



فصلنامه راهبرد مدیریت مالی

دانشگاه الزهرا

سال یازدهم، شماره چهل و دوم، پاییز ۱۴۰۲

صفحات ۱۹۲-۱۷۵



مقاله پژوهشی

## گزارشگری مسئولیت‌پذیری اجتماعی و نقدشوندگی سهام: نقش تعدیل‌کنندگی نظارت خارجی<sup>۱</sup>

مهدی صفری گرایلی<sup>۲</sup>، یاسر رضائی پیته نوئی<sup>۳</sup>، داوود حسن پور<sup>۴</sup>

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۲/۰۷/۲۲

تاریخ دریافت: ۱۴۰۱/۰۵/۰۱

### چکیده

امروزه توسعه فراگیر گزارشگری مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت‌ها به منظور ایجاد شفافیت و پاسخگویی در بازارهای سرمایه، مورد توجه فراوانی قرار گرفته است. از این‌رو هدف این پژوهش بررسی رابطه بین گزارشگری مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت‌ها با نقدشوندگی سهام آن‌ها و مطالعه اثر تعدیل‌کنندگی نظارت خارجی بر این رابطه می‌باشد. فرضیه‌های پژوهش به کمک نمونه‌ای متشکل از ۸۷ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۷ و با بهره‌گیری از مدل‌های رگرسیون چندگانه مبتنی بر تکنیک داده‌های ترکیبی مورد آزمون قرار گرفتند. نتایج پژوهش بیانگر آن است که بین گزارشگری مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت‌ها و نقدشوندگی سهام آن‌ها رابطه مثبت معنی‌داری وجود دارد. علاوه بر این، نتایج نشان داد که نظارت خارجی نقش تعدیل‌کننده در رابطه بین مسئولیت‌پذیری اجتماعی و نقدشوندگی سهام شرکت‌ها داشته و رابطه مثبت بین آن‌ها را تشدید می‌کند. یافته‌های پژوهش ضمن پر کردن شکاف تحقیقاتی در این حوزه، می‌تواند برای سرمایه‌گذاران، سازمان بورس اوراق بهادار و سایر ذینفعان اطلاعات حسابداری در امر تصمیم‌گیری راهگشا باشد.

**واژگان کلیدی:** مسئولیت‌پذیری اجتماعی، نقدشوندگی سهام، نظارت خارجی.

**طبقه‌بندی موضوعی:** G12, G14, G32, M14.

۱. کد مقاله: 10.22051/JFM.2019.27461.2162

۲. دانشیار، گروه حسابداری، واحد بندرگز، دانشگاه آزاد اسلامی، بندرگز، ایران. (نویسنده مسئول). Email: Mehdi.safari83@yahoo.com

۳. دانشیار، گروه حسابداری، دانشگاه گیلان، رشت، ایران. Email: Rezaei.yasser@gmail.com

۴. مربی، گروه حسابداری، دانشگاه پیام نور، تهران، ایران. Email: dhassanpour@pnu.ac.ir

## مقدمه

بر اساس تئوری نمایندگی، مدیران به‌عنوان نمایندگان سهام‌داران ممکن است به‌گونه‌ای عمل نمایند یا تصمیماتی را اتخاذ کنند که لزوماً در راستای به حداکثر رساندن ثروت سهام‌داران نباشد. مطابق این تئوری، باید سازوکارهای کنترلی یا نظارتی کافی برای محافظت از سهام‌داران در مقابل تضاد منافع ایجاد شود. در این راستا سازوکارهای متعددی در ادبیات حسابداری و مالی ارائه شده که از آن جمله می‌توان به افشای اطلاعات اشاره نمود (سابرامانیام<sup>۱</sup> و همکاران، ۲۰۱۷). افشای اطلاعات باکیفیت، موجب کاهش عدم‌تقارن اطلاعاتی در بازار می‌شود (کارامانو و وافیس، ۲۰۰۵). از سوی مقابل، افشای مالی ضعیف موجب گمراهی سهام‌داران شده و اثر نامطلوبی بر ثروت آن‌ها دارد. تجزیه و تحلیل نظری و شواهد تجربی بیانگر آن است که افزایش عدم‌تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سهام‌داران شرکت با کاهش تعداد سرمایه‌گذاران و پایین آمدن نقدشوندگی اوراق بهادار، کم شدن حجم معاملات سهام و به‌طور کلی، کاهش منافع اجتماعی از محل این دادوستدها رابطه مستقیم دارد (هفلین و همکاران<sup>۲</sup>، ۲۰۰۵). بنابراین، افشای اطلاعات از طریق کاهش عدم‌تقارن اطلاعاتی، باعث افزایش حجم معامله‌ها و نقدشوندگی خواهد شد.

از سوی دیگر، امروزه گزارشگری مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت به‌عنوان یک پدیده بسیار مهم به شمار می‌رود. منظور از مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها، پیوستگی و اتحاد میان فعالیت‌ها و ارزش‌های سازمان به‌گونه‌ای است که منافع کلیه ذی‌نفعان شامل سهام‌داران، مشتریان، کارکنان، سرمایه‌گذاران و عموم جامعه، در سیاست‌ها و عملکرد سازمان منعکس گردد. به‌عبارت‌دیگر، سازمان باید همواره خود را جزئی از اجتماع بداند و نسبت به جامعه احساس مسئولیت داشته باشد و در جهت بهبود رفاه عمومی به‌گونه‌ای مستقل از منافع مستقیم شرکت، تلاش کند (صفری گرایی، ۱۳۹۷). علی‌رغم اینکه هدف گزارش‌های مسئولیت اجتماعی پرداختن به دغدغه‌های وسیع‌تر ذینفعان در ابعاد گوناگون زیست‌محیطی، اجتماعی، حاکمیت شرکتی و اقتصادی است، لیکن سرمایه‌گذاران اغلب از این نوع گزارش‌ها جهت اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری استفاده می‌نمایند (چیونگ<sup>۳</sup>، ۲۰۱۶). تحقیقات پیشین غالباً به نقش این گزارش‌ها و ارتباط آن با ارزش شرکت (لیس و همکاران<sup>۴</sup>، ۲۰۱۵)، کاهش هزینه حقوق صاحبان سهام (دالیوال و همکاران<sup>۵</sup>، ۲۰۱۱) و دقت پیش‌بینی تحلیلگران (دالیوال و همکاران، ۲۰۱۲) پرداخته‌اند. باین‌وجود، در خصوص نقش اطلاعات موجود در گزارش مسئولیت اجتماعی در کاهش عدم‌تقارن اطلاعاتی بازار و نقدشوندگی سهام، تحقیقات چندانی در ادبیات حسابداری صورت نگرفته است. بر پایه ادبیات موجود، شرکت‌هایی که عملکرد اجتماعی بالایی دارند تمایل بیشتری به افشای عمومی فعالیت‌های اجتماعی خود دارند. بنابراین، چنین استدلال می‌شود که گزارشگری مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها موجب افزایش شفافیت و کیفیت اطلاعات ارائه‌شده از سوی شرکت می‌گردد. با افزایش کیفیت اطلاعات، ریسک اطلاعاتی و عدم اطمینان

1. Subramaniam et al.
2. Heflin et al.
3. Cheung
4. Lys et al.
5. Dhaliwal et al.

سرمایه‌گذاران کاهش یافته و به تبع آن عدم تقارن اطلاعاتی بازار کاسته می‌گردد (سایرامانیام و همکاران، ۲۰۱۷). بدین ترتیب، انتظار می‌رود که مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت‌ها منجر به کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و به تبع آن افزایش نقدشوندگی بازار شود. اما در بیشتر پژوهش‌های انجام شده تا کنون این موضوع در نظر گرفته نشده و نیاز به انجام مطالعه‌ای در این زمینه احساس می‌شد که این خود، انگیزه‌ای جهت انجام این پژوهش بود. لذا، در این پژوهش سعی بر آن است که رابطه بین مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت‌ها با نقدشوندگی سهام آن‌ها و همچنین، اثر تعدیل‌کنندگی نظارت خارجی بر این رابطه، مورد بررسی قرار گیرد. پرسش اصلی پژوهش آن است که آیا بین مسئولیت‌پذیری اجتماعی با نقدشوندگی سهام شرکت رابطه معنی‌داری وجود دارد؟ علاوه بر این آیا این رابطه تحت تأثیر نظارت خارجی قرار می‌گیرد؟ در صورت مثبت بودن پاسخ، نوع رابطه چگونه می‌باشد؟

یافته‌های پژوهش پر کردن شکاف تحقیقاتی در این حوزه، می‌تواند به توسعه ادبیات نظری در حوزه گزارشگری اجتماعی شرکت‌ها نیز کمک کند و به درک بهتر سرمایه‌گذاران، قانون‌گذاران بازار سرمایه و سایر استفاده‌کنندگان اطلاعات حسابداری از تأثیر مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت‌ها بر رونق بازار سرمایه بیانجامد و در تصمیم‌گیری آنان موثر باشد. در ادامه مبانی نظری و فرضیه‌های پژوهش به بحث گرفته شده و سپس، روش پژوهش و یافته‌ها ارائه خواهد شد.

## مبانی نظری و فرضیه پژوهش

### مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت

مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها، از دهه ۱۹۵۰ در ادبیات آکادمیک مورد بحث بوده و از ظهور اولیه آن تاکنون به‌طور قابل ملاحظه‌ای تکامل یافته است. طی این دوره، این مفهوم از رویه‌های ناهماهنگ و داوطلبانه به یک تعهد واضح و صریح در پاسخ به فشارهای ذینفعان توسعه یافته و به تدریج به یک تعهد مستمر تبدیل شده است (صفری گرایلی، ۱۳۹۷). مسئولیت اجتماعی را می‌توان این‌گونه تعریف کرد: مجموعه‌ای از فعالیت‌های مربوط به اندازه‌گیری و پردازش عملکرد سازمان‌های تجاری و نقش آن‌ها در نگهداری و محافظت از محیط‌زیست و ارائه‌ی خدمات متفاوت به جوامع محلی خود مستقیم و غیرمستقیم و گزارش این نتایج به‌گونه‌ای که جامعه قادر به ارزیابی عملکرد اجتماعی آن سازمان باشد. وظیفه‌ی سازمان‌ها محدود به پیشینه‌سازی سود و بازده اقتصادی نیست، بلکه شامل تمام جنبه‌های محیطی و خدمات اجتماعی می‌شود. (رهااله و شریاری<sup>۱</sup>، ۲۰۰۸). اندرلی و تاویس<sup>۲</sup> (۱۹۹۸)، مسئولیت‌پذیری اجتماعی سازمان را به‌عنوان خط‌مشی و تکنیکی ورای اجبارات قانونی آن و به‌منظور سوددهی برای کل جامعه تعریف کرده‌اند. بر طبق تعریف آنجلی دیس و ابراهیم<sup>۳</sup> (۱۹۹۳)، مسئولیت‌پذیری اجتماعی سازمان شامل فعالیت اجتماعی سازمان با هدف پاسخگویی به نیازهای جامعه است. لرنر و فریکسل<sup>۴</sup> (۱۹۸۸)، مسئولیت‌پذیری اجتماعی سازمان را

1. Rahahleh & Shariari  
2. Enderle & Tavis  
3. Angelidis & Ibrahim  
4. Lerner & Fryxell

در قالب سازگاری فعالیت‌ها و درآمد سازمان را با انتظارات و ارزش‌های جامعه تعریف می‌کنند. تمایل و اصرار واحد تجاری به تعهد نسبت به مسئولیت اجتماعی در تمامی ابعاد، اثر قابل توجهی را روی عملکرد مالی دارد، در واقع گرایش به سمت مسئولیت اجتماعی، واحد تجاری را ترغیب می‌کند تا برای بهبود محیط‌زیست، استفاده از انرژی و مواد کمتر، مدیریت ضایعات و غیره تلاش کند (ساندهو و کاپور<sup>۱</sup>، ۲۰۱۰). در نتیجه واحدهای تجاری می‌توانند بازده‌های بلندمدت خود را از طریق کاهش اثرات منفی خود بر اجتماع، به صورت اختیاری، حداکثر نمایند. به طوری که امروزه این تفکر در میان واحدهای تجاری به صورت روزافزون در حال شکل‌گیری است که موفقیت بلندمدت آن‌ها می‌تواند از طریق مدیریت کردن عملیات شرکت، هم‌زمان با ایجاد اطمینان از حمایت محیطی و پیشرفت مسئولیت‌های اجتماعی شرکت، تحقق یابد (فروغی و همکاران، ۱۳۸۷).

### مسئولیت‌پذیری اجتماعی و نقدشوندگی سهام

نقدشوندگی یکی از ویژگی‌های مطلوب بازارهای رقابتی است. نقدشوندگی به صورت امکان انجام معاملات به سرعت، با هزینه اندک و بدون تحت تأثیر قرار دادن شدید قیمت تعریف شده و تعیین کننده اصلی امکان ادامه حیات بازارها بیان شده است (ویس<sup>۲</sup>، ۲۰۰۴). هر چه توانایی نقدشوندگی سهم کمتر باشد، آن سهم برای سرمایه‌گذاران جذابیت کمتری دارد، مگر اینکه بازده بیشتری عاید دارنده آن شود. شواهد تجربی بیانگر آن است که عامل عدم نقدشوندگی در تصمیم‌گیری‌ها می‌تواند نقش مهمی را بازی کند. به بیانی دیگر بعضی از سرمایه‌گذاران ممکن است خیلی زود به منابع مالی سرمایه‌گذاری خود نیاز داشته باشند که در چنین مواردی قدرت نقدشوندگی می‌تواند بسیار مهم باشد (یحیی‌زاده فر و خرم‌دین، ۱۳۸۷). علاوه بر این، یکی از معیارهای که در تعیین ارزش شرکت مورد توجه قرار می‌گیرد، نقدشوندگی سهام است. نقدشوندگی اوراق بهادار عبارت است از توانایی معامله سریع حجم بالایی از اوراق بهادار با هزینه پایین و تأثیر قیمتی کم. تأثیر قیمتی کم به این معنی است که قیمت دارایی در فاصله میان سفارش تا خرید، تغییر چندانی نداشته باشد (فروغی و همکاران، ۱۳۹۰). از سوی دیگر، دلایل متعددی نظیر کاهش هزینه‌های سرمایه، افزایش ارزش شرکت یا کاهش خطر اطلاعات برای جذب سرمایه‌گذاران وجود دارد که شرکت‌ها را به گزارشگری مسئولیت‌پذیری اجتماعی ترغیب می‌کند. در میان این دلایل مختلف، نقدشوندگی بازار سهام می‌تواند یک انگیزه اصلی باشد. زیرا گزارشگری مسئولیت اجتماعی مبتنی بر تقاضا و عرضه منافع بازار و پاسخ‌های شرکت به آن است. اگر شرکت‌ها دارای سطح پایین‌تر نقدشوندگی بازار باشند، ممکن است تمایل به افشای مسئولیت اجتماعی پیدا کنند تا نقدشوندگی سهام را افزایش دهند (گراهام و همکاران<sup>۳</sup>، ۲۰۰۵). بنابراین، نقدشوندگی سهام، می‌تواند یک انگیزه مهم برای شرکت‌ها یا تصمیم‌گیرندگان اصلی شرکت‌ها برای گزارشگری مسئولیت‌پذیری اجتماعی باشد (سابرامانیام و همکاران، ۲۰۱۷). چرا که

1. Sandhu and Kapoor
2. Wyss
3. Graham et al.

گزارشگری مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت‌ها موجب افزایش کیفیت اطلاعات ارائه شده می‌گردد، با افزایش کیفیت اطلاعات، ریسک اطلاعاتی و عدم اطمینان سرمایه‌گذاران کاهش یافته و به تبع آن عدم تقارن اطلاعاتی بازار کاسته می‌گردد. بدین ترتیب، استدلال می‌شود که گزارشگری مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها منجر به کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و به تبع آن، افزایش نقدشوندگی بازار شود.

#### نظارت خارجی، مسئولیت‌پذیری اجتماعی و نقدشوندگی سهام

شواهد تجربی موجود نشان می‌دهد که سازوکارهای نظارتی خارجی قوی، رفتار فرصت‌طلبانه مدیران جهت پنهان نمودن و عدم افشای اطلاعات شرکت را محدود می‌سازد. از جمله سازوکارهای نظارت خارجی که به طور گسترده در ادبیات مورد استفاده قرار گرفته است، سرمایه‌گذاران نهادی می‌باشد (ودیعی نوقابی و رستمی، ۱۳۹۳). به‌طور کلی که سرمایه‌گذاران نهادی به دو طریق بر حاکمیت شرکتی تأثیر می‌گذارند. نخست، سرمایه‌گذاران نهادی می‌توانند از طریق خرید و فروش سهام به‌طور غیرمستقیم نقطه نظرات خود را بیان کنند. دوم، سرمایه‌گذاران نهادی می‌توانند به‌عنوان ناظرانی فعال با رأی خود بر حاکمیت شرکتی تأثیرگذار باشند. سرمایه‌گذاران نهادی دارای مالکیت بالا از انگیزه زیادی برای ایفای نقش نظارتی برخوردارند. چراکه منافعی که در پی نظارت برای آن‌ها حاصل می‌شود از هزینه‌های این کار بیشتر است (شیفر و ویشنی<sup>۱</sup>، ۱۹۸۶). علاوه بر این، مالکیت زیاد به این دسته از سرمایه‌گذاران امکان می‌دهد که تأثیر بیشتری بر حاکمیت شرکتی داشته، و به‌جای مفت‌سواری به دنبال اعمال نظارت فعال بر روند انجام فعالیت‌ها باشند (لیو و همکاران<sup>۲</sup>، ۲۰۱۷). همچنین، سرمایه‌گذاران نهادی نقش مهمی را در گزارشگری اجتماعی شرکت‌ها ایفا می‌کنند. سرمایه‌گذاران نهادی مدیران شرکت‌ها را به گزارشگری اطلاعات اجتماعی در گزارش سالانه خود تشویق می‌کنند، تا بتوانند مشروعیت و افزایش ارزش شرکت را از طریق مکانیسم‌های بازار سرمایه که قیمت سهام شرکت را تحت تأثیر قرار می‌دهد، به دست آورند که این به‌نوبه خود موجب افزایش نقدشوندگی سهام شرکت‌ها می‌شود.

#### پیشینه پژوهش

هارجوتو<sup>۳</sup> (۲۰۱۸) به بررسی تأثیر مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت بر احتمال و شدت تقلب شرکت پرداخت. نتایج پژوهش نشان داد که شرکت‌های با مسئولیت اجتماعی بالاتر، احتمال و شدت تقلب شرکتی کمتری دارند. کیم و همکاران<sup>۴</sup> (۲۰۱۷) پژوهشی تحت عنوان افشای مسئولیت اجتماعی شرکت و اثربخشی کنترل داخلی، طی دوره زمانی ۲۰۰۴ تا ۲۰۱۲ برای ۱۵۹۶۱ سال - شرکت انجام دادند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد که افشای مسئولیت اجتماعی باعث بهبود اثربخشی کنترل داخلی شرکت می‌گردد. سابرامانیام و همکاران (۲۰۱۷) در پژوهش خود و با استفاده از داده‌های نمونه‌ای از ۱۹۴ شرکت حاضر در بورس سهام

1. Shleifer & Vishny
2. Liu et al.
3. Harjoto et al
4. Kim et al.

مالزی، تأثیر افشای مسئولیت اجتماعی و مالکیت نهادی بر نقدشوندگی سهام شرکت‌ها را مورد بررسی قرار دادند. نتایج پژوهش نشان داد که با بهبود سطح افشای مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها، نقدشوندگی بازار افزایش می‌یابد. علاوه بر این، آن‌ها دریافتند که مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی رابطه بین افشای مسئولیت اجتماعی و نقدشوندگی سهام شرکت‌ها را تشدید می‌کند. وای چو و همکاران (۲۰۱۳) در پژوهشی تحت عنوان، مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها و عدم تقارن اطلاعاتی و با انتخاب نمونه‌ای شامل ۵۱۰۸۶ مشاهده طی سال‌های ۲۰۰۳ تا ۲۰۰۹ به بررسی ارتباط بین این متغیرها پرداختند. آن‌ها در این پژوهش از دامنه قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام به‌عنوان سنج عدم تقارن اطلاعاتی استفاده نمودند. با به‌کارگیری مدل‌های رگرسیون چند متغیره، نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ها نشان داد که بین افشای مسئولیت اجتماعی و عدم تقارن اطلاعاتی شرکت‌ها رابطه منفی معنی‌داری وجود دارد. دالیوال و همکاران (۲۰۱۱) در پژوهش خود تحت عنوان افشای اطلاعات اختیاری و هزینه حقوق صاحبان سهام، به بررسی تأثیر افشای مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها بر هزینه حقوق صاحبان سهام آن‌ها در کشور آمریکا پرداختند. نمونه آماری پژوهش شامل ۳۰۱۵۶ شرکت - سال مشاهده طی سال‌های ۲۰۰۲ تا ۲۰۰۹ بوده است. با بهره‌گیری از مدل‌های رگرسیون چند متغیره، نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ها و تجزیه و تحلیل داده‌ها حاکی از آن است که شرکت‌های دارای افشای مسئولیت اجتماعی بیشتر، هزینه حقوق صاحبان سهام کمتری را تجربه می‌کنند. ابدوروف<sup>۱</sup> (۲۰۱۱) به بررسی میزان و ماهیت افشای مسئولیت اجتماعی شرکت پرداخت و به آزمون رابطه آن با ویژگی‌های خاص شرکت اقدام نمود. نتایج پژوهش نشان داد که بین نسبت مدیران غیرموظف و افشای مسئولیت‌های اجتماعی شرکت رابطه مثبت معنی‌داری وجود دارد. صالح و همکاران (۲۰۱۰) با انتخاب نمونه‌ای از شرکت‌های فعال در بازار سرمایه مالزی طی سال‌های ۲۰۰۳ تا ۲۰۰۹ به بررسی افشای مسئولیت‌های اجتماعی شرکت و ارتباط آن با مالکیت نهادی پرداختند. یافته‌های آن‌ها نشان داد که رابطه مثبت معنی‌داری بین افشای مسئولیت‌های اجتماعی شرکت و سرمایه‌گذاران نهادی وجود دارد. حداد و همکاران (۲۰۰۹) به بررسی ارتباط بین این متغیرها پرداختند. در این پژوهش به‌منظور سنجش افشای اختیاری از چک‌لیستی مشتمل بر ۶۲ قلم وارد افشاء و از دامنه قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام به‌عنوان معیار سنجش نقدشوندگی سهام استفاده گردید. نتایج پژوهش حاکی از آن است که با افزایش سطح افشای اختیاری شرکت‌ها، نقدشوندگی سهام آن‌ها افزایش می‌یابد. هفلین و همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۰۵) در پژوهش خود تحت عنوان «کیفیت افشا و نقدشوندگی سهام» به بررسی رابطه بین متغیرهای فوق پرداختند. نمونه آماری این پژوهش شامل ۳۰۳ شرکت بوده است. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های پژوهش نشان داد که با بهبود کیفیت افشای اطلاعات شرکت‌ها، نقدشوندگی سهام آن‌ها افزایش می‌یابد. مران جوری و علی‌خانی (۱۳۹۳) طی پژوهشی به بررسی رابطه بین سطح افشای اطلاعات زیست‌محیطی و اجتماعی با دو سازوکار راهبردی شرکتی؛ یعنی سرمایه‌گذاران نهادی و مدیران غیرموظف در شرکت‌های ایرانی پرداختند. نمونه آماری این پژوهش شامل ۶۶ شرکت فعال در صنایع مختلف طی سال‌های ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۰ بود. یافته‌ها بیانگر آن است

1. Abdurouf  
2. Heflin et al.

که بین اندازه شرکت با سطح افشای اطلاعات زیست‌محیطی و اجتماعی رابطه معنی‌دار مثبتی وجود دارد، اما بین سطح افشای اطلاعات زیست‌محیطی و اجتماعی و سرمایه‌گذاران نهادی و مدیران غیرموظف رابطه معنی‌داری مشاهده نشد. حاجیها و سرفراز (۱۳۹۳) رابطه بین مسئولیت اجتماعی و هزینه حقوق صاحبان سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران را مورد بررسی قرار دادند. یافته‌های پژوهش نشان داد که مسئولیت‌پذیری اجتماعی رابطه منفی معنی‌داری با هزینه حقوق صاحبان سهام دارد. به‌بیان‌دیگر، اطلاعات مسئولیت‌پذیری شرکت برای سرمایه‌گذاران محتوای اطلاعاتی دارد.

### فرضیه‌های پژوهش

با توجه به مطالب ارائه‌شده در بخش مبانی نظری و پیشینه پژوهش و همچنین، پاسخ به پرسش مطرح‌شده، فرضیه‌های پژوهش به‌صورت زیر بیان می‌گردد:

- فرضیه اول-** مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت‌ها باعث افزایش نقدشوندگی سهام آن‌ها می‌گردد.
- فرضیه دوم-** نظارت خارجی، رابطه بین مسئولیت‌پذیری اجتماعی و نقدشوندگی سهام شرکت را تشدید می‌کند.

### روش‌شناسی پژوهش

پژوهش حاضر از نظر هدف، پژوهشی کاربردی و از نظر شیوه گردآوری داده‌ها، از نوع تحقیقات نیمه‌تجربی پس‌رویدادی در حوزه تحقیقات اثباتی حسابداری است که با استفاده از روش رگرسیون چندمتغیره و مدل‌های اقتصادسنجی انجام شده است. جامعه آماری مورد مطالعه در این پژوهش را شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۲ الی ۱۳۹۷ تشکیل می‌دهد و نمونه انتخابی پژوهش نیز شرکت‌هایی می‌باشند که مجموعه شرایط زیر را دارا باشند:

- ۱- شرکت‌هایی که تاریخ پذیرش آن‌ها در سازمان بورس اوراق بهادار قبل از سال ۱۳۹۲ بوده و تا پایان سال ۱۳۹۷ نیز در فهرست شرکت‌های بورسی باشند.
  - ۲- به‌منظور افزایش قابلیت مقایسه، سال مالی آن‌ها منتهی به پایان اسفندماه باشد.
  - ۳- طی دوره‌های موردنظر تغییر فعالیت و یا تغییر سال مالی نداده باشند.
  - ۴- جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری و واسطه‌گری‌های مالی نباشند (شرکت‌های سرمایه‌گذاری به علت تفاوت ماهیت فعالیت با بقیه شرکت‌ها در جامعه آماری منظور نشدند).
  - ۵- طول وقفه انجام معاملات در این شرکت‌ها طی دوره زمانی مذکور، بیشتر از ۶ ماه نباشد.
- پس از اعمال محدودیت‌های فوق، تعداد ۸۷ شرکت به‌عنوان نمونه آماری مورد مطالعه در این پژوهش انتخاب گردید. داده‌های لازم برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از طریق مراجعه به صورت‌های مالی و یادداشت‌های توضیحی شرکت‌های منتخب، پایگاه اینترنتی بورس اوراق بهادار و دیگر پایگاه‌های مرتبط و نرم‌افزار ره‌آورد نوین استخراج شد. جهت تجزیه و تحلیل نهایی داده‌ها نیز از نرم‌افزارهای اقتصادسنجی Eviews و Stata استفاده شده است.



### مدل و متغیرهای مورد استفاده

به منظور آزمون فرضیه‌های پژوهش از مدل‌های رگرسیون چند متغیره زیر استفاده شده است:  
مدل مربوط به آزمون فرضیه اول:

$$LIQ_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CSR_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 ROE_{i,t} + \beta_5 GWTH_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

مدل مربوط به آزمون فرضیه دوم:

$$LIQ_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CSR_{i,t} + \beta_2 INST_{i,t} + \beta_3 CSR_{i,t} * INST_{i,t} + \beta_4 SIZE_{i,t} + \beta_5 LEV_{i,t} + \beta_6 ROE_{i,t} + \beta_7 GWTH_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

در ادامه به معرفی هر یک از متغیرهای پژوهش پرداخته می‌شود.

### متغیر وابسته

متغیر وابسته در پژوهش حاضر نقدشوندگی سهام شرکت است که به منظور سنجش، آن به پیروی از توسط سابرامانیام و همکاران (۲۰۱۷) و یحیی‌زاده فر و خرم‌دین (۱۳۸۷) از نسبت عدم نقدشوندگی ارائه شده توسط آمیهود<sup>۱</sup> (۲۰۰۲)، استفاده شده است، به طوری که:

$$ILLIQ_{id} = \frac{1}{D_{it}} \sum_{d=1}^{d_{it}} \left| \frac{R_{idt}}{V_{idt}} \right| \quad (3)$$

که در آن  $R_{idt}$  بازده سهم  $i$  در روز  $d$  در ماه  $t$ ،  $V_{idt}$  حجم معاملات بر روی سهم  $i$  در روز  $d$  در ماه  $t$  و  $D_{it}$  تعداد روزهای انجام معامله بر روی سهم  $i$  در روز  $d$  در ماه  $t$  و  $ILLIQ$  نسبت عدم نقدینگی می‌باشد. از آنجاکه معیار فوق بیانگر عدم نقدشوندگی است، لذا از قرینه (منفی) آن به عنوان معیار نقدشوندگی سهام استفاده می‌شود. به طوری که هرچه عدد به دست آمده کوچک‌تر باشد، نقدشوندگی سهام کمتر است.

### متغیر مستقل

متغیر مستقل این پژوهش مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت ( $CSR$ ) است که برای سنجش آن، با توجه به پژوهش‌های پیشین (مران‌جوری و علی‌خانی، ۱۳۹۳؛ پورعلی و حجامی، ۱۳۹۳) و نظرسنجی از صاحب‌نظران مالی، چک‌لیستی حاوی ۳۹ مورد افشای مسئولیت اجتماعی سازگار با محیط گزارشگری کشور، تهیه شد. سپس، با مشاهده صورت‌های مالی، گزارش فعالیت هیئت‌مدیره و یادداشت‌های توضیحی شرکت‌های نمونه، وجود یا نبود اقلام موجود در چک‌لیست بررسی شد. به طوری که در صورت وجود هر یک از این اقلام، امتیاز یک و در صورت عدم وجود، امتیاز صفر برای شرکت مورد نظر لحاظ گردیده و در پایان، شاخص افشای مسئولیت‌پذیری اجتماعی هر شرکت از تقسیم جمع موارد افشاء شده بر کل موارد قابل افشاء به دست می‌آید. به طوری که:



$$CSR_{i,t} = \frac{\sum_{i=1}^n Y_i}{\sum_{i=1}^m T_i} \quad (۴)$$

که در آن:

$CSR_{i,t}$  = شاخص افشای مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت  $i$  در سال  $t$ ،

$\sum_{i=1}^n Y_i$  = کلیه موارد افشا که شرکت از آن امتیاز یک را گرفته و

$\sum_{i=1}^m T_i$  = کل موارد قابل افشاء می‌باشد.

عناوین کلی و مؤلفه‌های چک‌لیست مسئولیت‌پذیری اجتماعی بکار رفته در پژوهش، در جدول (۱)

نشان داده شده است:

### جدول ۱. چک‌لیست مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت

| عنوان کلی         | مؤلفه‌ها   |
|-------------------|--|
| مسائل محیطی       | جلوگیری از خسارات زیست‌محیطی، کنترل آلودگی، حفظ منابع طبیعی، بازیافت یا جلوگیری از ضایعات، سیاست زیست‌محیطی، پژوهش و توسعه، سرمایه‌گذاری در پروژه‌های زیست‌محیطی و سایر مسائل محیطی.   |
| محصولات و خدمات   | کیفیت محصول (ISO)، توسعه محصول/سهم بازار، توقف تولید، ایمنی و سلامت محصول، سایر محصولات و خدمات.   |
| منابع انسانی      | حقوق ماهانه/پاداش نقدی و مزایا، تعداد کارکنان، سهام تحت تملک کارمندان، سلامتی و ایمنی در محیط کار، بازنشستگی و مزایای پایان خدمت، ورزشی و رفاهی، برنامه‌های آموزش و توسعه کارکنان، روحیه و ارتباطات کارمندان، وام یا بیمه کارمندان، سایر منابع انسانی. |
| مشتریان           | شکایت‌ها/رضایتمندی مشتریان، سلامتی مشتریان، پاسخگویی به نیاز مشتریان، سیایت پرداخت دیرتر برای مشتریان خاص، تدارک تسهیلات و خدمات پس از فروش، سایر مشتریان.   |
| مسئولیت‌های جامعه | حمایت از فعالیت‌های جامعه، سرمایه‌گذاری اجتماعی، اقدامات قانونی/دعای قضایی، هدایا و خدمات خیریه، فعالیت‌های مذهبی/فرهنگی، سایر مسئولیت‌های جامعه.  |
| انرژی             | توسعه و اکتشاف منابع جدید، حفظ و صرفه‌جویی در انرژی، استفاده از منابع جدید، سایر انرژی.  |

منبع: یافته‌های پژوهش

### متغیر تعدیل‌کننده

متغیر تعدیلی مورد استفاده در این پژوهش، نظارت خارجی (INST) می‌باشد که به پیروی از رضائی پیتته‌نوئی و همکاران (۱۳۹۶) و فروغی و همکاران (۱۳۹۴)، میزان مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی به عنوان سنجه نظارت خارجی در نظر گرفته شده است. برای محاسبه این متغیر، مجموع سهام تحت تملک بانک‌ها و بیمه‌ها، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، صندوق‌های بازنشستگی، شرکت‌های تأمین سرمایه و صندوق‌های سرمایه‌گذاری و سازمان‌ها و نهادهای دولتی، بر کل تعداد سهام منتشره شرکت تقسیم می‌گردد.

### متغیرهای کنترلی

اندازه شرکت (SIZE): در پژوهش حاضر برای سنجش اندازه شرکت، همانند پژوهش‌های هفلین و همکاران (۲۰۰۵) و سابرامانیام و همکاران (۲۰۱۷) از لگاریتم فروش خالص شرکت استفاده شده است.

**اهرم مالی (LEV):** این متغیر که از طریق نسبت کل بدهی به دارایی‌های شرکت اندازه‌گیری می‌شود، در پژوهش اگاروال (۲۰۰۸) و چانگ و همکاران (۲۰۰۸) نیز به‌عنوان متغیر کنترلی در نظر گرفته شده است. **سودآوری (ROE):** از تقسیم سود خالص بر ارزش بازار حقوق صاحبان سهام شرکت محاسبه شده و در پژوهش‌های جرد و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۱۳) و سایرامانیام و همکاران (۲۰۱۷) نیز کنترل شده است. **فرصت‌های رشد (GWTH):** در پژوهش حاضر، به پیروی از جرد و همکاران (۲۰۱۳) نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام به‌عنوان معیار فرصت‌های رشد و یکی دیگر از متغیرهای کنترلی وارد مدل شده است.

از آنجا که داده‌های ترکیبی از نظر تعداد مشاهدات، پایین بودن احتمال هم خطی بین متغیرها، کاهش تورش برآورد و ناهمبندی واریانس بر مدل‌های مقطعی یا سری زمانی برتری دارند (گجراتی<sup>۲</sup>، ۱۳۸۷)، لذا برای آزمون فرضیه‌ها از تکنیک داده‌های ترکیبی استفاده شده است.

## یافته‌های پژوهش

### آمار توصیفی

به‌منظور بررسی مشخصات عمومی متغیرها، همچنین، برآورد مدل و تجزیه و تحلیل دقیق آن‌ها، آشنایی با آمار توصیفی مربوط به متغیرها لازم است. جدول (۲)، آمار توصیفی متغیرهای مورد آزمون که شامل برخی شاخص‌های مرکزی و پراکندگی می‌باشد را نشان می‌دهد.

**جدول ۲. آمار توصیفی مربوط به متغیرهای پژوهش**

| متغیر | میانگین | میان    | حداقل  | حداکثر   | انحراف معیار | چولگی  | کشدگی  |
|-------|---------|---------|--------|----------|--------------|--------|--------|
| LIQ   | -۰/۰۰۰۲ | -۰/۰۰۰۱ | -۰/۰۱۲ | -۰/۰۰۰۰۱ | ۰/۰۰۰۶       | ۱/۵۷۱  | ۱۸/۴۴۸ |
| CSR   | ۰/۲۴۴   | ۰/۲۰۵   | ۰/۱۵۳  | ۰/۵۱۲    | ۰/۰۸۵        | ۱/۱۱۲  | ۳/۱۱۶  |
| INST  | ۰/۷۳۳   | ۰/۷۶۶   | ۰/۱۲۳  | ۰/۹۶۸    | ۰/۱۵۸        | -۱/۰۴۸ | ۳/۹۶۶  |
| SIZE  | ۱۲/۱۸۰  | ۱۲/۰۹۹  | ۹/۸۶۵  | ۱۴/۵۶۳   | ۰/۶۰۵        | ۰/۹۳۸  | ۵/۷۵۸  |
| LEV   | ۰/۵۹۳   | ۰/۵۹۴   | ۰/۰۱۳  | ۲/۳۱۵    | ۰/۲۲۳        | ۱/۷۱۲  | ۵/۹۵۶  |
| ROE   | ۰/۰۹۸   | ۰/۱۰۶   | -۱/۳۱۵ | ۰/۵۸۲    | ۰/۱۳۱        | -۳/۱۸۳ | ۱۲/۴۵۷ |
| GWTH  | ۲/۷۷۶   | ۲/۴۴۶   | ۰/۵۵۷  | ۶/۹۸۵    | ۱/۴۵۹        | ۰/۸۱۷  | ۳/۱۱۱  |

منبع: یافته‌های پژوهش

همان‌گونه که در این جدول ملاحظه می‌شود، شرکت‌های نمونه به‌طور متوسط از تعداد کل اقلام قابل افشاء مسئولیت‌پذیری اجتماعی، حدود ۲۴ درصد آن را افشاء می‌کنند. اندازه شرکت نیز که از طریق لگاریتم فروش سالیانه شرکت محاسبه می‌گردد، دارای مقدار میانگین ۱۲/۱۸۰ و میان ۱۲/۰۹۹ بوده که حداقل و حداکثر مقدار این متغیر به ترتیب برابر با ۹/۸۶۵ و ۱۴/۵۶۳ می‌باشد. علاوه بر این، ملاحظه مقدار میانگین

1. Gjerde et al.  
2. Gujarati

متغیر اهرم مالی حکایت از آن دارد که به طور متوسط حدود ۵۹ درصد از دارایی‌های شرکت‌های نمونه از محل بدهی تأمین مالی شده است. سود خالص شرکت‌های نمونه نیز به طور میانگین معادل ۱۰ درصد ارزش بازار حقوق صاحبان سهام آن‌هاست. نکته قابل توجه دیگر این جدول، بیشتر بودن ارزش بازار حقوق صاحبان سهام اغلب شرکت‌های نمونه از ارزش دفتری آن است که ملاحظه مقدار میانگین متغیر فرصت‌های رشد (۲/۷۷۶) در جدول فوق، گواه این مدعاست.

### نتایج آزمون فرضیه‌ها

در داده‌های ترکیبی ابتدا از آزمون F لیمر استفاده می‌شود تا تلفیقی یا تابلویی بودن داده‌ها مشخص گردد. با توجه به نتایج به دست آمده که در جدول (۳) ارائه شده است، سطح معنی‌داری آماره F لیمر برای تمامی مدل‌ها کمتر از ۰/۰۵ است، بنابراین، فرضیه صفر آزمون رد شده و بیانگر آن است که برای تخمین مدل‌های پژوهش باید از روش داده‌های تابلویی استفاده شود.

جدول ۳. نتایج آزمون F لیمر برای مدل‌های پژوهش

| مدل     | مقدار آماره F | سطح معنی‌داری | نتیجه            |
|---------|---------------|---------------|------------------|
| مدل (۱) | ۸/۱۰۲         | ۰/۰۰۰         | داده‌های تابلویی |
| مدل (۲) | ۸/۵۱۵         | ۰/۰۰۰         | داده‌های تابلویی |

منبع: یافته‌های پژوهش

سپس، با توجه به تابلویی بودن مدل، باید برای تعیین نوع داده‌های تابلویی (روش اثرات ثابت یا تصادفی) از آزمون هاسمن استفاده شود. همان‌طور که در جدول (۴) نیز ملاحظه می‌شود، با توجه به نتایج این آزمون و سطح معنی‌داری آن، در مدل‌هایی که سطح معنی‌داری مقدار آماره  $\chi^2$  کمتر از ۰/۰۵ است، فرضیه صفر آزمون رد شده و باید از روش اثرات ثابت استفاده نمود.

جدول ۴. نتایج آزمون هاسمن برای انتخاب بین اثرات ثابت و اثرات تصادفی

| مدل     | مقدار آماره $\chi^2$ | سطح معنی‌داری | نتیجه      |
|---------|----------------------|---------------|------------|
| مدل (۱) | ۱۳/۸۰۵               | ۰/۰۲۱         | اثرات ثابت |
| مدل (۲) | ۱۴/۷۱۷               | ۰/۰۲۲         | اثرات ثابت |

منبع: یافته‌های پژوهش

برای بررسی وجود مشکل ناهمسانی واریانس نیز از آزمون نسبت درست‌نمایی استفاده شده است. بنا بر نتایج حاصل از این آزمون که در جدول (۵) آورده شده است، با توجه به اینکه سطح معنی‌داری محاسبه شده کمتر از ۰/۰۵ است در مدل‌های پژوهش مشکل ناهمسانی واریانس وجود دارد. که برای رفع این مشکل، از روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته برای برآورد مدل‌ها استفاده شده است. تا فرض همسانی واریانس‌ها در تحلیل رگرسیون برقرار بماند و مشکل ناهمسانی واریانس‌ها به این ترتیب حل شود.

### جدول ۵. نتایج آزمون نسبت درست‌نمایی برای کشف ناهمسانی واریانس

| مدل     | مقدار آماره $\chi^2$ | سطح معنی‌داری | نتیجه                 |
|---------|----------------------|---------------|-----------------------|
| مدل (۱) | ۱۷۹/۱۲               | ۰/۰۰۰         | وجود ناهمسانی واریانس |
| مدل (۲) | ۱۸۵/۵۳               | ۰/۰۰۰         | وجود ناهمسانی واریانس |

منبع: یافته‌های پژوهش

برای بررسی وجود یا عدم وجود مشکل خودهمبستگی جملات خطا از آزمون وولدریج استفاده شده است. بنا بر نتایج حاصل از این آزمون که در جدول (۶) آورده شده است، با توجه به سطح معنی‌داری محاسبه شده، در مدل‌هایی که سطح معنی‌داری مقدار آماره F وولدریج کمتر از ۰/۰۵ است، فرضیه صفر آزمون رد شده و مشکل خودهمبستگی پیاپی وجود دارد که برای رفع این مشکل، از روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته برای برآورد مدل‌ها استفاده شده است. تا فرض عدم وجود خودهمبستگی در تحلیل رگرسیون برقرار بماند و مشکل خودهمبستگی پیاپی به‌این ترتیب حل شود. همچنین، در مدل‌هایی که سطح معنی‌داری مقدار آماره F وولدریج بیشتر از ۰/۰۵ است، فرضیه صفر آزمون تأیید شده و مشکل خودهمبستگی پیاپی وجود ندارد.

### جدول ۶. نتایج آزمون وولدریج برای شناسایی خودهمبستگی

| مدل     | مقدار آماره F | سطح معنی‌داری | نتیجه               |
|---------|---------------|---------------|---------------------|
| مدل (۱) | ۱/۳۰۵         | ۰/۲۷۹         | عدم وجود خودهمبستگی |
| مدل (۲) | ۱/۷۶۴         | ۰/۱۹۲         | عدم وجود خودهمبستگی |

منبع: یافته‌های پژوهش

همچنین، برای اطمینان از عدم وجود مشکل هم خطی بین متغیرهای توضیحی، آزمون هم خطی با استفاده از عامل تورم واریانس (VIF) مورد بررسی قرار گرفت که با توجه آن‌که مقادیر این آماره برای متغیرهای توضیحی کمتر از ۵ است، لذا هم خطی بین آن‌ها وجود ندارد. نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول پژوهش در جدول (۷) نشان داده شده است:

### جدول ۷. نتایج برآورد مدل اول پژوهش

| متغیر                        | ضرایب             | انحراف معیار | آماره t              | سطح معنی‌داری | VIF   |
|------------------------------|-------------------|--------------|----------------------|---------------|-------|
| ضریب ثابت                    | ۰/۶۶۴             | ۰/۱۷۰        | ۳/۹۰۴                | ۰/۰۰۰         | ..... |
| مسئولیت اجتماعی شرکت         | ۰/۰۱۹             | ۰/۰۰۶        | ۳/۲۸۷                | ۰/۰۰۰         | ۱/۲۱  |
| اندازه شرکت                  | ۰/۰۶۵             | ۰/۰۱۳        | ۴/۸۱۳                | ۰/۰۰۰         | ۱/۱۸  |
| اهرم مالی                    | -۰/۰۴۶            | ۰/۱۹۲        | -۰/۲۴۲               | ۰/۸۰۹         | ۱/۱۶  |
| سودآوری                      | ۰/۱۰۴             | ۰/۱۴۸        | ۰/۷۰۳                | ۰/۴۸۲         | ۱/۱۹  |
| فرصت‌های رشد                 | -۰/۰۷۳            | ۰/۵۱۳        | -۱/۴۳۴               | ۰/۱۵۲         | ۱/۲۲  |
| آماره F فیشر (سطح معنی‌داری) | ۱۴/۶۹۴<br>(۰/۰۰۰) |              | آماره دوربین واتسون  |               | ۱/۹۰۸ |
| ضریب تعیین                   | ۰/۵۷۶             |              | ضریب تعیین تعدیل‌شده |               | ۰/۵۴۵ |

منبع: یافته‌های پژوهش

ملاحظه مقدار آماره F در جدول ۷ و سطح معنی داری آن (۰/۰۰۰) بیانگر معنی داری کلی مدل رگرسیونی برآزش شده در سطح خطای ۵ درصد است. با توجه به مقدار ضریب تعیین تعدیل شده مدل می توان ادعا نمود که حدود ۵۴ درصد از تغییرات نقدشوندگی سهام شرکتها توسط متغیرهای مستقل و کنترلی مدل توضیح داده می شود. همان گونه که از نتایج جدول ۷ نیز مشهود است، ضریب برآوردی و آماره  $t$  مربوط به متغیر مسئولیت پذیری اجتماعی (CSR) مثبت و در سطح خطای ۵ درصد معنی دار بوده که حاکی از وجود رابطه مثبت معنی دار بین افشای مسئولیت اجتماعی و نقدشوندگی سهام شرکتها می باشد. بر این اساس، فرضیه پژوهش در سطح خطای ۵ درصد تأیید می شود. جدول (۸) نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم پژوهش را نشان می دهد:

جدول ۸. نتایج برآورد مدل دوم پژوهش

| متغیر                                     | ضرایب             | انحراف معیار         | آماره $t$ | سطح معنی داری | VIF   |
|---|-------------------|----------------------|-----------|---------------|-------|
| ضریب ثابت                                 | ۰/۴۱۰             | ۰/۱۹۸                | ۲/۰۶۸     | ۰/۰۳۹         | ..... |
| مسئولیت اجتماعی شرکت                      | ۰/۰۲۰             | ۰/۰۰۵                | ۳/۶۳۴     | ۰/۰۰۰         | ۱/۱۴  |
| نظارت خارجی                               | ۰/۰۸۴             | ۰/۰۲۷                | ۳/۰۸۱     | ۰/۰۰۲         | ۱/۱۷  |
| اثر تعاملی نظارت خارجی بر مسئولیت اجتماعی | ۰/۰۲۶             | ۰/۰۱۲                | ۲/۱۶۶     | ۰/۰۳۲         | ۱/۱۵  |
| اندازه شرکت                               | ۰/۰۵۴             | ۰/۰۱۵                | ۳/۴۸۶     | ۰/۰۰۰         | ۱/۱۹  |
| اهرم مالی                                 | -۰/۱۰۸            | ۰/۲۱۴                | -۰/۵۰۵    | ۰/۶۱۳         | ۱/۱۳  |
| سودآوری                                   | ۰/۰۹۶             | ۰/۰۶۱                | ۱/۵۹۲     | ۰/۱۴۴         | ۱/۱۱  |
| فرصت های رشد                              | -۰/۰۵۹            | ۰/۰۶۰                | -۰/۹۷۳    | ۰/۳۳۱         | ۱/۱۶  |
| آماره F فیشر (سطح معنی داری)              | ۱۲/۵۴۱<br>(۰/۰۰۰) | آماره دوربین واتسون  | ۱/۹۲۶     |               |       |
| ضریب تعیین                                | ۰/۵۹۱             | ضریب تعیین تعدیل شده | ۰/۵۶۳     |               |       |

منبع: یافته های پژوهش

با نگاهی به مقدار آماره F در جدول ۸ و سطح معنی داری آن (۰/۰۰۰)، می توان دریافت که مدل رگرسیونی برآزش شده در سطح خطای ۵ درصد به طور کلی معنی دار است. مقدار ضریب تعیین تعدیل شده مدل بیانگر آن است که متغیرهای مستقل و کنترلی مدل، حدود ۵۶ درصد از تغییرات نقدشوندگی سهام شرکتها را توضیح می دهند. همان طور که در جدول ۸ نیز مشاهده می شود، ضریب برآوردی و آماره  $t$  مربوط به متغیر اثر تعاملی نظارت خارجی بر مسئولیت اجتماعی شرکت، مثبت و در سطح خطای ۵ درصد معنی دار است. بنابراین، فرضیه دوم پژوهش نیز در سطح خطای ۵ درصد تأیید می شود. یعنی می توان ادعا نمود که نظارت خارجی، رابطه بین افشای مسئولیت اجتماعی با نقدشوندگی سهام شرکتها را تشدید می کند.

### بحث، نتیجه گیری و پیشنهادها

افزایش عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سهام داران شرکت موجب کاهش تعداد سرمایه گذاران و پایین آمدن حجم معاملات سهام و به طور کلی، کاهش نقدشوندگی اوراق بهادار شرکت خواهد شد. بنابراین، افشای اطلاعات از طریق کاهش عدم تقارن اطلاعاتی، باعث افزایش حجم معامله ها و نقدشوندگی بیشتر

سهام شرکت خواهد شد. از سوی دیگر، در چند دهه اخیر همواره گزارشگری و افشاء اطلاعات اجتماعی و زیست‌محیطی برای فعالیت‌های تجاری و عمومی مورد تأکید بیشتری قرار گرفته است. چرا که این باور وجود دارد که سیستم حسابداری و گزارشگری مالی متداول نمی‌تواند اطلاعات کافی برای این رویکرد فراهم کند. از این رو، امروزه توسعه فراگیر الزامات افشای گزارشگری مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها به‌منظور ایجاد شفافیت و پاسخگویی در بازارهای سرمایه، مورد توجه نهادهای مقررات‌گذار و بورس اوراق بهادار قرار گرفته است. بنابراین، مسئله اصلی مورد بررسی در پژوهش حاضر، بررسی ارتباط بین افشای گزارشگری مسئولیت اجتماعی با نقدشوندگی سهام شرکت و همچنین، اثر تعدیل‌کنندگی نظارت خارجی بر این رابطه می‌باشد. فرضیه اول پژوهش، رابطه بین افشای گزارشگری مسئولیت اجتماعی و نقدشوندگی سهام را آزمون نموده است. نتیجه حاصل از آزمون این فرضیه حاکی از آن است که بین افشای گزارشگری مسئولیت اجتماعی و نقدشوندگی سهام شرکت‌ها، رابطه مثبت معنی‌داری وجود دارد. در خصوص تأیید فرضیه فوق می‌توان چنین استدلال نمود که شرکت‌های دارای عملکرد اجتماعی بالا، تمایل بیشتری به افشای عمومی فعالیت‌های اجتماعی خود دارند که این سطح بالای شفافیت اطلاعاتی باعث کاهش عدم‌تقارن اطلاعاتی بین شرکت و سرمایه‌گذاران شده و بدین ترتیب، نقدشوندگی سهام شرکت افزایش می‌یابد. نتیجه به‌دست‌آمده در این پژوهش، با یافته‌های پژوهش جرد و همکاران (۲۰۱۳) و سابرامانیام و همکاران (۲۰۱۷) مطابقت دارد. در فرضیه دوم پژوهش، تأثیر نظارت خارجی بر رابطه بین افشای مسئولیت اجتماعی با نقدشوندگی سهام شرکت‌ها مورد بررسی قرار گرفت. نتیجه حاصل از آزمون این فرضیه بیانگر آن است که نظارت خارجی، بر رابطه بین افشای مسئولیت اجتماعی با نقدشوندگی سهام شرکت‌ها اثرگذار بوده و این رابطه را تشدید می‌کند. این یافته مطابق با پیش‌بینی نظریه نظارت فعال مالکان نهادی است که بیان می‌دارد مالکان نهادی به دلیل ویژگی‌های ذاتی خود می‌توانند نفوذ بیشتری در شرکت داشته باشند و به دلیل صرفه‌ناشی از مقیاس، عملکرد مدیریت را در جهت منافع سرمایه‌گذاران، هدایت نمایند. بنابراین، عدم‌تقارن اطلاعاتی با حضور این سرمایه‌گذاران کاهش و این امر موجب افزایش سطح اطمینان و نقدشوندگی سهام می‌شود. سابرامانیام و همکاران (۲۰۱۷) نیز در پژوهش خود به نتایج مشابهی با این تحقیق دست یافتند.

بر اساس نتایج پژوهش انجام شده و وجود رابطه مثبت معنی‌دار میان افشای گزارشگری مسئولیت اجتماعی و مالکیت نهادی با نقدشوندگی سهام در شرکت‌ها، به سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار و فعالان بازار سرمایه، پیشنهاد می‌گردد که هنگام اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری در کنار سایر متغیرهای مالی به این عوامل هم توجه کرده و آن‌ها را به‌عنوان عوامل اثرگذار بر نقدشوندگی سهام در مدل‌های تصمیم‌گیری خود لحاظ کنند. همچنین، با در نظر گرفتن جایگاه مسئولیت اجتماعی در سازمان‌ها پیشنهاد می‌شود کمیته تدوین استانداردهای حسابداری، استاندارد را در این خصوص تدوین نماید که همه شرکت‌ها آن را به کار ببرند. به سازمان بورس اوراق بهادار به‌عنوان نهادی نظارتی نیز، پیشنهاد می‌گردد که با وضع دستورالعمل‌هایی، زمینه لازم را برای اجرای سیاست‌های تشویقی در خصوص افشای بیشتر اطلاعات مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها فراهم کند. علاوه بر این، نظر به این‌که مالکین نهادی، سرمایه‌گذارانی متبصر و فعال بوده و توانایی نظارت بر رفتار مدیران را نیز دارند، لذا تداوم عرضه شرکت‌های دولتی در بورس

اوراق بهادر از جانب سازمان خصوصی‌سازی (که متعاقب آن تصاحب مالکیت این شرکت‌ها توسط سرمایه‌گذاران نهادی است) پیشنهاد می‌شود. با توجه به نتایج، جهت تکمیل این پژوهش و انجام مطالعات آتی در حوزه‌های مرتبط با این پژوهش، پیشنهادهای زیر ارائه می‌شود:

- ۱- بررسی اثر تعدیل‌کنندگی سایر مکانیسم‌های حاکمیت شرکتی بر رابطه بین افشای مسئولیت اجتماعی و نقدشوندگی سهام شرکت‌ها.
- ۲- بررسی رابطه بین افشای مسئولیت اجتماعی و هزینه حقوق صاحبان سهام شرکت‌ها.

### ملاحظات اخلاقی

حامی مالی: مقاله حامی مالی ندارد.  
مشارکت نویسندگان: تمام نویسندگان در آماده‌سازی مقاله مشارکت داشته‌اند.  
تعارض منافع: بنا بر اظهار نویسندگان در این مقاله هیچ‌گونه تعارض منافی وجود ندارد.  
تعهد کپی‌رایت: طبق تعهد نویسندگان حق کپی‌رایت رعایت شده است.

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی  
پرتال جامع علوم انسانی



## References

- AbdurRouf, M.D. (2011). The Corporate Social Responsibility Disclosure. *Business and Economics Research Journal*, 2 (3), 19–32.
- Agarwal, P. (2008). *Institutional Ownership and Stock Liquidity*, Working paper. <https://ssrn.com/abstract=1029395>.
- Amihud, Y. (2002). Illiquidity and Stock Returns: Cross-section and Time-series Effects. *Journal of Financial Markets*, 5, 1, 31-56.
- Angelidis, J.P. & Ibrahim, N.A. (1993). Social demand and corporate strategy: A corporate social responsibility model. *Review of Business*. 15. 7-10.
- Cheung, A.W. (2016). Corporate social responsibility and corporate cash holdings, *Journal of Corporate Finance*, 37, 412-430.
- Chung, K., Elder, J., & Kim, J. (2010). Corporate Governance and Liquidity. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 45(2), 265-291.
- Dhaliwal, D., Li, Z., Tsang, A., & Yang, Y. (2011). Voluntary nonfinancial disclosure and the cost of equity capital: The initiation of corporate social responsibility reporting. *The Accounting Review*, 86, 59–100.
- Dhaliwal, D., Radhakrishnan, S., Tsang, A., & Yang, Y. (2012). Nonfinancial disclosure and analyst forecast accuracy: International evidence on corporate social responsibility disclosure. *The Accounting Review*, 87, 723–759.
- Enderle, G., & Tavis, L. (1998). A balanced concept of the firm and the measurement of its long-term planning and performance. *Journal of Business Ethics*, 17 (11), 1129-1144.
- Foroghi D, Fadavi M H, & Hajian Nejad A. (2015). Investigating the Impact of Tax Avoidance Policies on the Type of Auditor's Report in Firms Listed in Tehran Stock Exchange. *taxjournal*. 23 (25), 181-199(in Persian).
- Foroghi, D., Farahmand, S., & Ebrahimi, M. (2012). The Relationship between Stock Market Liquidity and Corporate Performance in Tehran Stock Exchange Listed Companies. *Journal of Securities Exchange*, 4(15), 125-143(in Persian).
- Foroghi, D., Shahshahani, M. & Pourhossein, S. (2008). Managements' Perceptions about Social Accounting Information Disclosures: Listed Companies in TSE. *Accounting and Auditing Review*, 15(3), 55-70(in Persian).
- Gjerde, T., S. Mahenthiran, & D. Cademartori. (2013). Effect of ownership, governance, and transparency on liquidity—Chilean evidence. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 9 (2), 183–202.
- Graham, J. R. & Harvey, C. R. & Rajgopal, S. (2005). The economic implications of corporate financial reporting. *Journal of Accounting and Economics*, 40(1–3), 3–73
- Gujarati, D. (2004). *The Basics of Econometrics*. Translation by Dr. Hamid Ebrahimi, Volume II, Tehran: Tehran University Press (in Persian).
- Haddad, A. E., Alshattarat, W. K. & Nobanee, H. (2009). Voluntary disclosure and stock market liquidity: Evidence from the Jordanian capital market. *International Journal of Accounting, Auditing and Performance Evaluation*, 5 (3), 285–309.
- Hajiha, Z., & Sarfaraz, B. (2015). The Relation between Corporate Social Responsibility and Cost of Equity Capital of Firms Listed in Tehran Stock Exchange. *Empirical Research in Accounting*, 4(2), 105-123 (in Persian).

Harjoto, M. A. (2018). Corporate Social Responsibility and Corporate Fraud. *Social Responsibility Journal*, 13(4), 762-779.

Heflin, F., Shaw, K. & Wild, J. (2005). Disclosure policies and market liquidity: Impact of depth quotes and order sizes. *Contemporary Accounting Research*, 22, 829-865.

Karamanou, I. & Vafeas, N. (2005). The Association between Corporate Boards, Audit Committees, and Management Earning Forecasts: An Empirical Analysis. *Journal of Accounting Research*, Vol. 43, No. 3, 453-486.

Kim, Y.S., Kim, Y., & H. Kim. (2017). Corporate social responsibility and Internal Control Effectiveness, *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 46,341-372.

Lerner, D.L. & Fryxell, E.G. (1988). An empirical study of the predictors of corporate social performance: a multi-dimensional analysis. *Journal of Business Ethics*, 7, 951-959.

Liu, C., Lin, B., & Shu, E. (2017). Employee quality, monitoring environment and internal control. *China Journal of Accounting Research*, 10 (1), 51-70.

Lys, T., Naughton, J., & Wang, C. (2015). Signaling through corporate accountability reporting. *Journal of Accounting and Economics*, 60, 56-72.

Maranjory, M. & Alikhani, R. (2014). Social Responsibility Disclosure and Corporate Governance. *Accounting and Auditing Review*, 21(3), 329-348 (in Persian).

Pourali, M., & Hajjami, M. (2014). Relationship between social responsibility disclosure and institutional ownership in companies listed in Tehran Stock Exchange. *Journal of Management Accounting and Auditing Knowledge*, 3, 135-150(in Persian).

Rahahleh, M. Y & Shariari, J. A. (2008). The Extent of Social Responsibility Accounting Application in the Qualified Industrial Zones in Jordan. *Journal of International Management Review*. 4(2), 5-17.

Rezaei Pitenoei, Y., Safari Gerayli, M., & Norouzi, M. (2017). Social Trust, External Monitoring and Stock Price Crash Risk: Testing Complementary and Substitution Theory. *Accounting and Auditing Review*, 24(3), 349-370 (in Persian).

Safari Gerayeli, M. (2018). Corporate Social Responsibility and Market Value of Corporate Cash Holdings. *Financial Management Strategy*, 6(1), 163-183 (in Persian).

Saleh, M., Zulkifli, N. & Muhamad, R. (2010). Corporate social responsibility disclosure and its relation on institutional ownership. *Managerial Auditing Journal*, 25 (6), 591-613.

Sandhu, HS, & Kapoor, S. (2010). Corporate social responsibility initiatives: An analysis of voluntary corporate disclosure. *South Asian Journal of Management*, 17(2), 47-80.

Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1986). Large shareholders and corporate control, *J. Polit. Econ*, 94, 461-478.

Subramaniam, R.K, Samuel, S., & Mahenthiran.S. (2017). Liquidity Implications of Corporate Social Responsibility Disclosures: Malaysian Evidence. *Journal of International Accounting Research*, 15(1), 133-154.

Vadeei Noghahi M H, & Rostami A. (2014). The Impact of Type of Institutional Ownership on Future Stock Price Crash Risk: Evidence from Companies Listed in

Tehran Stock Exchange (TSE). *Quarterly financial accounting journal*. 6 (23), 43-66 (in Persian).

Wyss, R., (2004). *Measuring and Predicting Liquidity in the Stock Market*. PHD Dissertation, University of St. Gallen.

Cho, S.Y., Lee, C., & Pfeiffer Jr, R.J. (2013). Social Responsibility and information asymmetry, *J.Account.Public Policy*, (32), 71-83.

Yahyazadehfar, M., & Khorramdin, J. (2009). The Role of Liquidity Factors and Illiquidity Risk on Excess Stock Return in Tehran Stock Exchange. *Accounting and Auditing Review*, 15(4), 101-118 (in Persian).

#### COPYRIGHTS



This license allows others to download the works and share them with others as long as they credit them, but they can't change them in any way or use them commercially.

