



بررسی مسئولیت اجتماعی و ریسک بازار شرکت بر نگهداشت وجه نقد

لیلا عبدلی

گروه حسابداری و مالی، دانشگاه تربیت مدرس (نویسنده مسئول)

ارتباط با نویسنده: lamastiyan@gmail.com

تاریخ دریافت: ۱۳۹۶/۰۴/۲۱، تاریخ انجام اصلاحات: ۱۳۹۶/۰۵/۱۵، تاریخ پذیرش: ۱۳۹۶/۰۶/۱۹

The corporate social responsibility, market risk and cash holdings

Liela Abdoli (corresponding Author)

Department of Accounting and Finance, Tarbiat Modares University

Email: lamastiyan@gmail.com

Received 12/07/2017, Revised 06/08/2017, Accepted 10/09/2017

چکیده

در این پژوهش تأثیر مسئولیت اجتماعی شرکت بر نگهداشت وجه نقد شرکت مورد بررسی قرار گرفته است. به منظور روشن شدن این مسئله، اثرات مستقیم و غیرمستقیم مسئولیت اجتماعی بر نگهداشت وجه نقد شرکت مورد تحلیل قرار گرفته است. به منظور تحلیل اثرات غیرمستقیم از طریق بررسی ریسک بازار شرکت و مسایل حاکمیتی، تأثیر مسئولیت اجتماعی شرکت بر نگهداشت وجه نقد مورد بررسی قرار گرفته است. با استفاده از اطلاعات شاخص‌های مسئولیت اجتماعی برای شرکتهای پذیرفته شده در بورس طی سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۴، نتایج پژوهش نشان داده است در شرکتهایی که امتیاز شاخص‌های مسئولیت اجتماعی بالایی دارند، مسئولیت اجتماعی شرکت به واسطه تأثیر بر ریسک بازار رابطه مثبت و معناداری با نگهداشت وجه نقد دارد. همچنین در این شرکتهای، مسئولیت اجتماعی شرکت به واسطه تأثیر بر مالکیت نهادی رابطه مثبت و معناداری با نگهداشت وجه نقد دارد.

کلمات کلیدی: مسئولیت اجتماعی شرکت، نگهداشت وجه نقد، ریسک بازار، حاکمیت شرکتی.

۱- مقدمه

وجه نقد از منابع مهم و حیاتی هر واحد اقتصادی است. در اتخاذ بسیاری از تصمیمات مالی، جریان‌های نقدی نقشی محوری دارند. همچنین اطلاعات تاریخی مربوط به جریان وجه نقد می‌تواند برای کنترل میزان دقت ارزیابی‌های گذشته مفید واقع شده و رابطه بین فعالیت‌های واحد تجاری و دریافت‌ها و پرداخت‌های آتی آن را نشان دهد. شرکت‌ها درصد معینی از دارایی‌های خود را به صورت نقد نگهداری می‌کنند (ژانگ^۱، ۲۰۱۱). فریرا و ویللا^۲ (۲۰۰۴)، با بررسی نسبت وجه نقد به دارایی‌های شرکت‌های اتحادیه پولی اروپا، نتیجه گرفتند که این شرکت‌ها، ۱۵٪ از کل دارایی‌های خود را به صورت نقد یا شبه نقد نگهداری می‌کنند. باتس و همکاران^۳ (۲۰۰۹) نیز گزارش نمودند که میانگین نسبت وجه نقد به دارایی‌های شرکت‌های صنعتی ایالات متحده از سال ۱۹۸۰ تا ۲۰۰۴ به میزان ۱۲۹٪ افزایش یافته است. در حالی که عوامل تعیین‌کننده نگهداشت وجه نقد شرکت‌ها به طور گسترده در ادبیات مطالعه شده است، رابطه بین مسئولیت اجتماعی شرکت و نگهداشت وجه نقد شرکت تا حد زیادی ناشناخته باقی مانده است. در پژوهش‌های محدود گذشته بطور مثال آروری و پیژولت^۴ (۲۰۱۵) با بررسی تأثیر عملکرد اجتماعی بر ارزش نگهداشت وجه نقد به این نتیجه رسیدند که سرمایه‌گذاران ارزش نگهداشت وجه نقد بالاتری به شرکت‌های که دارای عملکرد اجتماعی بالایی هستند، اختصاص می‌دهند. به عبارت دیگر، ارزش نگهداشت وجه نقد مشروط به عملکرد اجتماعی شرکت است. همچنین شرکت‌ها با رتبه بالا از نظر مسئولیت اجتماعی، مدیران تعهدات بیشتر نسبت به ذینفعان دارند. البته این امر منجر به استفاده کارآمدتر از منابع مالی می‌شود. این پژوهش متفاوت از پژوهش‌های گذشته از جنبه‌های زیر است. علاوه بر بررسی مستقیم دیدگاه سرمایه‌گذار، مشکل نگهداشت وجه نقد به طور غیر مستقیم با بررسی وضعیت ریسک بازار شرکت مورد بررسی قرار گرفته است. ذکر این نکته دارای اهمیت است که پژوهش آروری و پیژولت (۲۰۱۵)، برای بازار سرمایه پیش‌فرض‌های فرضیه قوی (مانند کارایی بازار سهام، عقلانیت و یکدستی در رفتار سرمایه‌گذار و ...) که ممکن است توسط تمام اقتصاددانان مالی مورد تفاهم نباشد، در نظر گرفته شده است. به عنوان مثال، هزینه نمایندگی ناشی از بدهی (به عنوان مثال، تضاد منافع بین سهامداران و بستانکاران) پیش‌بینی می‌کنند که سهامداران تمایل به حداکثر رساندن منافع خود در مقابل بستانکاران شرکت هستند که این امر منجر به نگهداشت وجه نقد بیشتری نیز می‌شود، دیدگاه نمایندگی پیش‌بینی می‌کند که بستانکاران تمایل بیشتری به وجه نقد شرکتی دارند در زمانی که سهامداران ترجیحات کمتری نسبت به این موضوع دارند. دوم تفسیر نتایج به دست آمده از پژوهش آروری و پیژولت (۲۰۱۵) در مورد ارتباط سطح وجه نقد و ارزش وجه نقد است به

¹ . Zhang

² . Ferreira and Vilela

³ . Bates et al

⁴ . Arouri and Pijourlet

طوری که ارتباط منفی بین این دو متغیر مشاهده شده است بطور مثال با افزایش سطح نگهداشت وجه نقد، پیش بینی می‌شود ارزش وجه نقد برای شرکت بسیار پایین است. در این پژوهش در بررسی تأثیر مسئولیت اجتماعی شرکت بر نگهداشت وجه نقد شرکت، ریسک بازار شرکت و دو مورد از مسایل حاکمیتی که از طریق آن مسئولیت اجتماعی که ممکن است بر نگهداشت وجه نقد تأثیر بگذارد، مورد بررسی قرار گرفته‌اند. شایان ذکر است شرکت‌هایی که اقدام به ارایه گزارش مسئولیت اجتماعی خود می‌کنند، سرمایه اجتماعی بالاتری نیز دارند زیرا آن‌ها تمایل به روابط بهتر با ذینفعان دارند، ارائه اطمینان نیازمند استفاده از محافظ‌های سرمایه‌گذاری است که می‌تواند موجب کاهش رساندن آسیب به شرکت در اثر وقوع رویدادهای منفی است، به منظور بدست آوردن چنین اطمینانی، مدیریت شرکت نیاز به نگهداشت وجه نقد در سطح بالایی را دارد. از طرف دیگر، تقاضای کم‌کاهش به دلیل وفاداری مشتریان به شرکت با افشای شاخص‌های مسئولیت اجتماعی یا برتری شرکت در این حوزه برای سرمایه‌گذاران، منجر به کاهش ریسک شرکت می‌شود که به نوبه خود برای شرکت حساسیت کمتری نسبت به شوک‌های اقتصادی به دنبال خواهد داشت. به همین دلیل با ریسک کمتر تمایل به سررسید بدهی کوتاه‌تر دارند و در نتیجه ریسک تأمین مالی مجدد بالاتر آن‌ها، نشان می‌دهد که وجه نقد بالاتر برای کاهش مرتبط با تأمین مالی مجدد مورد نیاز است (هارفورد و همکاران^۱، ۲۰۱۴).

در بخش دیگر این پژوهش این موضوع مورد بررسی قرار گرفته است که آیا معیارهای حاکمیت شرکتی ممکن است منجر به تقویت یا تضعیف ارتباط مسئولیت اجتماعی شرکت و نگهداشت وجه نقد شوند. پژوهش‌های اخیر نشان داده است حاکمیت شرکتی بر مسئولیت اجتماعی شرکت در کاهش مشکلات نمایندگی مرتبط با نگهداشت وجه نقد مؤثر است؛ هر چقدر حاکمیت شرکتی قوی‌تر باشد سطح نگهداشت وجه نقد پایین‌تر خواهد بود (دیتمارت و مارت^۲ ۲۰۰۷؛ یان^۳ ۲۰۰۹؛ چن و همکاران^۴ ۲۰۱۲).

از طرف دیگر، بر اساس دیدگاه نمایندگی استدلال شده است که مدیران با دیدگاه تهاجمی در یک شرکت با حاکمیت شرکتی قوی ممکن است با استفاده از فعالیت‌های اجتماعی و تبانی با ذینفعان به منظور رسیدن به اختیارات بالای مدیریتی (نظیر دسترسی به وجه نقد) به منافع شخصی خود برسند. در نتیجه در این پژوهش به بررسی ارتباط مسئولیت اجتماعی شرکت با ریسک بازار شرکت و معیارهای حاکمیتی با نگهداشت وجه نقد پرداخته شده است.

^۱ . Harford et al

^۲ . Dittmar and mahrt

^۳ . Yun

^۴ . Chen et al

۲- پیشینه پژوهش

۲-۱- پیشینه نظری

طی سال‌های اخیر توجه محققان به روابط احتمالی بین مسئولیت اجتماعی شرکت و تصمیم‌گیری مالی اختصاص یافته است. مطالعات اخیر شامل سرمایه‌گذاری و یا جریان نقدی آتی (منسکیو و استاریکا^۱، ۲۰۱۰)، ریسک سیستماتیک و هزینه بدهی (آلبوکرک و همکاران، ۲۰۱۴). هزینه حقوق صاحبان سهام (داهالی وال و همکاران، ۲۰۱۱؛ حاجیها و سرافراز، ۱۳۹۳)، هزینه سرمایه (شارفمن و فرناندو^۲، ۲۰۰۸؛ دنگ و همکاران^۳، ۲۰۱۳)، ترکیب و ادغام سیاست تقسیم سود (چونگ و همکاران، ۲۰۱۵)، مالکیت نهادی (پورعلی و حجامی، ۱۳۹۳) با مسئولیت اجتماعی شرکت است.

براساس پژوهش‌های فوق، فرضیه‌های متعددی در مورد نگهداشت وجه نقد وجود دارد. ادبیات موجود نشان می‌دهد که شرکت‌ها وجه نقد را برای اهداف معاملاتی بیشتر شرکت نگهداری می‌کنند (میلر و اور^۴، ۱۹۶۶). البته انگیزه‌های دیگر مدیریت شرکت نیز مورد بررسی قرار گرفته‌اند، انگیزه احتیاطی (باتس و همکاران، ۲۰۰۹)، انگیزه نمایندگی (هارفورد و همکاران، ۲۰۰۸)، محدودیت مالی (دنيس و سبیلکو^۵، ۲۰۱۰)، مالیاتی (فولی و همکاران^۶، ۲۰۰۷) و تنوع انگیزه‌ها (تانگ^۷، ۲۰۱۱). عوامل اقتصادی نیز عبارت‌اند از رقابت در بازار (فریزرد^۸، ۲۰۱۰)، چرخه عمر شرکت (دیتمار و داچن، ۲۰۱۱) و ارتباط با مشتری (ایتزکویتس^۹، ۲۰۱۳). حال در این پژوهش با یکپارچه‌سازی دو طیف مختلف ادبیات با هم به بررسی ارتباط آن‌ها با وجه نقد پرداخته شده است.

۲-۱-۱- ریسک شرکت در بازار

سلیقه سرمایه‌گذاران برای شرکت با فعالیت‌های اجتماعی و یا وفاداری مشتری به این نوع شرکت‌ها می‌تواند ریسک شرکت در بازار را کاهش دهد. سرمایه‌گذاران، در این چنین شرکت‌هایی، سرمایه‌گذاری خود را به عنوان دارایی‌های سرمایه‌گذاری نمی‌دانند، بلکه آن را دارایی‌های مصرفی در نظر می‌گیرند، مطلوبیت نگهداشت این دارایی‌ها بیش از نتایج آن‌ها است (فاما و فرنچ^{۱۰}، ۲۰۰۷). این رفتار سرمایه‌گذاری نوعی عدم انعطاف‌پذیری به منحنی تقاضا برای سهام این چنین شرکت‌ها می‌توان نسبت داد. به عنوان مثال، سرمایه‌گذاران ممکن است خرید این سهام را، نه به خاطر بازگشت سرمایه و یا صرفه اقتصادی، بلکه به دلیل عملکرد

¹ . Manescu and Starica

² . Sharfman and Fernando

³ . Deng et al

⁴ . Miller and Orr

⁵ . Denis and Sibilkov

⁶ . Foley et al

⁷ . Tong

⁸ . Fresard

⁹ . Itzkowitz

¹⁰ . Fama and French

اجتماعی خود انجام دهند. به طور مشابه، وفاداری بیشتر مشتری به شرکت‌ها بدان معنی است که این شرکت با یک مشتری وفادارتر روبرو هستند و تابع سود حساسیت کمتری نسبت به تغییرات در مسایل اقتصادی دارد. این نوع از عدم انعطاف‌پذیری باعث می‌شود این سهام کمتر به شوک گسترده بازار و کمتر در معرض ریسک بازار قرار گیرند. از این رو این بخش نشان می‌دهد شرکت‌ها با امتیاز بالاتر در مسایل اجتماعی به ریسک بازار پایین‌تری خواهند داشت (آبوکرک و همکاران، ۲۰۱۴؛ جو و نا^۱، ۲۰۱۲).

دو دیدگاه در ارتباط بین ریسک شرکت و نگهداشت وجه نقد وجود دارد. دیدگاه اول این است که ریسک شرکت پایین‌تر ممکن است، نگهداشت وجه نقد را کاهش دهد زیرا انگیزه معامله برای نگهداشت وجه نقد کاهش می‌یابد (پالازو^۲، ۲۰۱۲؛ آچاریا و همکاران^۳، ۲۰۱۳). پالازو (۲۰۱۲) نشان می‌دهد که شرکت‌ها با همبستگی پایین با شوک‌های تهاجمی بازار کمتر احتمال دارد که کمبود جریان نقدی در شرایطی نیاز به تأمین مالی خارجی داشته باشند و بنابراین، انتظار می‌رود که نیاز به ابزارهای مصون‌سازی و نگهداشت کمتر وجه نقد را تجربه کند. آچاریا و همکاران (۲۰۱۳) نیز استدلال می‌کنند که ریسک بازار می‌تواند بر چگونگی انتخاب شرکت بین وجه نقد و خطوط اعتباری بانک اثر بگذارد. از آنجا که بانک‌ها ممکن است قادر به تضمین نقدینگی برای تمام شرکت در همه زمان‌ها نباشند، آن‌ها تمایل دارند به شرکت‌های که ریسک بازار پایینی دارند، خطوط اعتباری اعطا نمایند. به طور خلاصه، در این دیدگاه این استدلال مطرح شده است که شرکت‌های با فعالیت‌های اجتماعی بالا، تمایل به ریسک کمتر و این به نوبه خود، باعث کاهش نیاز به ذخیره کردن وجه نقد می‌شود.

در دیدگاه دوم مطرح شده است که ریسک بازار پایین‌تر ممکن است به سطح بالاتر از نگهداشت وجه نقد منجر شود زیرا ریسک تأمین مالی مجدد بیشتر خواهد بود. هارفورد و همکاران (۲۰۱۴) استدلال می‌کنند که شرکت‌های با ساختار سررسید بدهی کوتاه بطور دوره‌ای با ریسک تأمین مالی مجدد مواجه می‌شوند، به همین جهت برای کاهش ریسک، تمایل به افزایش نگهداشت وجه نقد دارند، به عبارت دیگر، نگهداشت وجه نقد در کاهش ریسک تأمین مالی مجدد برای شرکت‌های با بدهی‌های کوتاه‌مدت مهم است. چن و همکاران^۴ (۲۰۱۳) نشان دادند، در مدل ساختار سرمایه پویا، شرکت‌های با ریسک بازار بالاتر تمایل به انتخاب ساختار سررسید بدهی طولانی‌تر دارند تا به کاهش ریسک تأمین مالی مجدد و در نتیجه به کاهش هزینه‌های آشفته‌گی مالی کمک کند. در نتیجه، شرکت‌ها با ریسک بازار بالا (پایین) انتظار به یک سررسید بدهی طولانی (کوتاه) و ریسک تأمین مالی کمتر (بیشتر) با نگهداشت وجه نقد کم (زیاد) دارند.

¹ . Jo and Na

² . Palazzo

³ . Acharya et al

⁴ . Chen et al

۲-۱-۲- حاکمیت شرکتی و مسئولیت اجتماعی

از یک طرف، مسئولیت اجتماعی ممکن است با حاکمیت شرکتی در ارتباط منفی باشد. تئوری نمایندگی مدعی است که هر دو فعالیت‌های مسئولیت اجتماعی و نگهداشت وجه نقد همبستگی مثبتی دارند زیرا مدیران با انگیزه تهاجمی تمایل به ایجاد وجه نقد غیر اصیل (با معاملات صوری) دارند (جنسن، ۱۹۸۶). همچنین مدیریت در شرکت‌های با فعالیت‌های اجتماعی قوی تمایل به دنبال کردن منافع شخصی خود دارند (جیرپورن و چینترکان^۱، ۲۰۱۳؛ فبریزی و همکاران^۲، ۲۰۱۴؛ آروری و پیژولت، ۲۰۱۵).

مطالعات اخیر به طور معمول از نقش حاکمیت شرکتی حمایت می‌کند و نشان می‌دهد که حاکمیت شرکتی قوی با نگهداشت وجه نقد ارتباط منفی دارد، زیرا به کاهش مشکلات نمایندگی مرتبط با نگهداشت وجه نقد کمک می‌کند (یان، ۲۰۰۹؛ چن و همکاران، ۲۰۱۲). مدیران با روحیه تهاجمی احتمال بیشتری برای حفظ جریان نقدی آزاد و یا به دنبال فعالیت‌های اجتماعی دارند، بنابراین از آن انتظار می‌رود سطح نگهداشت وجه نقد و تعامل با فعالیت‌های اجتماعی برای شرکت‌ها با حاکمیت شرکتی قوی، پایین‌تر باشد.

از سوی دیگر، مسئولیت اجتماعی شرکت ممکن است با حاکمیت شرکتی ارتباط مثبتی به دلایل زیر داشته باشد. اول، یک چارچوب گسترده‌ای از اصطلاحات «زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیت شرکتی» استفاده می‌شود که در جامعه سرمایه‌گذار بین‌المللی برای ارزیابی سرمایه‌گذاری مسئولیت اجتماعی استفاده می‌شود و حاکمیت شرکتی به عنوان یکی از بلوک‌های ساختار آن است. بنابراین حاکمیت شرکتی قوی (ضعیف) منجر به فعالیت‌های اجتماعی زیاد (محدود) می‌شود. دوم، بلتراتی^۳ (۲۰۰۵) استدلال می‌کند که فعالیت‌های اجتماعی و حاکمیت شرکتی ارتباط مثبتی دارند، زیرا آن‌ها در شکل‌گیری تابع سود مدیریت بعضاً مکمل و نیز محدودیت ایجاد می‌کنند.

سوم، مدیران فعلی در شرکت‌های با حاکمیت شرکتی قوی ممکن است از روابط خود با ذینفعان به عنوان پشتیبانی از جایگاه مدیریت در شرکت استفاده کنند، بنابراین حاکمیت شرکتی قوی معمولاً با گزارش پایداری شرکت همراه است (فبریزی و همکاران، ۲۰۱۴).

۲-۲- پیشینه تجربی

چونگ (۲۰۱۶)، در بررسی رابطه بین مسئولیت اجتماعی شرکت و نگهداشت وجه نقد پرداخت، نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که بین مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها با نگهداشت وجه نقد ارتباط منفی و معناداری وجود دارد. بنابراین شرکت دارای مسئولیت اجتماعی، ارتباط کمتری با نگهداشت وجه داشته باشد زیرا آنها تمایل به ریسک کم با توجه به سرمایه اجتماعی بیشتر با ذینفعان دارند.

¹. Jiraporn and Chintrakam

². Fabrizi

³. Beltratti

آروری و پیژولت (۲۰۱۵)، در بررسی عملکرد مسئولیت اجتماعی و نگهداشت وجه نقد، به شواهدی دست یافتند که سرمایه‌گذاران وجه نقد بالاتری برای شرکت‌های که دارای عملکرد اجتماعی بالایی هستند، اختصاص می‌دهند. این نتیجه بیانگر این است که سیاست‌های مسئولیت اجتماعی شرکت برای مدیران موجب می‌شود آنان در جهت کاهش تضاد منافع با ذینفعان عمل نمایند، به عبارت دیگر، ارزش نگهداشت وجه نقد مشروط به عملکرد اجتماعی شرکت است. آن‌ها این نتیجه را سازگار با تئوری مسئولیت اجتماعی تفسیر می‌کنند که در شرکت‌های با رتبه بالا مسئولیت اجتماعی، مدیران تعهدات بیشتری نسبت به ذینفعان دارند و این منجر به استفاده کارآمدتر از منابع مالی شده است.

بیچتی و همکاران^۱ (۲۰۱۳)، مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها را در چهار عامل شفافیت حسابداری، حاکمیت شرکتی، ریسک ذینفعان و بیش سرمایه‌گذاری تجزیه کردند. نتایج این محققان نشان می‌دهد که قدر مطلق پیش‌بینی سود هر سهم با خالص نقاط ضعف و قدرت بیش سرمایه‌گذاری، ریسک ذینفعان و عدم شفافیت حسابداری ارتباط مثبت و معناداری وجود دارد، در حالی که با کیفیت حاکمیت شرکتی رابطه منفی دارد.

جو و هارجتو^۲ (۲۰۱۲)، به بررسی رابطه بین حاکمیت شرکتی و مسئولیت اجتماعی شرکت پرداختند. نتایج بیانگر این است که رابطه مثبت و معناداری بین حاکمیت شرکتی و مسئولیت اجتماعی وجود دارد. علاوه بر این، به بررسی اهمیت نسبی تئوری ذینفعان و تئوری نمایندگی در مورد حاکمیت شرکتی و مسئولیت اجتماعی شرکت و عملکرد مالی شرکت نیز پرداخته می‌شود که نتایج نشان می‌دهد که مسئولیت اجتماعی اثری مثبت بر عملکرد مالی شرکت نیز دارد. علاوه بر این، تعامل مسئولیت اجتماعی سازمان با جامعه، محیط زیست و کارکنان نقش مثبت قابل توجهی در افزایش عملکرد مالی ایفا می‌کند.

احمدپور و فرمانبردار (۱۳۹۴)، به بررسی رابطه بین مسئولیت اجتماعی شرکت و خطای پیش‌بینی سود هر سهم پرداختند. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که بین سطح افشای مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها با قدر مطلق خطای پیش‌بینی سود هر سهم ارتباط معکوس و معناداری وجود دارد. همچنین، بین سطح افشای عملکرد اجتماعی و زیست محیطی شرکت با قدر مطلق خطای پیش‌بینی سود هر سهم ارتباط معکوس و معناداری وجود دارد. آنها همچنین، ارتباط بین افشای اطلاعات مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها و رقابت بازار محصول را بررسی نمودند. نتایج این پژوهش نشان داده است که بین سطح افشای مسئولیت اجتماعی شرکت و رقابت بازار محصول ارتباط معناداری وجود ندارد.

پورعلی و حجامی (۱۳۹۳)، رابطه بین افشای مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها و مالکیت نهادی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را بررسی نمودند. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که رابطه معنادار منفی بین افشای مسئولیت اجتماعی و میزان افشای اطلاعات مربوط

1. Becchetti, et al

2. Jo and Harjoto

به روابط کارکنان، مشارکت اجتماعی، تولید و محیط‌زیست با مالکیت نهادی وجود دارد. این درحالی است که بین میزان افشای اطلاعات مربوط به مشارکت اجتماعی با مالکیت نهادی رابطه معناداری وجود ندارد.

بهارمقدم و همکاران (۱۳۹۲)، رابطه مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی بر افشای مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها مورد بررسی قرار دادند. نتایج این پژوهش نشان داده است که از بین متغیرهای تمرکز مالکان، نسبت مدیران غیرموظف، دوگانگی مسئولیت مدیر عامل و اندازه حسابرس، مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی به جزء مسئولیت دوگانگی مدیر عامل در هیئت مدیره رابطه مثبت و معناداری با افشای مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها دارند و سطح افشای مسئولیت‌های اجتماعی در شرکت‌های انتخاب شده پایین است.

حیدریان و همکاران (۲۰۱۳)، با استفاده از شاخص‌های تمرکز سرمایه، اندازه صنعت و تعداد سهامداران مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها را مورد بررسی قرار دادند. نتایج نشان داد که مالکیت متمرکز تأثیر منفی و تمرکز سرمایه، اندازه صنعت و اندازه شرکت دارای اثرات مثبت بر مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها هستند. ولی تعداد سهامداران تأثیر معنی‌داری روی مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها نبوده است. یافته‌های این تحقیق بیانگر این بود که عملکرد مالی شرکت نیز متقابلاً دارای تأثیر معناداری روی مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها است. همچنین، صنایع با سطح رقابت‌پذیری بالاتر، تمایل بیشتری به مشارکت در امور اجتماعی دارند چرا که می‌تواند منجر به کسب مزیت رقابتی شود و شرکت‌هایی با سطح سرمایه بالاتر در انجام وظایف اجتماعی فعال‌تر عمل می‌نمایند و شرکت‌ها با اندازه بزرگ‌تر، مشارکت بیشتری در این حوزه دارند.

۳- فرضیه‌ها، مدل و متغیرهای پژوهش

طبق نتایج پژوهش‌های گذشته (آچاریا و همکاران ۲۰۱۳؛ هارفورد و همکاران ۲۰۱۲؛ فریزی و همکاران ۲۰۱۴؛ آروری و پیژولت ۲۰۱۵) مسئولیت اجتماعی شرکت اثرات مستقیم و غیرمستقیم بر نگهداشت وجه نقد شرکت دارد. اگر مسئولیت اجتماعی شرکت نگهداشت وجه نقد شرکت را تحت تأثیر قرار دهد، ممکن است این ارتباط از طریق ریسک بازار و شاخص‌های حاکمیت شرکتی مورد تفسیر قرار گیرد. بر این اساس فرضیه‌های پژوهش به شرح ذیل تدوین شده است:

فرضیه ۱) مسئولیت اجتماعی شرکت تأثیر معناداری بر سطح نگهداشت دارد.

فرضیه ۲) مسئولیت اجتماعی شرکت به واسطه تأثیر معنادار بر ریسک بازار سهم، تأثیر معناداری بر سطح نگهداشت دارد.

فرضیه ۳) مسئولیت اجتماعی شرکت به واسطه تأثیر معنادار بر شاخص‌های حاکمیت شرکتی، تأثیر معناداری بر سطح نگهداشت دارد.



۱-۳- مدل های پژوهش

جهت آزمون فرضیه های پژوهش و طبق مطالعات گذشته، مدل های پژوهش به شرح زیر ارائه شده است.

$$\text{CASH HOLDINGS}_{i,t} \quad (\text{مدل ۱})$$

$$= \beta_1 + \beta_2 \text{CSR}_{i,t} + \beta_3 \text{CFO}_{i,t} + \beta_4 \text{MB}_{i,t} + \beta_5 \text{FRIM SIZE}_{i,t} + \beta_6 \text{LEVERAGE}_{i,t} + \beta_7 \text{SALES GROWTH}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$$\text{CASH HOLDINGS}_{i,t} \quad (\text{مدل ۲})$$

$$= \beta_1 + \beta_2 \text{CSR}_{i,t} + \beta_3 \text{MRISK}_{i,t} + \beta_4 \text{CSR}_{i,t} \times \text{MRISK}_{i,t} + \beta_5 \text{CFO}_{i,t} + \beta_6 \text{MB}_{i,t} + \beta_7 \text{FRIM SIZE}_{i,t} + \beta_8 \text{LEVERAGE}_{i,t} + \beta_9 \text{SALES GROWTH}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$$\text{CASH HOLDINGS}_{i,t} \quad (\text{مدل ۳})$$

$$= \beta_1 + \beta_2 \text{CSR}_{i,t} + \beta_3 \text{GWON}_{i,t} + \beta_4 \text{CSR}_{i,t} \times \text{GWON}_{i,t} + \beta_5 \text{CFO}_{i,t} + \beta_6 \text{MB}_{i,t} + \beta_7 \text{FRIM SIZE}_{i,t} + \beta_8 \text{LEVERAGE}_{i,t} + \beta_9 \text{SALES GROWTH}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$$\text{CASH HOLDINGS}_{i,t} \quad (\text{مدل ۴})$$

$$= \beta_1 + \beta_2 \text{CSR}_{i,t} + \beta_3 \text{OUTDIR}_{i,t} + \beta_4 \text{CSR}_{i,t} \times \text{OUTDIR}_{i,t} + \beta_5 \text{CFO}_{i,t} + \beta_6 \text{MB}_{i,t} + \beta_7 \text{FRIM SIZE}_{i,t} + \beta_8 \text{LEVERAGE}_{i,t} + \beta_9 \text{SALES GROWTH}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$$\text{CASH HOLDINGS}_{i,t} \quad (\text{مدل ۵})$$

$$= \beta_1 + \beta_1 \text{CSR}_{i,t} + \beta_2 \text{MRISK}_{i,t} + \beta_3 \text{GOWN}_{i,t} + \beta_4 \text{OUTDIR}_{i,t} + \beta_5 \text{CSR}_{i,t} * \text{MRISK}_{i,t} + \beta_6 \text{CSR}_{i,t} \times \text{GOWN}_{i,t} + \beta_7 \text{CSR}_{i,t} \times \text{OUTDIR}_{i,t} + \beta_8 \text{CFO}_{i,t} + \beta_9 \text{MB}_{i,t} + \beta_{10} \text{FRIM SIZE}_{i,t} + \beta_{11} \text{LEVERAGE}_{i,t} + \beta_{12} \text{SALES GROWTH}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

۳-۲- متغیر های پژوهش

مسئولیت اجتماعی شرکت^۱ (CSR)

متغیر مسئولیت پذیری اجتماعی، با توجه به معیارهایی موسسه آمریکایی KLD^۲ استخراج شده است این موسسه هر ساله سازمان ها را براساس معیارهای اجتماعی و زیست محیطی رتبه بندی می کند. مسئولیت پذیری اجتماعی در این پژوهش دارای چهار بعد است، هر بعد آن دارای نقاط قوت و ضعف مخصوص به خود است. با تفاضل نقاط قوت از نقاط ضعف مربوطه نمره آن به دست می آید. در نهایت با جمع تمام ابعاد فوق یک نمره کلی برای مسئولیت پذیری اجتماعی به دست خواهد آمد. لازم به ذکر است که در صورت وجود هر نقطه ضعف یا نقطه قوت مربوطه، عدد یک و در صورت نبود آن ها عدد صفر در نظر گرفته خواهد شد. اطلاعات لازم برای این متغیرها در گزارش هیئت مدیره و مسئولیت اجتماعی شرکتها افشاء می شود و در پژوهش حاضر برای معرفی هر یک از ابعاد، با توجه به ماهیت افشاگری در ایران، از شاخصه های مسئولیت پذیری اجتماعی در ایران و همچنین از شاخص های ISO 9001 سیستم مدیریت کیفیت، ISO 4001 مدیریت زیست محیطی، OHSAS 18001 استاندارد ایمنی و بهداشت استفاده شده است. مدل حاضر مدل عینی و کمی معروفی است که تاکنون از طریق نهادهای رسمی در بسیاری از

^۱ . Corporate social responsibility

^۲ . Kinder, Lydenberg and Domini

کشورها برای اندازه‌گیری مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت استفاده شده است، در نهایت مدل پژوهش به صورت زیر خواهد بود.

$$\text{CSR-S} = \text{CSR-COM-S} + \text{CSR-EMP-S} + \text{CSR-ENV-S} + \text{CSR-PRO-S} \quad (\text{مدل ۵})$$

CSR-S: نمره مسئولیت‌پذیری اجتماعی، CSR-COM-S: نمره افشای مشارکت‌های اجتماعی، CSR-EMP-S: نمره افشای روابط کارکنان، CSR-ENV-S: نمره افشای محیط‌زیست، CSR-PRO-S: نمره افشای ویژگی‌های محصول؛ که از تفاضل نقاط قوت و ضعف خود به صورت زیر به دست می‌آیند (میشرا و همکاران^۱، ۲۰۱۱):

$$\text{CSR-COM-S} = \sum \text{Strengths} - \sum \text{Concerns} \quad (\text{مدل ۶})$$

پس از استخراج نمرات فوق در سطح شرکت‌های منتخب، شرکت‌هایی که دارای امتیاز بیشتری نسبت به میانگین امتیازهای کسب شده توسط شرکت‌ها بوده‌اند ارزش یک و در غیر این صورت صفر، متمایز شده‌اند.

مکانیزم‌های نظارتی حاکمیت شرکتی، از عوامل مهم اثرگذار بر سطح نگهداشت وجه نقد شرکت‌ها است. برخی از پژوهش‌های خارجی صورت گرفته، بیانگر آن است که افزایش کیفیت حاکمیت شرکتی، باعث کاهش سطح نگهداشت وجه نقد شرکت‌ها می‌گردد (هارفورد و همکاران، ۲۰۰۸). در ایران نیز رسائیان و همکاران (۱۳۸۹)، در بررسی تأثیر مکانیزم‌های نظارتی درون سازمانی حاکمیت شرکتی بر سطح نگهداشت وجه نقد دریافتند که بین درصد اعضای غیرموظف هیئت مدیره و سطح نگهداشت وجه نقد در بورس اوراق بهادار تهران، رابطه منفی و معنی‌داری وجود دارد، اما بین در سرمایه‌گذاران نهادی و سطح نگهداشت وجه نقد رابطه معنی‌داری وجود ندارد. پورعلی و حجامی (۱۳۹۳) ارتباط منفی بین سطح مسئولیت اجتماعی و زیست محیطی و سهامداران نهادی را مشاهده کرده‌اند. همچنین مران جوری و علی خانی (۱۳۹۳) بین سطح افشای اطلاعات زیست محیطی و اجتماعی و سرمایه‌گذاران نهادی و مدیران غیرموظف رابطه معنی‌داری را مشاهده نکرده‌اند.

با توجه به مطالب فوق، در این پژوهش حاکمیت شرکتی بر اساس دو معیار مالکیت نهادی و نسبت اعضای غیرموظف هیئت مدیره سنجیده شده است، دلایل انتخاب معیار مالکیت نهادی از حاکمیت شرکتی این است که در پژوهش‌های گذشته در مورد رابطه بین مسئولیت اجتماعی و مالکان نهادی دو جنبه متعارض مشاهده شده است. جنبه اول اینکه، یک رابطه مثبت بین مسئولیت اجتماعی و مالکان نهادی وجود دارد. از آنجایی که مالکان نهادی ریسک‌گریز هستند و اعتبار شرکت‌ها در جامعه باعث کاهش در تغییر زیاد قیمت سهام‌ها شده و قیمت‌ها را تقریباً با ثبات می‌کند، شرکت‌هایی که در برنامه‌های اجتماعی جامعه پیش قدم هستند توانایی جذب اکثر سرمایه‌گذاران نهادی را دارند (رسائیان و همکاران، ۱۳۸۹، گریوز و واداک^۲، ۱۹۹۴).

^۱ . Mishra et al

^۲ . Graves and Waddock



جنبه دوم اینکه، یک رابطه منفی بین مسئولیت اجتماعی و مالکان نهادی وجود دارد. سرمایه گذاری در برنامه‌های مسئولیت اجتماعی و پیش قدمی در این کار باعث می‌شود که شرکت‌ها هزینه‌های قابل توجهی را در کوتاه‌مدت را داشته باشند در صورتی عکس العمل بازار در بلند مدت به مسئولیت اجتماعی شرکت خواهد بود و سرمایه‌گذاران نهادی ترجیح می‌دهند در پروژه‌های کوتاه‌مدت، سرمایه‌گذاری کنند (بوش^۱؛ کوه^۲ ۲۰۰۱). در این پژوهش به پیروی از پژوهش‌های گذشته بطور خاص در ایران از دو معیار مالکیت نهادی و درصد مدیران غیر موظف استفاده شده است (رسائیان و همکاران، ۱۳۸۹؛ پورعلی و حجامی، ۱۳۹۳؛ مران جویری و علی‌خانی، ۱۳۹۳ و ساکانی، ۲۰۱۲).

GOWN: مالکیت نهادی است. سرمایه‌گذار نهادی موضوع بند ۲۷ ماده یک قانون بازار اوراق بهادار ج.ا. عبارت‌اند از: بانک‌ها و بیمه‌ها، هلدینگ‌ها، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، صندوق بازنشستگی، شرکت تأمین سرمایه و صندوق‌های سرمایه‌گذاری ثبت شده نزد سازمان بورس و اوراق بهادار، هر شخص حقیقی یا حقوقی که بیش از ۵ درصد یا بیش از ۵ میلیارد ریال از ارزش اسمی اوراق بهادار در دست انتشار ناشر را خریداری کند، سازمان‌ها و نهادهای دولتی و عمومی شرکت‌های دولتی.

OUTDIR: نسبت هیئت مدیره غیرموظف عبارت است با نسبت تعداد مدیران غیرموظف به کل تعداد اعضای هیئت مدیره شرکت.

MRISK: ریسک بازار است که با استفاده از کواریانس بازده سهام و بازده بازار بر واریانس بازده بازار محاسبه شده است.

نگهداشت وجه نقد

CASH HOLDINGS: نگهداشت وجه نقد شرکت‌ها که از نسبت وجه نقد به دارایی به دست آمده است که به طور گسترده در ادبیات مالی این معیار استفاده شده است (هان و کیو، ۲۰۰۷؛ آچاریا و همکاران، ۲۰۱۳؛ پلازو، ۲۰۱۲).

متغیرهای کنترل

مجموعه‌ای از متغیرهای کنترلی که به عوامل استفاده از نگهداشت وجه نقد شرکت‌ها در ادبیات شناخته شده هستند (دیتمار و همکاران، ۲۰۰۳؛ بیتس و همکاران، ۲۰۰۹) که عبارت‌اند از:

CFO: جریان‌های نقدی عملیاتی شرکت است که با جمع دارایی‌های همگن شده است.

MB: که از نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام آن محاسبه شده است.

FRIMSIZE: اندازه شرکت به عنوان لگاریتم طبیعی از کل دارایی‌های تعریف شده است.

LEVERAGE: اهرم مالی از نسبت بدهی بلندمدت به کل دارایی به دست آمده است.

SALES GROWTH: رشد فروش، تفاوت فروش سال جاری و گذشته تقسیم بر فروش سال گذشته است.

¹. Bushee

². Koh

۴- روش‌شناسی پژوهش

۴-۱- جامعه آماری پژوهش و نحوه انتخاب شرکت‌ها

جامعه این پژوهش شامل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۹۰ تا پایان سال ۱۳۹۴ که پوشش اطلاعاتی بیشتری درباره مسئولیت‌های اجتماعی نسبت به سال‌های گذشته داشته‌اند. ملاحظات مرتبط با انتخاب نمونه به شرح زیر است:

(۱) اطلاعات مورد نیاز این پژوهش از جمله گزارش هیئت‌مدیره شرکت‌ها همراه با شاخص‌ها و گزارش عملکرد اجتماعی از سال ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۴ در دسترس باشد.

(۲) جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری و واسطه‌گری مالی نباشد زیرا ماهیت و طبقه‌بندی اقلام صورت‌های مالی متفاوتی دارند.

داده‌های کمی این پژوهش از صورت‌های مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران استخراج شده و همچنین جمع‌آوری اطلاعات درمورد مسئولیت‌پذیری اجتماعی از گزارش هیئت‌مدیره و گزارش مسئولیت اجتماعی در صورت وجود استخراج شده است و در نهایت ۳۰۵ سال - شرکت مشاهده برای این پژوهش مورد استفاده قرار گرفته است.

۴-۲- روش پژوهش

در اجرای این پژوهش صرفاً برای شناخت بیشتر شرایط موجود در مورد شاخص‌های مسئولیت اجتماعی از نتایج مطالعات گذشته و معیارهای مطرح شده در آن‌ها استفاده شده است و سپس مدل‌های پژوهش به شرح زیر ارائه شده است. شایان ذکر است جهت بررسی فرضیه سوم پژوهش از سه مدل استفاده شده است در مدل دوم با ورود متغیر مالکیت نهادی و اثر تعاملی آن در شرکت‌های با امتیاز بالای شاخص‌های مسئولیت اجتماعی به بررسی تأثیر آن بر وجه نقد پرداخته شده است. در مدل سوم، متغیر نسبت مدیران غیرموظف به مدل وارد شده است و نیز اثر تعاملی آن در شرکت‌های با امتیاز بالای شاخص‌های مسئولیت اجتماعی مورد سنجش قرار گرفته است و در مدل پنجم علاوه بر ورود دو متغیر فوق به مدل، به بررسی تأثیر ریسک شرکت در بازار در شرکت‌های با امتیاز مسئولیت اجتماعی بالا پرداخته شده و نتایج مورد تفسیر قرار گرفته است.

۵- تحلیل داده ها و یافته‌های پژوهش

۱-۵- آمار توصیفی

نگاره (۱). آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

					n=۳۰۵
متغیرهای پژوهش	میانگین	میانه	انحراف معیار	ضریب چولگی	ضریب کشیدگی
CASH HOLDINGS	۰/۰۳۳۹	۰/۰۲۶۲	۰/۰۲۷۶	۱/۰۳۹۲	۳/۱۳۸۴
CSR	۰/۰۵۱۱۴	۱	۰/۵۰۰۶	-۰/۰۴۵۹	۱/۰۰۲۱
MRISK	۰/۷۴۶۶	۰/۶۳۵۴	۰/۷۹۴۶	۰/۶۶۷۶	۲/۷۵۵۶
GOWN	۰/۷۵۶۹	۰/۷۷۷۳	۰/۱۲۸۲	-۰/۵۰۸۵	۲/۳۷۰۲
OUTDIR	۰/۷۷۲۷	۰/۸۰۰۰	۰/۰۷۹۱	-۱/۹۷۹۳	۵/۲۷۰۰
CFO	۰/۱۴۵۰	۰/۱۲۷۸	۰/۱۲۳۳	۰/۳۷۸۴	۲/۲۶۵۹
MB	۲/۰۲۳۳	۱/۷۲۷۸	۱/۴۸۹۰	۰/۶۰۱۴	۲/۵۳۸۶
FRIM SIZE	۶/۲۴۸۷	۶/۰۹۸۲	۰/۶۴۴۶	۱/۰۰۲۳	۳/۸۱۳۱
LEVERAGE	۰/۶۱۶۲	۰/۶۱۹۵	۰/۲۰۰۶	۰/۰۵۷۵	۲/۲۲۰۴
SALES GROWTH	۰/۱۸۸۷	۰/۱۷۳۴	۰/۲۷۹۸	۰/۲۱۹۹	۳/۲۰۵۴

با توجه به نگاره (۱)، میانگین نگهداشت وجه نقد ۰/۰۳۳ می‌باشد که مشابه پژوهش توکل نیا و تیرگی (۱۳۹۳) در بورس اوراق بهادر تهران در سطح ۵۲۵ مشاهده است. میانگین متغیر مسئولیت اجتماعی ۰/۰۵۱ است که در مقایسه با پژوهش چونگ (۲۰۱۶) در بورس استرالیا در سطح ۲۸۸۸ سال - شرکت این متغیر ۰/۰۱ بوده است. میانگین ریسک بازار ۰/۷۴۶ می‌باشد که در پژوهش چونگ (۲۰۱۶) در بورس استرالیا در سطح ۲۸۸۸ سال - شرکت میانگین این متغیر ۱/۱۴ و در پژوهش حاجیها و سرافراز (۱۳۹۳) در بورس اوراق بهادر تهران در سطح ۳۲۵ مشاهده میانگین این متغیر ۰/۴۸ بوده است. میانگین مالکیت نهادی ۰/۷۵۷ می‌باشد که در مقایسه با پژوهش رسائیان و همکاران (۱۳۸۹) در بورس اوراق بهادر تهران در سطح ۱۰۳۲ مشاهده این متغیر ۰/۴۶۶ بوده است درصد مدیران غیرموظف بطور میانگین ۰/۷۷۳ در مقایسه با پژوهش‌های مشابه نظیر بهارمقدم و همکاران (۱۳۹۲) در سطح ۴۶۵ مشاهده ۰/۶۲۶ است.

۲-۵- آزمون فرضیه‌ها

برای برآورد مدل، ابتدا به منظور گزینش یکی از روش‌های داده‌های تابلویی و داده‌های تلفیقی، از آزمون قابلیت ادغام استفاده شده است. آماره آزمون قابلیت ادغام F لیمر است که تعیین می‌کند که آیا عرض از مبدأ جداگانه برای هر یک از مقاطع یا دوره‌ها وجود دارد یا خیر؟

در صورتی که بین مشاهدات، ناهمگنی یا تفاوت‌های فردی وجود داشته باشد، از روش داده‌های تابلویی و در غیر اینصورت، از روش داده‌های تلفیقی استفاده می‌شود، زیرا داده‌ها فقط روی هم انباشت شده‌اند و تفاوت بین آن‌ها لحاظ نشده است. در آزمون قابلیت ادغام، فرضیه صفر بیانگر یکسان بودن عرض از مبدأها (داده‌های تلفیقی) و فرضیه مقابل، نشان‌دهنده ناهمسانی عرض از مبدأها (داده‌های تابلویی) است.

نگاره (۲). آزمون F لیمر

نتیجه	p-value	احتمال	آماره F لیمر	مدل
داده‌های تابلویی	$P < 0.05$	0.0001	2/0621	مدل ۱
داده‌های تابلویی	$P < 0.05$	0.0000	3/2353	مدل ۲
داده‌های تابلویی	$P < 0.05$	0.0000	4/0903	مدل ۳
داده‌های تابلویی	$P < 0.05$	0.0000	4/0474	مدل ۴
داده‌های تابلویی	$P < 0.05$	0.0000	3/1314	مدل ۵

در تمامی مدل‌ها با توجه به اینکه مقدار p-value به دست آمده از آزمون F لیمر کوچک‌تر از 0.05 می‌باشد، فرض صفر رد شده ($p\text{-value} < 0.05$) و روش داده‌های تابلویی پذیرفته می‌شود.

نگاره (۳). آزمون هاسمن

نتیجه	p-value	احتمال	آماره هاسمن	مدل
اثرات ثابت	$P < 0.05$	0.0000	37/0828	مدل ۱
اثرات تصادفی	$P \geq 0.05$	0.4488	7/8449	مدل ۲
اثرات تصادفی	$P \geq 0.05$	0.9732	2/2272	مدل ۳
اثرات تصادفی	$P \geq 0.05$	0.5080	7/2679	مدل ۴
اثرات تصادفی	$P \geq 0.05$	0.5209	11/0940	مدل ۵

با توجه به مقدار p-value به دست آمده از آزمون هاسمن در همه مدل‌ها به جز مدل یک، بزرگ‌تر از 0.05 می‌باشد، فرض صفر آزمون هاسمن تأیید شده و روش اثرات تصادفی پذیرفته می‌شود.

۳-۵- نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول پژوهش

در بررسی فرضیه اول پژوهش، نتایج آماری اجرای مدل اول پژوهش در نگاره ۴، ارائه شده است.

نگاره (۴). نتایج تجزیه و تحلیل داده‌ها جهت آزمون فرضیه یک- مدل ۱

متغیر وابسته نگهداشت وجه نقد (CASH HOLDINGS)				
$\text{CASH HOLDINGS}_{i,t} = \beta_1 + \beta_2 \text{CSR}_{i,t} + \beta_3 \text{CFO}_{i,t} + \beta_4 \text{MB}_{i,t} + \beta_5 \text{FRIM SIZE}_{i,t} + \beta_6 \text{LEVERAGE}_{i,t} + \beta_7 \text{SALES GROWTH}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$				
p-value	آماره t	انحراف استاندارد	ضریب	متغیر
۰/۰۰۰۰	۵/۹۶۶۶	۰/۰۰۶۹	۰/۰۴۱۲	CONSTANT
۰/۰۳۲۰	۲/۱۵۷۶	۰/۰۰۰۷	۰/۰۰۱۶	CSR
۰/۰۰۰۱	۳/۹۷۴۹	۰/۰۱۲۷	۰/۰۵۰۵	CFO
۰/۳۶۲۰	-۰/۹۱۳۲	۴/8E-05	-۴/45E-05	MB
۰/۰۰۰۵	۳/۵۲۷۵	۴/51E-11	۱/59E-10	FRIM SIZE
۰/۴۷۹۹	-۰/۷۰۷۵	۰/۰۰۳۳	-۰/۰۰۲۴	LEVERAGE
۰/۰۲۱۰	۲/۳۲۴۵	۰/۰۰۰۸	۰/۰۰۱۸	SALES GROWTH
Adjusted R-squared		۲/۳۹۳۵	آماره دوربین واتسن	
۰/۵۸۴۲		۶/۷۷۶۹	F-statistic	
		۰/۰۰۰۰	Prob(F-statistic)	

با توجه به نتایج حاصل از آزمون مدل رگرسیون به شرح نگاره فوق، مشاهده می‌شود که مقدار P-Value مربوط به آماره F، حاکی از آن است که مدل در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار است. ضریب تعیین تعدیل شده R^2 برابر ۰/۵۸۴۲ بوده و بیانگر این مطلب است که ۵۸٪ از تغییرات متغیر وابسته با متغیرهای مدل تحقیق قابل تبیین است و همچنین آماره دوربین واتسن ۲/۳۹۳۵ می‌باشد، که این مقدار بین ۱/۵ تا ۲/۵ است، که نشان دهنده عدم همبستگی بین متغیرها می‌باشد. همان‌گونه که در نگاره (۴) ملاحظه می‌شود، مسئولیت اجتماعی شرکت رابطه مثبت و معناداری با نگهداشت وجه نقد دارد. متغیرهای کنترلی نیز نشان داده است جریان وجه نقد، اندازه شرکت و رشد فروش با نگهداشت وجه نقد رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم پژوهش

در بررسی فرضیه دوم پژوهش، نتایج آماری اجرای مدل اول پژوهش در نگاره ۵، ارایه شده است.

نگاره (۵). نتایج تجزیه و تحلیل داده‌ها جهت آزمون فرضیه یک-مدل ۲

متغیر وابسته نگهداشت وجه نقد (CASH HOLDINGS)				
$\text{CASH HOLDINGS}_{i,t} = \beta_1 + \beta_2 \text{CSR}_{i,t} + \beta_3 \text{MRISK}_{i,t} + \beta_4 \text{CSR}_{i,t} * \text{MRISK}_{i,t} + \beta_5 \text{CFO}_{i,t} + \beta_6 \text{MB}_{i,t} + \beta_7 \text{FRIM SIZE}_{i,t} + \beta_8 \text{LEVERAGE}_{i,t} + \beta_9 \text{SALES GROWTH}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$				
p-value	t	انحراف استاندارد	ضریب	متغیر
۰/۰۰۰۰	-۹/۱۸۵۵	۰/۰۱۲۴	-۰/۱۱۱۴	CONSTANT
۰/۰۰۰۰	۶/۷۸۴۶	۰/۰۰۰۶	۰/۰۰۰۴	CSR
۰/۰۰۰۰	۴/۵۴۳۰	۰/۰۰۷۴	۰/۰۳۳۹	MRISK
۰/۰۰۰۰	-۴/۹۱۱۱	۰/۰۰۰۸	-۰/۰۰۴۲	CSR×MRISK
۰/۰۰۰۰	۱۵/۴۱۰۱	۰/۰۰۳۶	۰/۰۵۶۴	CFO
۰/۴۹۰۸	۰/۶۹۰۱	۳/۸۹E-۰۵	۲/۶۸E-۰۵	MB
۰/۰۰۰۰	۶/۷۶۴۱	۰/۰۰۲۳	۰/۰۱۵۸	FRIM SIZE
۰/۰۰۱۶	۳/۱۸۷۶	۰/۰۰۲۸	۰/۰۰۹۰	LEVERAGE
۰/۰۳۴۷	۲/۱۲۴۱	۰/۰۰۲۱	۰/۰۰۴۵	SALES GROWTH
Adjusted R-squared		۲/۲۷۳۰		
۰/۷۹۸۲		۱۳/۷۳۲۸		F-statistic
		۰/۰۰۰۰		Prob(F-statistic)

با توجه به نتایج حاصل از آزمون مدل رگرسیون به شرح نگاره فوق، مشاهده می‌شود که مقدار P-Value مربوط به آماره F، حاکی از آن است که مدل در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار است. ضریب تعیین تعدیل شده R^2 برابر ۰/۷۹۸۲ بوده و بیانگر این مطلب است که ۸۰٪ از تغییرات متغیر وابسته با متغیرهای مدل تحقیق قابل تبیین است و همچنین آماره دوربین واتسن ۲/۲۷۳۰ می‌باشد، که این مقدار بین ۱/۵ تا ۲/۵ است، که نشان دهنده عدم همبستگی بین متغیرها می‌باشد. همان‌گونه که در نگاره (۵) ملاحظه می‌شود، مسئولیت اجتماعی شرکت و ریسک بازار رابطه مثبت و معناداری با نگهداشت وجه نقد دارند و همچنین اثر تعاملی $\text{CSR} \times \text{MRISK}$ رابطه منفی و معناداری با نگهداشت وجه نقد دارد. این یافته‌ها نشان می‌دهد که در شرکت‌هایی که امتیاز شاخص‌های مسئولیت اجتماعی بالایی دارند، مسئولیت اجتماعی شرکت به واسطه تأثیر ریسک بازار رابطه (با استفاده از جمع ضرایب CSR، MRISK و $\text{CSR} \times \text{MRISK} = ۰/۰۳۰۱$) مثبت و معناداری با نگهداشت وجه نقد دارد. نتایج متغیرهای کنترلی نیز نشان داده است جریان وجه نقد، اندازه شرکت، اهرم مالی و رشد فروش با نگهداشت وجه نقد رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه سوم پژوهش

جهت بررسی فرضیه دوم پژوهش از دو مدل استفاده شده است در مدل اول با ورود متغیر مالکیت نهادی و اثر تعاملی آن در شرکت‌های با امتیاز بالای شاخص‌های مسئولیت اجتماعی به بررسی تأثیر آن بر وجه نقد پرداخته شده است. در مدل دوم، متغیر نسبت مدیران غیرموظف به مدل وارد شده است. نیز اثر تعاملی آن در شرکت‌های با امتیاز بالای شاخص‌های مسئولیت اجتماعی مورد سنجش قرار گرفته است.

نگاره (۶). نتایج تجزیه و تحلیل داده‌ها جهت آزمون فرضیه دوم- مدل ۳

متغیر وابسته نگهداشت وجه نقد (CASH HOLDINGS)				
$\text{CASH HOLDINGS}_{i,t} = \beta_1 + \beta_2 \text{CSR}_{i,t} + \beta_3 \text{GWON}_{i,t} + \beta_4 \text{CSR}_{i,t} * \text{GWON}_{i,t} + \beta_5 \text{CFO}_{i,t} + \beta_6 \text{MB}_{i,t} + \beta_7 \text{FRIM SIZE}_{i,t} + \beta_8 \text{LEVERAGE}_{i,t} + \beta_9 \text{SALES GROWTH}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$				
متغیر	ضریب	انحراف استاندارد	آماره t	p-value
CONSTANT	۰/۰۰۷۲	۰/۰۱۲۸	۰/۵۶۲۴	۰/۵۷۴۴
CSR	۰/۰۰۹۶	۰/۰۰۱۱	۸/۳۸۷۱	۰/۰۰۰۰
GWON	۰/۰۰۹۶۵	۰/۰۰۱۲۲	۷/۹۰۸۸	۰/۰۰۰۰
CSR×GWON	۰/۰۰۱۱۷	۰/۰۰۱۰	۱۱/۰۷۹۰	۰/۰۰۰۰
CFO	۰/۰۰۵۱۷	۰/۰۰۳۸	۱۳/۳۰۴۳	۰/۰۰۰۰
MB	۴/۹۱E-۰۵	۴/۵۶E-۰۵	۰/۰۷۷۰	۰/۲۸۲۵
FRIM SIZE	۰/۰۰۱۵۳	۰/۰۰۱۵	۱۰/۰۱۸۵	۰/۰۰۰۰
LEVERAGE	۰/۰۰۰۵۷	۰/۰۰۳۲	۱/۷۵۳۰	۰/۰۸۰۹
SALES GROWTH	۰/۰۰۰۰۹	۰/۰۰۱۰	۰/۹۰۳۵	۰/۳۶۷۱
آماره دوربین واتسن	۲/۲۸۶۸	Adjusted R-squared		
F-statistic	۱۳/۴۵۰۸	۰/۷۴۹۶		
Prob(F-statistic)	۰/۰۰۰۰			

با توجه به نتایج حاصل از آزمون مدل رگرسیون به شرح نگاره فوق، مشاهده می‌شود که مقدار P-Value مربوط به آماره F که بیانگر معنی‌دار بودن کل رگرسیون، حاکی از آن است که مدل در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار می‌باشد. ضریب تعیین تعدیل شده R^2 برابر ۷۴۹۶٪ بوده و بیانگر این مطلب است که تقریباً ۷۵٪ از تغییرات متغیر وابسته با متغیر مستقل و متغیرهای کنترلی مدل قابل تبیین است و همچنین آماره دوربین واتسن نشان دهنده عدم خودهمبستگی بین متغیرها است. همان‌گونه که در نگاره (۶) ملاحظه می‌شود، مسئولیت اجتماعی و مالکیت نهادی رابطه مثبت و معناداری با نگهداشت وجه نقد دارند و همچنین بین اثر تعاملی CSR×GWON با نگهداشت وجه نقد رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. این یافته‌ها نشان می‌دهد که در شرکت‌هایی که امتیاز شاخص‌های مسئولیت اجتماعی بالایی دارند،

مسئولیت اجتماعی شرکت به واسطه تأثیر مالکیت نهادی، رابطه (با استفاده از جمع ضرایب CSR، GWON و $CSR \times GWON = 0.1178$) مثبت و معناداری با نگهداشت وجه نقد دارد. در مورد متغیرهای کنترلی، جریان وجه نقد و اندازه شرکت با نگهداشت وجه نقد رابطه مثبت و معناداری دارند.

نگاره (۷). نتایج تجزیه و تحلیل داده‌ها جهت آزمون فرضیه دوم - مدل ۴

نگهداشت وجه نقد (CASH HOLDINGS)				
$CASH\ HOLDINGS_{i,t} = \beta_1 + \beta_2 CSR_{i,t} + \beta_3 OUTDIR_{i,t} + \beta_4 CSR_{i,t} * OUTDIR_{i,t} + \beta_5 CFO_{i,t} + \beta_6 MB_{i,t} + \beta_7 FRIM\ SIZE_{i,t} + \beta_8 LEVERAGE_{i,t} + \beta_9 SALES\ GROWTH_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$				
متغیر	ضریب	انحراف استاندارد	آماره t	p-value
CONSTANT	-0.0265	0.0051	-5.1215	0.0000
CSR	0.0177	0.0143	1.2380	0.2169
OUTDIR	-0.0083	0.0109	-0.7630	0.4462
CSR×OUTDIR	-0.0219	0.0190	-1.1533	0.2500
CFO	-0.0427	0.0027	15.5758	0.0000
MB	4.53E-05	3.09E-05	1.4667	0.1438
FRIM SIZE	0.0008	0.0019	4.1931	0.0000
LEVERAGE	-0.0077	0.0025	-3.0161	0.0028
SALES GROWTH	0.0028	0.0016	1.7236	0.0861
آماره دوربین واتسن	2.2686		Adjusted R-squared	
F-statistic	12.5449		0.7208	
Prob(F-statistic)	0.0000			

با توجه به نتایج حاصل از آزمون مدل رگرسیون به شرح نگاره فوق، مشاهده می‌شود که مقدار P-Value مربوط به آماره F، حاکی از آن است که مدل در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار می‌باشد. ضریب تعیین تعدیل شده R^2 برابر ۰/۷۲۰۸ بوده و بیانگر این مطلب است که ۷۲٪ از تغییرات متغیر وابسته با متغیرهای مدل قابل تبیین است و همچنین آماره دوربین واتسن نشان دهنده عدم خودهمبستگی بین متغیرها است. همان گونه که در نگاره (۷) ملاحظه می‌شود، مسئولیت اجتماعی و درصد مدیران غیرموظف رابطه معناداری با نگهداشت وجه نقد ندارند. از بین متغیرهای کنترلی، جریان وجه نقد و اندازه شرکت با نگهداشت وجه نقد رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. همچنین بین اهرم مالی و نگهداشت وجه نقد رابطه منفی و معناداری وجود دارد.

و در مدل (۵) علاوه بر ورود دو متغیر مالکیت نهادی و نسبت مدیران غیرموظف، به بررسی تأثیر ریسک شرکت در بازار در شرکت‌های با امتیاز مسئولیت اجتماعی بالا پرداخته شده و نتایج مورد تفسیر قرار گرفته است.

نگاره (۸). نتایج تجزیه و تحلیل داده‌ها - مدل ۵

نگهداشت وجه نقد (CASH HOLDINGS)				
$\begin{aligned} \text{CASH HOLDINGS}_{i,t} &= \beta_1 + \beta_1 \text{CSR}_{i,t} + \beta_2 \text{MRISK}_{i,t} + \beta_3 \text{GOWN}_{i,t} + \beta_4 \text{OUTDIR}_{i,t} \\ &+ \beta_5 \text{CSR}_{i,t} * \text{MRISK}_{i,t} + \beta_6 \text{CSR}_{i,t} * \text{GOWN}_{i,t} + \beta_7 \text{CSR}_{i,t} \\ &* \text{OUTDIR}_{i,t} + \beta_8 \text{CFO}_{i,t} + \beta_9 \text{MB}_{i,t} + \beta_{10} \text{FRIM SIZE}_{i,t} \\ &+ \beta_{11} \text{LEVERAGE}_{i,t} + \beta_{12} \text{SALES GROWTH}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned}$				
متغیر	ضریب	انحراف استاندارد	آماره t	p-value
CONSTANT	۰/۰۵۰۷	۰/۰۱۷۴	۲/۹۰۲۳	۰/۰۰۴۱
CSR	۰/۰۴۲۰	۰/۰۲۰۶	۲/۰۳۳۴	۰/۰۴۳۱
MRISK	۰/۰۰۰۵	۰/۰۰۱۹	۲/۸۷۱۴	۰/۰۰۴۵
GOWN	-۰/۰۳۷۹	۰/۰۱۰۸	-۲/۵۷۳۸	۰/۰۱۰۷
OUTDIR	۰/۰۰۳۹	۰/۰۱۷۲	۰/۲۳۷۷	۰/۸۲۰۰
CSR×MRISK	-۰/۰۰۰۵	۰/۰۰۰۲	-۲/۱۷۰۷	۰/۰۳۱۰
CSR×GOWN	۰/۰۶۲۲	۰/۰۱۸۰	۳/۴۴۷۵	۰/۰۰۰۷
CSR×OUTDIR	-۰/۰۱۱۸	۰/۰۲۱۶	-۰/۵۴۵۸	۰/۵۸۵۷
CFO	۰/۰۴۹۱	۰/۰۰۸۲	۵/۹۵۰۳	۰/۰۰۰۰
MB	۱/۷۶E-۰۵	۸/۳۳E-۰۵	۰/۲۱۱۷	۰/۱۳۲۵
FRIM SIZE	۲/۷۶E-۱۰	۶/۹۱E-۱۱	۳/۹۸۶۲	۰/۰۰۰۱
LEVERAGE	-۰/۰۰۶۸	۰/۰۰۷۵	-۱/۲۹۶۲	۰/۱۹۶۲
SALES GROWTH	۰/۰۰۳۱	۰/۰۰۲۳	۱/۳۵۵۸	۰/۱۷۶۵
آماره دورین واتسن	۲/۲۶۳۵		Adjusted R-squared	
F-statistic	۱۳/۱۳۰۵		۰/۷۴۱۸	
Prob(F-statistic)	۰/۰۰۰۰			

با توجه به نتایج حاصل از آزمون مدل رگرسیون به شرح نگاره فوق، مشاهده می‌شود که مقدار P-Value مربوط به آماره F، حاکی از آن است که مدل در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار می‌باشد. ضریب تعیین تعدیل شده R^2 برابر ۰/۷۴۱۸ بوده و بیانگر این مطلب است که ۷۴٪ از تغییرات متغیر وابسته با متغیر مستقل و متغیرهای کنترلی مدل قابل تبیین است و آماره دورین واتسون ۲/۲۶۳۵ نشان‌دهنده عدم خودهمبستگی بین متغیرها است. همان‌گونه که در نگاره (۸) ملاحظه می‌شود، یافته‌های به دست آمده نشان می‌دهند که در شرکت‌هایی که امتیاز شاخص‌های مسئولیت اجتماعی بالایی دارند، مسئولیت اجتماعی شرکت به واسطه تأثیر بر ریسک بازار رابطه مثبت و معناداری با نگهداشت وجه نقد دارد و همچنین در شرکت‌هایی که امتیاز شاخص‌های مسئولیت اجتماعی بالایی دارند، مسئولیت اجتماعی شرکت به واسطه تأثیر بر مالکیت نهادی ارتباط مثبت و معناداری با نگهداشت وجه نقد دارد.

۶- بحث و نتیجه‌گیری

در این پژوهش با بررسی ریسک شرکت و مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها، تاثیر آن‌ها بر نگهداشت وجه نقد شرکت، مورد بررسی قرار گرفته است. این پژوهش نه تنها بر ارتباط مستقیم

بین مسئولیت اجتماعی شرکت و نگهداشت وجه نقد بطور متمرکز پرداخته شده، بلکه ارتباط غیرمستقیمی میان مسئولیت اجتماعی شرکت و نگهداشت وجه نقد نیز مورد بررسی قرار گرفته است. نظیر پژوهش‌های گذشته (هارفورد و همکاران، ۲۰۱۴؛ چونگ، ۲۰۱۶) ارتباط غیرمستقیم مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها بر نگهداشت وجه نقد از طریق ریسک بازار شرکت قابل تفسیر است. در بخش اول این پژوهش اثر مسئولیت اجتماعی شرکت و ریسک شرکت در بازار بررسی شده است بر پایه این استدلال که وفاداری مشتریان به شرکت با افشای شاخص‌های مسئولیت اجتماعی، منجر به کاهش ریسک شرکت می‌شود که به نوبه خود شرکت حساسیت کمتری نسبت به شوک‌های اقتصادی خواهد داشت. به همین دلیل با ریسک کمتر، مدیریت تمایل به ساختار سررسید بدهی کوتاه‌تر دارد و در نتیجه وجه نقد بالاتر برای کاهش مرتبط با تأمین مالی مجدد مورد نیاز است (هارفورد و همکاران، ۲۰۱۴). در بخش دوم اثر مسئولیت اجتماعی و معیارهای حاکمیت شرکتی مورد بررسی قرار گرفت با این استدلال که حاکمیت شرکتی قوی تر نقش مسئولیت اجتماعی شرکت را پررنگتر خواهد کرد و در نتیجه ممکن است مشکلات نمایندگی در ارتباط با نگهداشت وجه نقد شرکت را افزایش یا کاهش دهد (چونگ، ۲۰۱۶). واقعیت این است که این احتمال وجود دارد مسئولیت اجتماعی بر ریسک شرکت و حاکمیت شرکتی تأثیر بگذارد در نتیجه نگهداشت وجه نقد شرکت را تحت تأثیر قرار خواهد داد. نتایج پژوهش نشان داد که ارتباط مثبت و معناداری بین مسئولیت اجتماعی و نگهداشت وجه نقد شرکت وجود دارد، این ارتباط مستقیم، سازگار با پژوهش چونگ (۲۰۱۶) است. همچنین ارتباط مثبت و معنادار ریسک شرکت و نگهداشت وجه نقد مطابق با نتایج چونگ (۲۰۱۶) و مخالف با نتایج آچاریا و همکاران (۲۰۱۳) است. ارتباط مثبت و معنادار بین مالکیت نهادی و نگهداشت وجه نقد مطابق چن و همکاران (۲۰۱۲) و مخالف با نتایج بلترانتی (۲۰۰۵) است. به طور کلی یافته‌های به دست آمده نشان می‌دهند که در شرکت‌هایی که امتیاز شاخص‌های مسئولیت اجتماعی بالایی دارند، مسئولیت اجتماعی شرکت به واسطه تأثیر بر ریسک بازار رابطه مثبت و معناداری با نگهداشت وجه نقد دارد همچنین در شرکت‌هایی که امتیاز شاخص‌های مسئولیت اجتماعی بالایی دارند، مسئولیت اجتماعی شرکت به واسطه تأثیر بر مالکیت نهادی رابطه مثبت و معناداری با نگهداشت وجه نقد دارد که با نتایج پژوهش جو و هارجتو (۲۰۱۲) سازگار است.

فهرست منابع

- احمدپور، احمد، فرمانبردار، مریم، (۱۳۹۴). بررسی ارتباط بین افشای اطلاعات مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها و رقابت بازار محصول. *فصلنامه حسابداری مالی*، شماره ۲۶، صص ۱۰۳-۱۲۴.
- بهار مقدم، مهدی، صادقی، زین‌العابدین، صفرزاده، سارا، (۱۳۹۲). بررسی رابطه مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی بر افشای مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها. *فصلنامه حسابداری مالی*، شماره ۲۰، صص ۹۰-۱۰۷.

- پورعلی، محمدرضا، حجامی، محدثه، (۱۳۹۳). رابطه بین افشای مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها و مالکیت نهادی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *فصلنامه علمی پژوهشی دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت*، صص ۱۳۵ - ۱۵۰.
- توکلی‌نیا، اسماعیل، تیرگری، مهدی، (۱۳۹۳). اهرم مالی، سطح نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران: بررسی روابط غیر خطی و سلسله مراتبی. *فصلنامه حسابداری مدیریت*، شماره ۲۲، صص ۳۵ - ۵۱.
- حاجیه‌ها، زهره، سرافراز، بهمن، (۱۳۹۳). بررسی رابطه بین مسئولیت پذیری اجتماعی شرکت‌ها و هزینه حقوق صاحبان سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *پژوهش‌های تجربی حسابداری*، صص ۱۰۵ - ۱۲۳.
- رسائیان، امیر، حنجری، سارا، رحیمی، فروغ، (۱۳۸۹). تأثیر مکانیزم‌های نظارتی درون‌سازی حاکمیت شرکتی بر سطح نگهداشت وجه نقد. *پژوهش‌های حسابداری مالی*، شماره ۶، صص ۱۱ - ۲۰.
- مران‌جوری، مهدی، علی‌خانی رضیه، (۱۳۹۳). افشای مسئولیت اجتماعی و راهبری شرکتی. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، شماره ۳، صص ۳۲۹ - ۳۴۸.

- Acharya, V., Almeida, H., Campello, M., (2013). Aggregate risk and the choice between cash and lines of credit. *Journal of Finance*. 68, 2059-2116.
- Albuquerque, R., Durnev, A., Koskinen, Y., (2014). Corporate social responsibility and asset pricing in industry equilibrium. Working paper, *Finance and Economics Department*, Boston University.
- Arouri, M., Pijourlet, G., (2015). CSR performance and the value of cash holdings: international evidence. *Journal of Business Ethics*, 1-22.
- Bates, T., Kahle, K., Stulz, R., (2009). Why do U.S. firms hold so much more cash than they used to? *Journal of Finance*, (64), 1985-2021.
- Becchetti, L. Ciciretti, R. & Giovanelli, A. (2013). Corporate Social Responsibility and Earning Forecasting Unbiasedness, *Journal of Banking & Finance*, (9), 3654-3668.
- Beltratti, A., (2005). The complementarity between corporate governance and corporate social responsibility. *The Geneva Paper*, (30), 373-386.
- Bushee, B. (2001). Do institutional investors prefer near-term earnings over long-run value? *Contemporary Accounting Research*, 18(2), 207-246.
- Chen, H., Xu, Y., Yang, J., (2013). Systematic risk, debt maturity, and the term structure of credit spreads. No. w18367. *National Bureau of Economic Research*.
- Chen, Q., Chen, X., Schipper, K., Xu, Y., Xue, J. (2012). The sensitivity of corporate cash holdings to corporate governance. *Review of Financial Studies*, 25, 3610-3644.
- Cheung, A., (2016). Corporate social responsibility and corporate cash holdings. *Journal of Corporate Finance*, (37), 412-430.
- Cheung, A., Hu, M., Schwiebert, J., (2015). Corporate social responsibility and dividend policy. Working paper, School of Economics and Finance, Curtin University, Australia.
- Deng, X., Kang, J., Low, B., (2013). Corporate social responsibility and stakeholder value maximization: Evidence from mergers. *Journal of Financial Economics*, (110), 87-109.
- Denis, D., Sibilkov, V., (2010). Financial constraints, investment, and the value of cash holdings. *Review of Financial Studies*. (23), 247-269.



- Dhaliwal, D., Li, O., Tsang, A., Yang, Y., (2011). Voluntary non-financial disclosure and the cost of equity capital: The case of corporate social responsibility reporting. *The Accounting Review*, (86), 59-100.
- Dittmar, A., Duchin, R., (2011). The dynamics of cash. Working paper, University of Michigan.
- Dittmar, A., Mahrt-Smith, J., (2007). Corporate governance and the value of cash holdings. *Journal of Financial Economics*. (83), 599-634.
- Dittmar, A., Mahrt-Smith, J., Servaes, H. (2003). International Corporate Governance and Corporate Cash Holdings. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, (38), 111-134.
- Fabrizi, M., Malin, C., Michelon, G., (2014). The role of CEO's personal incentives in driving corporate social responsibility. *Journal of Business Ethics*, (124), 311-326.
- Fama, E., French, K., (2007). Disagreement, tastes, and asset prices. *Journal of Financial Economics*, (83), 667-689.
- Ferreira, M., and Vilela, A. (2004). Why do firms hold cash? Evidence from EMU countries. *European Financial Management*, 10 (2), 295-319.
- Foley, F., Hartzell, J., Titman, S., Twite, G., (2007). Why do firms hold so much cash? A tax based explanation. *Journal of Financial Economics*, (86), 579-607.
- Fresard, L., (2010). Financial strength and product market behavior: The real effects of corporate cash holdings. *Journal of Finance*, (65), 1097-1122.
- Graves, S. B., & Waddock, S. A. (1994). Institutional owners and corporate social performance. *Academy of Management journal*, 37(4), 1034-1046.
- Han, S., Qiu, J., (2007). Corporate precautionary cash holdings. *Journal of Corporate Finance*, 13, 43-57.
- Harford, J., Klasa, S., Maxwell, W., (2014). Refinancing risk and cash holdings. *Journal of Finance*, 69, 975-1011.
- Harford, J., Mansi, S., Maxwell, W., (2008). Corporate governance and firm cash holdings in the US. *Journal of Financial Economics*. 87, 535-555.
- Heydarian, B., Zali, R., Alizadeh, H., (2013). Identify The Determinants of Corporate Social Responsibility And Its Impact On Financial Performance, International. *Journal of Social & Economic Science*. 3(2), 68-73.
- Itzkowitz, J., (2013). Customers and cash: How relationships affect suppliers cash holdings. *Journal of Corporate Finance*, 19, 159-180.
- Jensen, M., (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*, 76, 323-337.
- Jiraporn, P., Chintrakarn, P., (2013). How do powerful CEO's view corporate social responsibility? *Journal of Business Ethics*, 103, 351-347.
- Jo, H., Harjoto, M., (2012). The causal effect of corporate governance on corporate social responsibility. *Journal of Business Ethics*, 106, 53-72.
- Jo, H., Na, H., (2012). Does CSR reduce firm risk? Evidence from controversial industry sectors. *Journal of Business Ethics*, 110, 441-456.
- Koh, Ping-Sheng. (2003). On the association between institutional ownership and aggressive corporate earnings management in Australia." *The British Accounting Review*, 35(2); 105-128
- Manescu, C., Starica, C., (2010). Do corporate social responsibility scores predict firm profitability? A case study on the publishers of the Dow Jones Sustainability Indexes. Working paper, Universities de Neuchâtel.
- Miller, M., Orr, D., (1966). A model of the demand for money by firms. *Quarterly Journal of Economics*, 80, 413-435.



- Mishra, Dev R., Sadok El Ghouli, Omran Guedhami, Chuk C. Y. Kwok., (2011). Does Corporate Social Responsibility Affect the Cost of Capital? *Journal of Banking & Finance*, 35(9), 2388-2406.
- Palazzo, D., (2012). Cash holdings, risk, and expected returns. *Journal of Financial Economics*.104, 162-185.
- Sacconi, L. (2012). Corporate social responsibility and corporate governance. *Econometrical*, 38[www. econometica.it]
- Sharfman, M., Fernando, C., (2008). Environmental risk management and the cost of capital. *Strategic Management Journal of Financial Economics*, 29, 569-92.
- Tong, Z., (2011). Firm diversification and the value of corporate cash holdings. *Journal of Corporate Finance*, 17, 741-758.
- Yun, H., (2009). The choice of corporate liquidity and corporate governance. *Review of Financial Studies*. 22, 1447-1475.
- Zhang, J. (2011). The Relationship Between Working Capital Management And The Corporate Cash Holdings, University of Eastern Finland, Faculty of Social Sciences and Business Studies, Master's thesis: 67, available at: <http://epublications.uef.fi>

