. *Advances in Accounting, incorporating Advances in International Accounting*, 28 (1): 168–178.
- 61- Sun, Y., Yi, Y., Lin, B. (2012). Board independence, internal information environment and voluntary disclosure of firms in China. *China Journal of Accounting Research*, 5 (2): 145–161.
- 62- Wang, S., & Gao, Y. (2016). What do we know about corporate social responsibility research? a content analysis. *The Irish Journal of Management*, 35(1), 1-16.
- 63- Zhao, X., Chen, S., & Xiong, C. (2016). Organizational attention to corporate social responsibility and corporate social performance: the moderating effects of corporate governance. *Business Ethics: A European Review*, 25(4), 386-399.
- 64- Boubaker, S., Derouiche, I. & Nguyen, D. (2013). Does the board of directors affect cash holdings? A study of French listed firms, *Journal of Management & Governance*, 19(2): 341-370.
- dimensions? An empirical examination of U.S. publicly traded hospitality firms. *International Journal of Hospitality Management* 34 (2013) 423– 433
- 57- Palazzo, D., (2012). Cash holdings, risk, and expected returns. *Journal of Financial Economics* 104 (1), 162-185.
- Ranjan D'ee llo, Xinghua Gao, Yonghong Jia.(2017). Internal control and internal capital allocation: evidence from internal capital markets of multi-segment firms. *Review of Accounting Studies*, 22, 1, 251
- 58- Rnnjnn D'ee llo, Xinghua Gao, Yonghong Jia.(2017).Internal control and internal capital allocation: evidence from internal capital markets of multi-segment firms. *Review of Accounting Studies*, 22, 1, 251
- 59- Saleh, M. Zulkifli, N. & Muhamad, R. (2010). Corporate social responsibility disclosure and its relation on institutional ownership. *Managerial Auditing Journal*, 25 (6): 591–613.
- 60- Samaha, KH., Dahawy, KH., Hosseinei, KH. & Stapleton, P. (2012). The extent of

