

مسئولیت پذیری اجتماعی و ارزش گذاری بازار از نگاهداشت وجه نقد شرکت^۱

مهدی صفری گرایی^۲

چکیده

امروزه توسعه فراگیر الزامات افشای گزارشگری مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها به منظور ایجاد شفافیت و پاسخگویی فرامالی در بازارهای سرمایه، مورد توجه نهادهای مقررات گذار و بورس اوراق بهادار قرار گرفته است. از این رو، پژوهش حاضر به بررسی تأثیر مسئولیت پذیری اجتماعی شرکت‌ها بر ارزش گذاری بازار از نگاهداشت وجه نقد آن‌ها می‌پردازد. بدین منظور، برای سنجش مسئولیت اجتماعی از چک لیستی مشتمل بر ۳۹ قلم افشاء که با محیط گزارشگری کشور سازگار می‌باشد. فرضیه پژوهش با استفاده از نمونه‌ای متشکل از ۹۶ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۴ و با بهره‌گیری از مدل رگرسیون چندگانه مبتنی بر تکنیک داده‌های تابلویی مورد آزمون قرار گرفت. یافته‌های به دست آمده حاکی از آن است که افشای اطلاعات مسئولیت‌پذیری اجتماعی، ارزش بازار وجه نقد نگهداری شده شرکت را افزایش می‌دهد. به بیان دیگر، سرمایه‌گذاران برای وجه نقد نگهداری شده در شرکت‌های دارای سطح مسئولیت‌پذیری اجتماعی بالاتر، ارزش بیشتری قائل‌اند.

واژه‌های کلیدی: مسئولیت‌پذیری اجتماعی، ارزش نگاهداشت وجه نقد، داده‌های تابلویی.

طبقه‌بندی موضوعی: M14، G30.

مقدمه

وجه نقد از دیرباز به لحاظ عینیت آن به عنوان شاخصی از تداوم فعالیت و توانایی شرکت در انجام عملیات بدون مواجهه با مشکلات مالی و نیز به عنوان ابزاری جهت بهره‌برداری از فرصت‌های رشد و سرمایه‌گذاری سودآور، مورد توجه استفاده‌کنندگان صورت‌های مالی بوده است. اما از آنجا که اغلب شرکت‌ها میزان قابل توجهی وجه نقد نگهداری می‌کنند، لذا مدیران با کمترین نظارتی به موجودی نقد شرکت دسترسی داشته و استفاده آن‌ها از منابع نقدی شرکت تا حد زیادی اختیاری است (دیتمار و مارت-اسمیت، ۲۰۰۷؛ باتس و همکاران، ۲۰۰۹). بر پایه تئوری نمایندگی، نگهداری وجه نقد مازاد در شرکت زمینه لازم برای رفتار فرصت‌طلبانه و بانگیزه کسب منفعت شخصی از سوی مدیران را فراهم نموده و بدین ترتیب سرمایه‌گذاران ارزش کمتری برای وجه نقد نگهداری شده شرکت قائل می‌شوند (لو و همکاران، ۲۰۱۶). از سوی دیگر، مطالعات نشان می‌دهد که افزایش کیفیت افشای اطلاعات مالی از طریق نظارت بر رفتار فرصت‌طلبانه مدیران، مانع از کاهش ارزش نگهداشت وجه نقد شرکت در بازار می‌گردد (دروبتز و همکاران، ۲۰۱۰؛ لویس و همکاران، ۲۰۱۲). امروزه گزارشگری مسئولیت اجتماعی شرکت به عنوان یک پدیده بسیار مهم به شمار می‌رود. 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، ۲۰۱۶). پژوهش‌های پیشین غالباً به نقش این گزارش‌ها و ارتباط آن با ارزش شرکت (لیس و همکاران، ۲۰۱۵)، کاهش هزینه حقوق صاحبان سهام (دالیوال و همکاران، ۲۰۱۱) و دقت پیش‌بینی تحلیلگران (دالاهیل و همکاران، ۲۰۱۲) پرداخته‌اند. با این وجود، در خصوص نقش اطلاعات موجود در گزارش مسئولیت اجتماعی در نظارت سرمایه‌گذاران بر استفاده بهینه مدیران از منابع نقدی شرکت، پژوهش‌های چندانی در ادبیات حسابداری صورت نگرفته است. بر پایه ادبیات نظری موجود، گزارشگری مسئولیت اجتماعی با فراهم نمودن اطلاعات مفید در خصوص منافع و هزینه‌های جاری و آتی مرتبط با عملیات شرکت از عدم تقارن اطلاعاتی کاسته، سبب نظارت مؤثر سرمایه‌گذاران بر تصمیمات سرمایه‌گذاری مدیران شده و امکان سوءاستفاده مدیران از منابع نقدی شرکت را کاهش می‌دهد. بدین ترتیب، نگرانی‌های سرمایه‌گذاران در خصوص نگهداشت وجه نقد شرکت کاهش یافته که در نهایت، به ارزش‌گذاری بیشتر وجه نقد شرکت در بازار می‌انجامد (لو و همکاران، ۲۰۱۶). بر این اساس، انتظار می‌رود که افشای اطلاعات مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها

موجب افزایش ارزش وجه نقد نگهداری شده آن‌ها در بازار گردد. با این حال در عمده مطالعات داخلی صورت گرفته این موضوع نادیده انگاشته شده و یک فضای خالی در ادبیات حسابداری و مالی برای پژوهش در این باره وجود دارد که این خود، انگیزه‌ای جهت انجام پژوهش حاضر می‌باشد. از این‌رو، در این پژوهش سعی بر آن است که تأثیر افشای اطلاعات مسئولیت اجتماعی بر ارزش وجه نقد نگهداری شده شرکت مورد بررسی قرار گیرد. پرسش اصلی پژوهش آن است که آیا افشای مسئولیت اجتماعی بر ارزش‌گذاری بازار از وجه نگهداری شده شرکت‌ها تأثیرگذار است؟ یافته‌های پژوهش ضمن آن که موجب بسط مبانی نظری پژوهش‌های گذشته در ارتباط با مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت‌ها در کشورهای در حال توسعه از جمله ایران می‌شود، می‌تواند مورد استفاده سرمایه‌گذاران، قانون‌گذاران بازار سرمایه و سایر استفاده‌کنندگان اطلاعات حسابداری قرار گرفته و در امر تصمیم‌گیری آنان راهگشا باشد.

مبانی نظری و تدوین فرضیه پژوهش

ارزش بازار نگهداشت وجه نقد

نگهداشت وجه نقد در شرکت، علی‌رغم وجود مزایایی چون توانایی انجام معاملات تجاری، توانایی مواجهه با وقایع احتمالی، انعطاف‌پذیری به‌منظور تأمین مالی از محل منابع داخلی و اجتناب از تضييع فرصت‌های سرمایه‌گذاری به هنگام محدودیت در تأمین مالی خارجی، زمینه‌ساز ایجاد مشکلاتی همچون، افزایش بالقوه سرمایه‌گذاری‌های غیر بهینه به دلیل مسائل نمایندگی می‌شود (باوم و همکاران، ۲۰۰۴). بر اساس نظریه نمایندگی، در شرایط وجود مسائل نمایندگی ناشی از عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و مالکان، مدیران مایل‌اند به‌جای توزیع وجوه در دسترس بین سهامداران، وجوه را به نفع خود و به هزینه سهامداران در شرکت نگهداری کنند. همسو با این نظریه، مایرز و راجان (۱۹۹۸) و جانسون و همکاران (۲۰۰۰) نیز نشان دادند که منابع نقدی شرکت نسبت به منابع غیر نقدی، بیشتر مورد سوءاستفاده مدیران قرار می‌گیرند. اگرچه نگهداری وجه نقد از طریق حل مشکل سرمایه‌گذاری کمتر از اندازه می‌تواند موجب افزایش ارزش شرکت گردد، اما با وجود این، فرضیه جریان نقدی آزاد جنسن (۱۹۸۶) عنوان می‌کند که در صورت وجود تضاد منافع و مسائل نمایندگی، یک دلار وجه نقد نگهداری شده در شرکت کمتر از یک دلار در بازار ارزش‌گذاری می‌شود (آروری و پیجولت، ۲۰۱۷). از سوی دیگر، به اعتقاد جنسن (۱۹۸۶) عدم وجود سازوکارهای نظارتی مناسب می‌تواند زمینه‌ای را برای مدیران فرصت‌طلب فراهم سازد تا وجه نقد

آزاد شرکت را هدر داده و با هزینه سهامداران به منافع شخصی خود دست یابند. در چنین شرایطی سرمایه‌گذاران برای وجه نقد نگهداری شده در شرکت ارزش کمتری قائل بوده که این امر در نهایت، به ارزش‌گذاری کمتر وجه نقد شرکت در بازار می‌انجامد (لو و همکاران، ۲۰۱۶). در این میان، گزارشگری مسئولیت‌پذیری اجتماعی به‌عنوان یک ابزار نظارتی از طریق ارائه اطلاعات مفید در خصوص عملیات شرکت و کاهش هزینه‌های نمایندگی ناشی از تضاد منافع بین مدیران و مالکان، نقش مؤثری ایفا می‌کند (چیونگ، ۲۰۱۶؛ آروری و پیجولت، ۲۰۱۷).

مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت و ارزش بازار وجه نقد نگهداری شده

مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها، از دهه ۱۹۵۰ در ادبیات آکادمیک مورد بحث بوده و از ظهور اولیه آن تاکنون به‌طور فراوانی 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 (القول و همکاران، ۲۰۱۱). در خصوص علل و انگیزه‌های افشای اطلاعات مسئولیت‌پذیری اجتماعی، سه نظریه در ادبیات حسابداری ارائه شده است: نظریه اقتصاد سیاسی، نظریه مشروعیت و نظریه ذینفعان. نظریه اقتصاد سیاسی کلاسیک بیان می‌کند تا زمانی که افشای اطلاعات مربوط به اثرات اجتماعی فعالیت واحدهای تجاری به‌صورت اختیاری انجام می‌شود، تنها بخشی از مشروعیت را تأمین می‌کند. لذا این دیدگاه تمایل روشنی به وضع قوانین افشای اجباری دارد. در این نظریه دولت به‌منظور اعمال محدودیت بر سازمان‌ها برگزیده شده است و لذا دولت مسئول حفظ منافع گروه‌های فاقد قدرت، به‌منظور حفظ مشروعیت سیستم به‌عنوان یک کل می‌باشد. نظریه مشروعیت بیان می‌کند که سازمان‌ها و شرکت‌ها تا زمانی می‌توانند به حیات خود ادامه دهند که جامعه آن‌ها را مشروع بدانند و به آن‌ها مشروعیت ببخشند. به‌عبارت‌دیگر واحدهای تجاری می‌خواهند بدانند که آیا فعالیت آن‌ها از نگاه اشخاص خارج از سازمان مشروعیت لازم را دارد یا خیر؟ اساس نظریه ذینفعان این است که شرکت‌ها بسیار بزرگ شده‌اند و تأثیر آن‌ها بر جامعه آن‌چنان عمیق است که باید به‌جز سهامداران، به بخش‌های بسیار بیشتری از جامعه توجه نموده و پاسخگو باشند. نه تنها ذی‌نفعان تحت تأثیر شرکت‌ها هستند بلکه آن‌ها نیز بر شرکت‌ها تأثیر می‌گذارند (فروغی و همکاران، ۱۳۸۷). برغم پژوهش‌های اخیر، گزارش‌های مسئولیت اجتماعی شرکت حاوی اطلاعاتی مفید برای تصمیم‌گیری بوده و مزایایی همچون کاهش هزینه سرمایه شرکت (دالیوال و همکاران، ۲۰۱۱)، افزایش دقت پیش‌بینی تحلیلگران

(چیونگ، ۲۰۱۶) و ارزیابی بهتر عملکرد شرکت (موزر و مارتین، ۲۰۱۲) را به دنبال خواهد داشت. در واقع افشای مسئولیت اجتماعی، نوعی واکنش شرکت به دغدغه‌های اطلاعاتی و نظارتی سهامداران و ذینفعان شرکت محسوب شده و دربرگیرنده راهبردهای توسعه بلندمدت و مسائل مربوط به عملکرد پایدار شرکت است که در گزارش‌های سالانه سنتی ارائه نمی‌شود (کیم و همکاران، ۲۰۱۲). با توجه به شواهدی که پیرامون نقش گزارشگری مسئولیت اجتماعی شرکت در فراهم نمودن اطلاعات مرتبط با هزینه‌ها و منافع جاری و آتی شرکت برای سرمایه‌گذاران وجود دارد، استدلال می‌شود که افشای مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت از عدم تقارن اطلاعاتی کاسته، سبب نظارت مؤثر سرمایه‌گذاران بر تصمیمات سرمایه‌گذاری مدیران شده و امکان سوءاستفاده مدیران از منابع نقدی شرکت را کاهش می‌دهد. بدین ترتیب، نگرانی‌های سرمایه‌گذاران در خصوص نگاهداشت وجه نقد شرکت کاهش یافته که در نهایت، به ارزش‌گذاری بیشتر وجه نقد شرکت در بازار می‌انجامد. بر پایه این استدلال، لو و همکاران (۲۰۱۶) شواهدی مبنی بر وجود رابطه مثبت بین افشای اطلاعات مسئولیت اجتماعی شرکت و ارزش بازار نگاهداشت وجه نقد ارائه نمودند. به‌طور مشابه، آروری و پیچولت (۲۰۱۷) نیز دریافتند که گزارشگری مسئولیت‌پذیری اجتماعی، موجب افزایش ارزش وجه نقد نگهداری شده شرکت در بازار می‌گردد. بنابراین، فرضیه پژوهش به‌صورت زیر بیان می‌شود:

مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

فریرا و ویللا (۲۰۰۴) با استفاده از اطلاعات نمونه‌ای متشکل از ۶۳۸۷ شرکت - سال مشاهده در شرکت‌های کشورهای اتحادیه اروپا، عوامل مؤثر بر نگاهداشت وجه نقد شرکت‌ها را مورد بررسی قرار دادند. دوره زمانی پژوهش طی سال‌های ۱۹۸۷ تا ۲۰۰۰ می‌باشد. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ها نشان داد که موجودی نقد، به‌طور مثبت تحت تأثیر فرصت‌های سرمایه‌گذاری و جریان‌های نقدی و به‌طور منفی، تحت تأثیر نقد شونددگی دارایی‌ها، اهرم مالی و اندازه شرکت قرار دارد. دربتز و همکاران (۲۰۱۰) به بررسی تأثیر عدم تقارن اطلاعاتی بر ارزش وجه نقد نگهداری شده شرکت‌ها برای نمونه‌ای متشکل از ۲۳۰۴ شرکت - سال مشاهده از مجموع شرکت‌های حاضر در بورس سهام آمریکا پرداختند و به این نتیجه رسیدند که عدم تقارن اطلاعاتی، موجب کاهش ارزش وجه نقد نگهداری شده شرکت در بازار می‌گردد. القول و همکاران (۲۰۱۱) تأثیر افشای مسئولیت اجتماعی بر هزینه حقوق صاحبان سهام شرکت‌های حاضر در بورس سهام آمریکا را مورد بررسی قرار دادند و

به این نتیجه رسیدند که افشای مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها، هزینه حقوق صاحبان سهام آن‌ها را کاهش می‌دهد. کیم و همکاران (۲۰۱۲) تأثیر مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت بر کیفیت سود گزارش شده را برای نمونه‌ای متشکل از ۱۸۱۶۰ شرکت-سال مشاهده از شرکت‌های حاضر در بورس سهام آمریکا را بررسی نمودند و دریافتند که شرکت‌های دارای سطح مسئولیت‌پذیری اجتماعی بالاتر، از کیفیت سود بیشتری نیز برخوردارند. وای چو و همکاران (۲۰۱۳) در پژوهشی تحت عنوان "مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها و عدم تقارن اطلاعاتی" و با انتخاب نمونه‌ای شامل ۵۱۰۸۶ شرکت - سال مشاهده طی سال‌های ۲۰۰۳ تا ۲۰۰۹ به بررسی ارتباط بین این متغیرها پرداختند. 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 معناداری وجود دارد. سرواس و تامایو (۲۰۱۳) تأثیر مسئولیت‌پذیری اجتماعی بر ارزش شرکت را بررسی نمودند. نتایج حاصل از پژوهش نشان داد که مسئولیت‌پذیری اجتماعی با ارزش شرکت، در شرکت‌هایی که میزان آگاهی مشتریان و یا آگاهی عموم مردم از طریق تبلیغاتی که شرکت انجام می‌دهد بیشتر باشد، رابطه مثبت وجود دارد و برای شرکت‌هایی که آگاهی مشتریان و یا عموم مردم پایین است این رابطه ضعیف و یا منفی می‌باشد. لو و همکاران (۲۰۱۶) در پژوهش خود تأثیر افشای مسئولیت اجتماعی بر ارزش وجه نقد نگهداری شده شرکت‌ها را برای نمونه‌ای متشکل از ۱۰۰۹۲ شرکت-سال مشاهده از مجموع شرکت‌های حاضر در بورس سهام آمریکا در فاصله زمانی سال‌های ۱۹۹۲ تا ۲۰۱۱ مورد بررسی قرار دادند و به این نتیجه رسیدند که افشای اطلاعات مسئولیت اجتماعی، ارزش بازار وجه نقد نگهداری شده شرکت را افزایش می‌دهد. چینگ (۲۰۱۶) به بررسی ارتباط بین مسئولیت‌پذیری اجتماعی و میزان نگهداشت وجه نقد شرکت‌های استرالیایی پرداخت. نمونه آماری این پژوهش شامل ۱۴۲۰۶ شرکت-سال مشاهده طی سال‌های ۱۹۹۱ تا ۲۰۱۱ بوده است. نتایج پژوهش حاکی از آن است که مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت‌ها باعث افزایش میزان وجه نقد نگهداری شده آن‌ها می‌گردد. آروری و پیچولت (۲۰۱۷) تأثیر مسئولیت‌پذیری اجتماعی بر ارزش نگهداشت وجه نقد شرکت‌های حاضر در ۵۰ کشور مختلف طی سال‌های ۲۰۰۵ تا ۲۰۰۹ را مورد بررسی قرار دادند و دریافتند که سرمایه‌گذاران برای وجه نقد نگهداری شده در شرکت‌های دارای سطح مسئولیت‌پذیری اجتماعی بالاتر، ارزش بیشتری قائل‌اند.

حاجیها و سرفراز (۱۳۹۳) رابطه بین مسئولیت‌پذیری 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 معناداری با هزینه حقوق صاحبان سهام دارد. پور علی و حجامی (۱۳۹۳) به بررسی رابطه بین افشای مسئولیت اجتماعی و ابعاد آن با مالکیت نهادی پرداختند. یافته‌های پژوهش حاکی از رابطه‌ی معنادار منفی بین افشای مسئولیت اجتماعی، میزان افشای اطلاعات مربوط به روابط کارکنان، تولید و محیط‌زیست با مالکیت نهادی بوده درحالی‌که بین میزان افشای اطلاعات مربوط به مشارکت اجتماعی با مالکیت نهادی رابطه‌ی معناداری وجود ندارد. احمدزاده و سروش یار (۱۳۹۴) به بررسی ارزیابی نقش محافظه‌کاری حسابداری و کیفیت سود بر ارزش نهایی نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. به‌منظور آزمون فرضیه‌های پژوهش از تحلیل رگرسیون چند متغیره و اطلاعات مالی ۱۱۱ شرکت نمونه بین سال‌های ۱۳۸۰ تا ۱۳۹۱ استفاده شده است. نتایج پژوهش نشان داد که محافظه‌کاری ارزش نهایی نگهداشت وجه نقد را بهبود می‌بخشد. همچنین افزایش میزان محدودیت در تأمین مالی از نقش محافظه‌کاری در بهبود بخشی به ارزش بازار وجه نقد می‌کاهد. دارابی و همکاران (۱۳۹۵) به بررسی ارتباط گزارشگری مسئولیت اجتماعی با ارزش و ریسک شرکت پرداختند. بدین منظور داده‌های مربوط به ۲۷۶ سال-شرکت عضو بورس اوراق بهادار تهران برای دوره‌ی زمانی بین سال‌های ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۴ موردبررسی قرار گرفت. نتایج این پژوهش نشان داد که بین گزارشگری مسئولیت اجتماعی با ریسک و ارزش شرکت رابطه معناداری وجود دارد. حاجبیا و چناری بوکت (۱۳۹۵) رابطه بین مسئولیت‌پذیری اجتماعی و چولگی بازده سهام را برای نمونه‌ای از ۸۱ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران را مورد مطالعه قرار دادند. یافته‌های پژوهش نشان داد که مسئولیت اجتماعی شرکت با چولگی مثبت بازده سهام ارتباط مثبت و با چولگی منفی بازده سهام ارتباط منفی معناداری دارد. مشکی و صنایعی ماسوله (۱۳۹۵) تأثیر انحراف از سطح بهینه نگهداشت وجه نقد بر ارزش وجه نقد شرکت‌ها را طی سال‌های ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۲ بررسی نمودند. نتایج پژوهش حاکی از آن است که ارزش یک ریال وجوه نقد تحصیل شده در نزد سهامداران در شرکت‌هایی که سطح نگهداشت وجوه نقد آن‌ها از سطح بهینه وجه نقد کمتر است بیشتر از شرکت‌هایی است که سطح نگهداشت وجوه نقد آن‌ها از سطح بهینه وجه نقد بیشتر است. فخاری و همکاران (۱۳۹۵) تأثیر افشای مسئولیت اجتماعی بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها را برای نمونه‌ای متشکل از ۹۰ شرکت طی سال‌های ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۳ موردبررسی قرار دادند و دریافتند که با افشای مسئولیت اجتماعی شرکت، عدم کارایی سرمایه‌گذاری کاهش و در نتیجه کارایی سرمایه‌گذاری افزایش می‌یابد.

فرضیه پژوهش - افشای مسئولیت‌پذیری اجتماعی، ارزش بازار وجه نقد نگهداری شده شرکت را افزایش می‌دهد.

روش‌شناسی پژوهش

پژوهش حاضر از نظر هدف، پژوهشی کاربردی و از نظر شیوه گردآوری داده از نوع پژوهش‌های شبه تجربی- پس رویدادی در حوزه پژوهش‌های اثباتی حسابداری است که با استفاده از روش رگرسیون چند متغیره و مدل‌های اقتصادسنجی انجام شده است. جامعه آماری مورد مطالعه در این پژوهش را شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۰ الی ۱۳۹۴ تشکیل می‌دهد. نمونه آماری پژوهش نیز شامل شرکت‌هایی است که دارای شرایط زیر باشند:

۱- شرکت‌هایی که تاریخ پذیرش آن‌ها در سازمان بورس اوراق بهادار قبل از سال ۱۳۹۰ بوده و تا پایان سال ۱۳۹۴ نیز در فهرست شرکت‌های بورسی باشند.

۲- به منظور افزایش قابلیت مقایسه، سال مالی آن‌ها منتهی به پایان اسفندماه باشد.

۳- طی سال‌های مذکور تغییر فعالیت یا تغییر سال مالی نداده باشند.

۴- جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری و واسطه‌گری 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 ۹۶ شرکت به عنوان نمونه پژوهش انتخاب شدند. داده‌های پژوهش حاضر از لوح‌های فشرده آرشیو آماری و تصویری سازمان بورس اوراق بهادار تهران، پایگاه اینترنتی بورس اوراق بهادار تهران و دیگر پایگاه‌های مرتبط و نیز از نرم‌افزار ره‌آورد نوین استخراج گردید. جهت تجزیه و تحلیل نهایی داده‌ها نیز از نرم‌افزارهای اقتصادسنجی Eviews و Stata استفاده شده است.

متغیرها و مدل مورد استفاده

متغیرهای مورد مطالعه در این پژوهش شامل متغیرهای مستقل، کنترلی و وابسته به شرح زیر اندازه‌گیری شده‌اند:

متغیر مستقل

متغیر مستقل پژوهش، سطح افشای مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت‌هاست که برای اندازه‌گیری آن از روش تحلیل محتوی استفاده شد. تحلیل محتوی یک روش کدگذاری متن به گروه‌های

مختلف با توجه به معیارهای از قبل تعریف شده است که به‌طور گسترده‌ای در پژوهش‌های مرتبط با افشای اطلاعات زیست‌محیطی و اجتماعی به کار می‌رود؛ این روش برای پژوهشگران یک رویکرد سیستماتیک به منظور تحلیل داده‌های غیر ساختاری بزرگ فراهم می‌کند (اسلام و دیگان، ۲۰۰۸). در تحلیل محتوی، پژوهشگر باید از ابزار چک‌لیست کدگذاری برای ارزیابی سطح افشای اطلاعات زیست‌محیطی و اجتماعی استفاده کند. ابزار چک‌لیست به منظور به رمز درآوردن اطلاعات کیفی موجود در گزارش‌های سالانه، طراحی می‌شود (ویلیامز، ۱۹۹۹) روش کدگذاری عبارت است از: خواندن گزارش‌های سالانه و مشخص کردن هرگونه اطلاعات مرتبط به مسائل زیست‌محیطی و اجتماعی و طبقه‌بندی آن‌ها به بخش و زیر بخش مناسب. بدین ترتیب در پژوهش حاضر برای سنجش افشاء مسئولیت اجتماعی، ابتدا با توجه به پژوهش‌های قبلی (جیاناراکیس، ۲۰۱۴؛ لو و همکاران، ۲۰۱۶؛ پورعلی و حجامی، ۱۳۹۳؛ مران‌جوری و علی‌خانی، ۱۳۹۳) و نظرخواهی از صاحب‌نظران مالی، چک‌لیستی متشکل از ۳۹ مورد افشای مسئولیت اجتماعی که با محیط گزارشگری کشور سازگار می‌باشد، تهیه گردید. سپس با مشاهده صورت‌های مالی، یادداشت‌های توضیحی و گزارش فعالیت هیئت‌مدیره شرکت‌های نمونه، وجود یا نبود اقلام موجود در چک‌لیست بررسی گردید. به طوری که

اگر هر یک از اطلاعات موجود در چک‌لیست توسط شرکت افشاشده باشد، امتیاز ۱ و در غیر این صورت امتیاز صفر برای شرکت مورد نظر لحاظ شده و درنهایت، نمره افشاء مسئولیت‌پذیری اجتماعی هر شرکت از تقسیم جمع امتیاز متعلق به هر شرکت بر کل موارد قابل افشاء (۳۹) به دست می‌آید. به طوری که:

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

که در آن:

$$CSR_{i,t} = \text{امتیاز افشای مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت } i \text{ در سال } t,$$

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

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

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

۱ نشان داده شده است:

جدول ۱. چک‌لیست افشاء مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت

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

متغیر وابسته

متغیر وابسته این پژوهش، ارزش بازار نگهداشت وجه نقد شرکت است. به منظور سنجش این متغیر، به پیروی از لو و همکاران (۲۰۱۶) از الگوی ارائه شده توسط فالکندر و وانگ (۲۰۰۶) که در آن مازاد بازده سهام بر روی تغییرات وجه نقد و سایر متغیرهای کنترلی مؤثر بر آن، برازش می‌گردد، استفاده شده است که الگوی مزبور به شرح زیر می‌باشد:

مدل (۱)

$$\begin{aligned}
 ExRet_{i,t} = & \beta + \beta_1 \Delta Cash_{i,t} + \beta_2 \Delta Earnings_{i,t} + \beta_3 \Delta Assets_{i,t} + \beta_4 \Delta Interest_{i,t} \\
 & + \beta_5 \Delta Dividends_{i,t} + \beta_6 Cash_{i,t-1} + \beta_7 Leverage_{i,t} \\
 & + \beta_8 NetFinancing_{i,t} + \beta_9 Cash_{i,t-1} \times \Delta Cash_{i,t} \\
 & + \beta_{10} Leverage_{i,t} \times \Delta Cash_{i,t} + \varepsilon_{i,t}
 \end{aligned}$$

که در آن:

$ExRet_{i,t}$: مازاد بازده سهام شرکت i در سال t که از طریق تفاوت بین بازده سهام پایان سال و بازده بازار محاسبه می‌شود و $\Delta Cash_{i,t}$ تغییر در مانده وجه نقد شرکت i در سال t است.

متغیرهای کنترلی

$\Delta Earnings_{i,t}$: تغییر در سود خالص شرکت i در سال t نسبت به سال قبل؛
 $\Delta Assets_{i,t}$: تغییر در دارایی‌های غیر نقدی شرکت i در سال t نسبت به سال قبل؛
 $\Delta Interest_{i,t}$: تغییر در هزینه مالی شرکت i در سال t نسبت به سال قبل؛
 $\Delta Dividends_{i,t}$: تغییر در سود سهام تقسیمی شرکت i در سال t نسبت به سال قبل؛
 $Net Financing_{i,t}$: متغیر مجازی است که اگر شرکت i در سال t سهام جدید منتشر کرده باشد عدد ۱ و در غیر این صورت عدد صفر به آن اختصاص داده می‌شود؛
 $Cash_{i,t-1}$: مانده وجه نقد شرکت i در سال $t-1$ و
 $Leverage_{i,t}$: اهرم مالی شرکت i در سال t که از تقسیم بدهی بر ارزش دفتری دارایی‌ها محاسبه می‌گردد.

به منظور همگن شدن داده‌ها، تمامی متغیرهای مدل فوق بر ارزش بازار حقوق صاحبان سهام ابتدای سال تقسیم می‌شوند. در مدل فوق ضریب متغیر $\beta_1 \Delta Cash_{i,t}$ بیانگر تغییر در ارزش بازار سهام به ازای یک ریال افزایش در مانده وجه نقد شرکت می‌باشد که تخمینی تجربی از ارزش بازار یک ریال اضافی دارایی‌های نقدی یا به بیان دیگر، ارزش بازار نگاهداشت وجه نقد را فراهم می‌سازد. بدین ترتیب، برای آزمون فرضیه پژوهش مدل شماره (۱) به صورت زیر تعدیل می‌شود:

مدل (۲)

$$ExRet_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \Delta Cash_{i,t} + \beta_2 \Delta Cash_{i,t} \times CSR_{i,t} + \beta_3 CSR_{i,t} + \beta_4 \Delta Earnings_{i,t} + \beta_5 \Delta Assets_{i,t} + \beta_6 \Delta Interest_{i,t} + \beta_7 \Delta Dividends_{i,t} + \beta_8 Cash_{i,t-1} + \beta_9 Leverage_{i,t} + \beta_{10} Net Financing_{i,t} + \beta_{11} Cash_{i,t-1} \times \Delta Cash_{i,t} + \beta_{12} Leverage_{i,t} \times \Delta Cash_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

که در آن:

$CSR_{i,t}$: افشای مسئولیت اجتماعی شرکت i در سال t است. تعریف سایر متغیرها نیز در قسمت قبل ارائه شده است. ضریب β_2 در مدل فوق مبین تأثیر افشاء مسئولیت اجتماعی بر ارزش نهایی وجه نقد شرکت است. بنابراین، چنانچه افشاء مسئولیت‌پذیری اجتماعی موجب افزایش ارزش وجه نقد نگهداری شده

شرکت شود، انتظار می‌رود که ضریب β_2 در مدل شماره (۲) مثبت و معنادار باشد. از آنجاکه 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، ۲۰۰۹)، لذا برای آزمون فرضیه از مدل رگرسیون چند متغیره مبتنی بر تکنیک داده‌های ترکیبی استفاده شده است.

یافته‌های پژوهش

آمار توصیفی

به منظور بررسی مشخصات عمومی متغیرها و تجزیه و تحلیل دقیق آن‌ها، آشنایی با آمار توصیفی مربوط به متغیرها لازم است. جدول ۲ آمار توصیفی متغیرهای مورد استفاده در پژوهش که شامل بررسی شاخص‌های مرکزی و پراکندگی می‌باشد را برای نمونه‌ای متشکل از ۴۸۵ شرکت - سال مشاهده در فاصله زمانی سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۴ نشان می‌دهد. همان‌گونه که در این جدول ملاحظه می‌شود، مثبت بودن میانگین تغییرات وجه نقد در شرکت‌های نمونه حاکی از آن است که میزان نگهداشت وجه نقد در حال افزایش است. میانگین تغییر در سود و تغییر دارایی‌های غیرنقد نیز بیانگر روند رو به رشد سود و دارایی‌های شرکت طی دوره زمانی پژوهش می‌باشد. ضمن آن‌که، شرکت‌های نمونه به طور متوسط از تعداد کل اقلام قابل افشاء مسئولیت‌پذیری اجتماعی، حدود ۵۴ درصد آن را افشاء می‌کنند.

جدول ۲. آماره توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	تعداد مشاهدات	میانگین	میانه	حداقل	حداکثر	انحراف معیار
<i>ExRet</i>	۴۸۰	۰/۰۲۱	۰/۰۰۳	-۰/۱۰۸	۰/۱۷۱	۰/۵۰۱
$\Delta Cash$	۴۸۰	۰/۰۰۷	۰/۰۰۴	-۰/۰۲۳	۰/۰۳۲	۰/۱۴۶
<i>CSRD</i>	۴۸۰	۰/۵۴۱	۰/۴۹۳	۰/۲۵۶	۰/۷۵۵	۰/۵۱۸
$\Delta Earnings$	۴۸۰	۰/۰۲۷	۰/۰۱۲	۰/۰۰۲	۰/۰۳۹	۰/۲۵۹
$\Delta Assets$	۴۸۰	۰/۰۴۱	۰/۰۳۵	-۰/۰۲۳	۰/۱۲۱	۰/۲۹۴
$\Delta Interest$	۴۸۰	-۰/۰۱۶	۰/۰۰۵	-۰/۱۲۶	۰/۰۰۷	۰/۴۳۳
$\Delta Dividends$	۴۸۰	۰/۰۰۹	۰/۰۰۱	۰/۰۰۰	۰/۰۱۹	۰/۱۳۷
<i>Cash</i>	۴۸۰	۰/۰۷۳	۰/۰۶۴	۰/۰۰۳	۰/۱۴۴	۰/۱۹۱
<i>Leverage</i>	۴۸۰	۰/۵۵۷	۰/۵۲۶	۰/۱۹۳	۰/۶۶۱	۰/۴۰۲
<i>Net Financing</i>	۴۸۰	۰/۳۱۵	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۱/۰۰۰	۰/۴۱۴

نتایج آزمون فرضیه

داده‌های این پژوهش به صورت داده‌های ترکیبی می‌باشند، در داده‌های ترکیبی ابتدا از آزمون F لیمر استفاده می‌شود تا تلفیقی یا تابلویی بودن داده‌ها مشخص گردد و در صورت استفاده از روش داده‌های تابلویی، به منظور این که مشخص گردد کدام روش (اثرات ثابت یا اثرات تصادفی) برای برآورد مدل مناسب‌تر است، از آزمون هاسمن استفاده می‌شود. همچنین برای تشخیص ناهمسانی واریانس و خودهمبستگی سریالی در مدل، به ترتیب از آزمون نسبت درست‌نمایی (LR) و وولدریج استفاده گردید که نتایج حاصل از این آزمون‌ها در جدول شماره ۳ ارائه شده است.

جدول ۳. نتایج آزمون‌های مورد استفاده برای مدل پژوهش

نوع آزمون	آماره آزمون	سطح معناداری	نتیجه آزمون
آزمون F لیمر	۵/۷۱۴	۰/۰۰۰	کارایی روش تابلویی
آزمون هاسمن	۲۳/۰۶۴	۰/۰۲۸	کارایی روش اثرات ثابت
آزمون نسبت درست‌نمایی	۳۰۵/۴	۰/۰۰۰	ناهمسانی واریانس
آزمون وولدریج	۱/۲۱۴	۰/۳۰۲	عدم وجود خودهمبستگی

با توجه به جدول فوق، آزمون F لیمر و سطح معناداری آن (۰/۰۰۰) کمتر از ۰/۰۵ بوده لذا فرضیه صفر آزمون رد شده و بیانگر آن است که باید از روش داده‌های تابلویی استفاده شود. همچنین با توجه به نتایج آزمون هاسمن و سطح معناداری آن (۰/۰۲۸)، لازم است که مدل با استفاده از روش اثرات ثابت برآورد گردد. نتایج آزمون نسبت درست‌نمایی و سطح معناداری آن (۰/۰۰۰) نشان می‌دهد که مدل دارای مشکل ناهمسانی واریانس است. به منظور رفع این مشکل، از روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته (GLS) برای برآورد مدل استفاده می‌شود. همچنین، سطح معناداری آزمون وولدریج (۰/۳۰۲) حاکی از عدم وجود خودهمبستگی سریالی در مدل است. علاوه بر این، به منظور 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 ۱۰ است، لذا هم خطی بین آنها وجود ندارد. نتایج حاصل از آزمون فرضیه پژوهش در جدول ۴ ارائه شده است:

جدول ۴. نتایج آزمون فرضیه پژوهش

متغیرها	ضرایب	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری
C	۰/۶۲۹	۰/۱۸۵	۳/۳۸۶	۰/۰۰۰
ΔCash	۰/۰۲۱	۰/۰۰۷	۳/۱۷۷	۰/۰۰۱
ΔCash*CSR	۰/۰۵۶	۰/۰۱۴	۳/۸۷۴	۰/۰۰۰
CSR	۰/۰۳۷	۰/۰۱۵	۲/۴۱۴	۰/۰۱۶
ΔEarnings	۱/۰۹۲	۰/۷۲۲	۱/۵۱۲	۰/۱۳۱
ΔAssets	۰/۰۰۷	۰/۰۰۶	۱/۰۲۳	۰/۳۰۷
ΔInterest	-۰/۰۰۱	۰/۰۰۱	-۱/۱۵۷	۰/۲۴۸
ΔDividens	۰/۰۱۲	۰/۰۰۶	۱/۸۷۴	۰/۰۶۱
Cash	۰/۰۵۷	۰/۰۱۸	۳/۱۱۳	۰/۰۰۲
Leverage	-۰/۰۱۷	۰/۰۲۶	-۰/۶۵۳	۰/۵۱۴
Net Financing	۰/۰۰۲	۰/۰۰۱	۲/۱۵۶	۰/۰۳۱
Cash*ΔCash	۰/۰۲۵	۰/۰۰۹	۲/۶۵۶	۰/۰۰۸
Leverage *ΔCash	-۰/۰۰۴	۰/۰۰۷	-۰/۵۶۹	۰/۵۶۳
آماره F	۶/۰۸۸	سطح معناداری		۰/۰۰۰
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۵۷۸	آماره دوربین - واتسن		۱/۹۵۲

ملاحظه مقدار آماره F و سطح معناداری آن (۰/۰۰۰) در این جدول، بیانگر معناداری کلی مدل رگرسیونی برازش شده در سطح خطای ۵ درصد است. با توجه ضریب تعیین تعدیل شده مدل نیز می توان ادعا نمود که حدود ۵۸ درصد از تغییرات مازاد بازده سهام شرکت ها، توسط متغیرهای مدل توضیح داده می شود. همچنین، بررسی مقدار آماره دوربین واتسن (۱/۹۵۲) نیز مؤید عدم وجود خودهمبستگی بین اجزای اخلاص مدل رگرسیون می باشد. همان طور که در جدول فوق ملاحظه می شود، ضریب برآوردی و آماره t مربوط به متغیر $\Delta Cash * CSR$ مثبت و در سطح خطای ۵ درصد معنادار بوده که حاکی از وجود رابطه مثبت معنادار بین افشای مسئولیت پذیری اجتماعی

شرکت و ارزش بازار وجه نقد نگهداری شده آن می‌باشد. بر مبنای این شواهد، فرضیه پژوهش پذیرفته می‌شود.

نتیجه‌گیری و بحث

بر اساس ادبیات نظری موجود، عدم وجود سازوکارهای نظارتی مناسب می‌تواند زمینه‌ای را برای مدیران فرصت طلب فراهم سازد تا وجه نقد نگهداری شده در شرکت را هدر داده و با هزینه سهامداران به منافع شخصی خود دست یابند که این امر در نهایت، کاهش ارزش نگهداشت وجه نقد شرکت در بازار را به دنبال خواهد داشت. چراکه در چنین شرایطی، یک واحد وجه نقد نگهداری شده در شرکت کمتر از یک واحد در بازار سرمایه ارزش‌گذاری خواهد شد. برای این منظور، در پژوهش حاضر تأثیر افشای اطلاعات مسئولیت اجتماعی به‌عنوان یکی از سازوکارهای نظارتی بر ارزش‌گذاری بازار از نگاهداشت وجه نقد شرکت‌ها مورد بررسی قرار گرفت. برای دستیابی به این هدف، نمونه‌ای متشکل از ۹۶ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در نظر گرفته شد. نتایج آزمون فرضیه پژوهش حاکی از آن است که مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت‌ها، ارزش بازار وجه نقد نگهداری شده آن‌ها را افزایش می‌دهد. این بدان معناست که گزارشگری مسئولیت اجتماعی با فراهم نمودن اطلاعات مفید در خصوص منافع و هزینه‌های جاری و آتی مرتبط با عملیات شرکت از عدم تقارن اطلاعاتی کاسته، سبب نظارت مؤثر سرمایه‌گذاران بر تصمیمات سرمایه‌گذاری مدیران شده و امکان سوءاستفاده مدیران از منابع نقدی شرکت را کاهش می‌دهد. بدین ترتیب، نگرانی‌های سرمایه‌گذاران در خصوص نگهداشت وجه نقد شرکت کاهش یافته که در نهایت، به ارزش‌گذاری بیشتر وجه نقد شرکت در بازار می‌انجامد. از این رو، بازار برای وجه نقد نگهداری شده در شرکت‌های دارای سطح مسئولیت‌پذیری اجتماعی بالاتر، ارزش بیشتری قائل می‌شود. نتیجه به‌دست‌آمده در این پژوهش با یافته‌های پژوهش لو و همکاران (۲۰۱۶) مبنی بر وجود رابطه مثبت بین افشای اطلاعات مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت و ارزش بازار نگهداشت وجه نقد مطابقت دارد. آروری و پیجولت (۲۰۱۷) نیز در پژوهش خود به نتایج مشابهی با این پژوهش دست یافتند و اذعان داشتند که سرمایه‌گذاران برای وجه نقد نگهداری شده در شرکت‌های دارای سطح مسئولیت‌پذیری اجتماعی بالاتر، ارزش بیشتری قائل‌اند. بر اساس یافته‌های پژوهش حاضر، به سرمایه‌گذاران و فعالان بازار سرمایه، توصیه می‌گردد که هنگام اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری علاوه بر متغیرهای مالی، به میزان افشای مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت‌ها نیز توجه نموده و آن را

به‌عنوان عاملی مؤثر بر ارزش وجه نقد نگهداری شده شرکت‌ها در مدل‌های تصمیم‌گیری خود لحاظ نمایند و شرکت‌هایی را برای سرمایه‌گذاری در اولویت قرار دهند که گزارشگری مسئولیت‌پذیری اجتماعی در سطح بالایی دارند. همچنین، به سازمان بورس اوراق بهادار به‌عنوان نهاد نظارتی نیز پیشنهاد می‌شود که با وضع دستورالعمل‌هایی، زمینه لازم برای اعمال برخی سیاست‌های تشویقی در خصوص افشای بیشتر اطلاعات مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها را فراهم آورد. در فرآیند انجام پژوهش علمی، مجموعه شرایطی وجود دارد که خارج از کنترل پژوهشگر است ولی به‌طور بالقوه می‌تواند نتایج پژوهش را تحت تأثیر قرار دهد. یکی از مهم‌ترین محدودیت پژوهش حاضر آن است علی‌رغم این که بعضی شرکت‌ها ممکن است مؤلفه‌های مسئولیت اجتماعی را به‌طور مفصل در گزارشات سالیانه شرح داده باشند و برخی دیگر از شرکت‌ها فقط خلاصه‌ای از آن را افشا کرده باشند، در این پژوهش برای اندازه‌گیری مسئولیت‌پذیری اجتماعی از روش کدگذاری استفاده شد که این روش امتیازدهی، بدون در نظر گرفتن کیفیت افشای آن ممکن است مناسب نبوده و بر نتایج پژوهش اثرگذار باشد. در ادامه این پژوهش، برخی از موضوعات مهمی که می‌توانند در پژوهش‌های آتی موردبررسی قرار گیرند عبارت‌اند از:

۱- بررسی اثر تعدیل‌کنندگی نظارت خارجی بر رابطه بین افشای مسئولیت اجتماعی با ارزش نگهداشت وجه نقد شرکت‌ها.

۲- بررسی تأثیر افشای مسئولیت اجتماعی بر هزینه حقوق صاحبان سهام شرکت‌ها.

منابع

- احمدزاده، حمید؛ سروش یار، افسانه (۱۳۹۴). "ارزیابی نقش محافظه‌کاری حسابداری و کیفیت سود و ارزش نهایی نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران". *مجله دانش حسابداری*، سال ششم، شماره ۲۱، صص. ۱۷۲-۱۵۱.
- پور علی، محمدرضا و حجاجی، محدثه. (۱۳۹۳). "بررسی رابطه بین افشای مسئولیت اجتماعی و مالکیت نهادی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران". *دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت*، سال سوم، شماره ۱۰، صص ۱۵۰-۱۳۵.
- حاجیها، زهره و چناری بوکت، حسن. (۱۳۹۵). "مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکتی و چولگی بازده سهام"، *دوفصلنامه حسابداری ارزشی و رفتاری*، دوره ۱، شماره ۱، صص ۷۷-۹۸.
- حاجیها، زهره و سرفراز، بهمن. (۱۳۹۳). "بررسی رابطه بین مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت‌ها و هزینه حقوق صاحبان سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران". *پژوهش‌های تجربی حسابداری*، دوره ۴، شماره ۱۴، صص. ۱۰۵-۱۲۳.
- دارابی، رؤیا؛ وقفی، سید حسام؛ سلیمانان، مریم. (۱۳۹۵). "بررسی ارتباط گزارشگری مسئولیت اجتماعی با ارزش و ریسک شرکت‌های پذیرفته‌شده بورس اوراق بهادار تهران". *دوفصلنامه حسابداری ارزشی و رفتاری*، دوره ۱، صص ۲۱۳-۱۹۳.
- فخاری، حسین؛ رضائی پیته نوئی، یاسر؛ نوروزی، محمد. (۱۳۹۵). "تأثیر افشای مسئولیت اجتماعی شرکت بر کارایی سرمایه‌گذاری". *راهبرد مدیریت مالی*، دوره ۴، شماره ۴، صص. ۸۵-۱۰۶.
- فروغی، داریوش، مرتضی میر شمس شهشهانی و سمیه پور حسین. (۱۳۸۷). "نگرش مدیران درباره افشای اطلاعات حسابداری اجتماعی: شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران". *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، دوره ۱۵، شماره ۳، صص ۷۰-۵۵.
- مران جوری، مهدی و علی‌خانی، رضیه. (۱۳۹۳). "افشای مسئولیت اجتماعی و راهبری شرکتی". *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، دوره ۲۱، شماره ۳، صص. ۳۴۸-۳۲۹.
- مشکئی، مهدی و صنایعی ماسوله، مهیار. (۱۳۹۵). "بررسی تأثیر انحراف از سطح بهینه نگهداشت وجه نقد بر ارزش وجه نقد". *راهبرد مدیریت مالی*، دوره ۴، شماره ۲، صص. ۱۲۰-۱۰۳.
- Ahmadzadeh, H. & Soroushyar, A. (2015). "Role of Accounting Conservatism and Earnings Quality on Marginal Value of Cash Holdings

- in Companies Listed in Tehran Stock Exchange", *Journal of Accounting Knowledge*, 6 (21), pp: 151-172 (in Persian).
- Arouri, M. & Pijourlet, G. (2017)." CSR Performance and the Value of Cash Holdings: International Evidence". *Journal of Business Ethics*, 140(2), pp: 263-284.
 - Bates, T., Kahle, K., & Stulz, R. (2009). "Why Do U.S. Firms Hold So Much More Cash Than They Used To? ". *The Journal of Finance*, 64 (5), pp:1985–2021.
 - Baum, C., Caglayan,
 - M. Ozkan, N. and Talavera, O. (2004). "The impact of macroeconomic uncertainty on cash holdings for non-financial firms". *www.ssrn.com*.
 - Cheung, A.W. (2016)." Corporate social responsibility and corporate cash holdings". *Journal of Corporate Finance*, 37, pp: 412-430.
 - Darabi, R., Vaghfi, S. H., & Salmanian, M. (2017). "Relationship between social responsibility reporting with company value and risk for companies registered in Tehran Stock Exchange", *Iranian Journal of Value and Behavioral Accountings Achievements*, 1 (2), 193-213 (in Persian).
 - 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, pp: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, pp:723–759.
 - Dittmar, A., & Mahrt-Smith, J. (2007). "Corporate Governance and The Value Of Cash Holdings". *Journal of Financial Economics*, 83(3), pp:599-634.
 - Drobetz, W., Grüninger, M., & Hirchvogel, S. (2010)." Information asymmetry and the value of cash". *Journal of Banking and Finance*, 34, pp: 2168–2184.
 - El Ghouli, S., Guedhami, O., Kwok, C., & Mishra, D. (2011)." Does corporate social responsibility affect the cost of capital?". *Journal of Banking and Finance*, 35, pp: 2388–2406.
 - Fakhari, H., Rezaei Pitenoiei, Y., & Noroozi, M. (2017). "Corporate Social Responsibility Disclosure and Investment Efficiency", *Journal of Financial Management Strategy*, 4 (4), 85 -106 (in Persian).
 - Faulkender, M., & Wang, R. (2006)." Corporate Financial Policy and The Value Of Cash". *Journal of Finance*, 61(4), pp: 1957-1990.
 - Ferreira, M., & Vilela, A. (2004)." Why Do Firms Hold Cash? Evidence from EMU Countries". *European Financial Management*, 10 (2), pp: 295-319.

- Forughi, D., Mirhamsh Shahshahani, M., & Pour Hussein, S. (2008). "Managements' Perceptions about Social Accounting Information Disclosures: Listed Companies in TSE", *The Iranian Accounting and Auditing Review*, 15 (3), 55 -70 (in Persian).
- Giannarakis, G., (2014). "The determinants influencing the extent of CSR disclosure". *International Journal of Law and Management*, 56 (5), pp: 393-416.
- Gujarati, D.N. (2009). " *Basic Econometrics*. 5th edition. New York: Mc Graw-Hill".
- Hajiha, Z. & Chenari Bouket, H. (2016). "Skewness of Stock Returns and corporate social responsibility", *Iranian Journal of Value and Behavioral Accountings Achievements*, 1 (1), 77-98 (in Persian).
- Hajiha, Z. & Sarfaraz, B. (2015). "The Relation between Corporate Social Responsibility and Cost of Equity Capital of Firms Listed in Tehran Stock Exchange", *Journal of Empirical Researches in Accounting*, 4 (14), 105-123 (in Persian).
- Islam, M. A. and Deegan, C. (2008). "Motivations for an organization within a developing country to report social responsibility information: Evidence from Bangladesh", *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, 21(6), pp. 850-874.
- Jensen, M. (1986). " Agency Costs Of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers". *American Economic Review*, 76 (2), 323-329.
- Johnson, S., Kaufmann, D., McMillan, J., Woodruff, C. (2000). " Why Do Firms Hide? Bribes and Unofficial Activity After Communism". *Journal of Public Economics*, 76 (3), pp:495-520.
- Kim, Y., M. S. Park, and B. Wier. (2012). " Is earnings quality associated with corporate social responsibility?". *The Accounting Review*, 87(3), pp: 761-796.
- Louis, H., Sun, A., & Urcan, O. (2012). "Value of Cash Holdings and Accounting Conservatism". *Contemporary Accounting Research*, 29 (4), pp:1249-1271.
- Lu, Y., Greg, S. & Yangxin, Yu (2016). " Corporate Social Responsibility Disclosure and the Value of Cash Holdings". *European Accounting Review*, pp:1-25.
- Lys, T., Naughton, J., & Wang, C. (2015). " Signaling through corporate accountability reporting". *Journal of Accounting and Economics*, Vol.60, pp: 56 -72.
- Maranjory, M., & Alikhani, R. (2014). " Social Responsibility Disclosure and Corporate Governance", *The Iranian Accounting and Auditing Review*, 21 (3), 329 -348 (in Persian).
- Meshki, M., & Sanayeei Masuleh, M. (2016). " The Effect of Deviation from the Optimal Level of Cash Holding on the Marginal Value of Cash

- Holding", *Journal of Financial Management Strategy*, 4 (2), 103 -120 (in Persian).
- Moser, D., & Martin, P. (2012). "A broader perspective on corporate social responsibility research in accounting". *The Accounting Review*, 87, pp:797-806.
 - Myers, S.C., Rajan, R. G. (1998). "The Paradox of Liquidity". *Quarterly Journal of Economics*, 113, pp: 733-771.
 - Pourali, M. R., & Hajjami, A. (2014). "Relationship between social responsibility disclosure and institutional ownership in companies listed in Tehran Stock Exchange", *Journal of Management Accounting and Auditing Knowledge*, 3 (10), pp: 135 -150 (in Persian).
 - Servaes, H., and Tamayo, A. (2013). "The Impact of Corporate Social Responsibility on Firm Value: The Role of Customer Awareness". *Management Science*, 59 (5), pp: 1045-1061.
 - Williams, S. M. (1999). "Voluntary Environmental and Social Accounting Disclosure Practices in the Asia-Pacific Region: An International Empirical Test of Political Economy Theory", *The International Journal of Accounting*, 34(2), pp. 209-238.
 - Y Cho, Seong. Lee, Cheol., and J. Pfeiffer Jr, Ray. (2013). "Social Responsibility and information asymmetry". *Journal of Account. Public Policy*, 32, pp: 71-83.