

بررسی رابطه مسئولیت اجتماعی شرکتی، هزینه‌های نمایندگی با حساسیت سرمایه گذاری به وجه نقد

محمد مرادی

مری گروه حسابداری، واحد مسجدسلیمان، دانشگاه آزاد اسلامی، مسجدسلیمان، ایران، (نویسنده مسئول)
Mohamad.moradi777@gmail.com

دکتر اله کرم صالحی

استادیار گروه حسابداری، واحد مسجدسلیمان، دانشگاه آزاد اسلامی، مسجدسلیمان، ایران
A.k.salehi@iaumis.ac.ir

فریده رشیدی

کارشناسی ارشد حسابداری، گروه حسابداری، واحد مسجدسلیمان، دانشگاه آزاد اسلامی، مسجدسلیمان، ایران
h_ahvaz2001@yahoo.com

چکیده

هدف این پژوهش بررسی رابطه مسئولیت اجتماعی شرکتی، هزینه‌های نمایندگی با حساسیت سرمایه‌گذاری به وجه نقد در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. بدین منظور، نمونه‌ای مشتمل بر ۱۲۰ شرکت طی سال‌های ۱۳۸۹ الی ۱۳۹۵ به روش نمونه‌گیری حذف سیستماتیک انتخاب گردید. روش تحقیق کتابخانه‌ای و همبستگی می‌باشد. برای اندازه‌گیری حساسیت سرمایه‌گذاری به وجه نقد از الگوی صامت و جاربویی (۲۰۱۷)، جریان نقد آزاد (FCF) به عنوان شاخص هزینه‌های نمایندگی و مسئولیت اجتماعی شرکتی از رتبه بندی حسینی و امجدیان (۱۳۹۶) استفاده شده است. تجزیه و تحلیل و آزمون فرضیه‌ها و به کمک رگرسیون حداقل مربعات تعمیم یافته (EGLS) با رویکرد داده‌های تلفیقی انجام شده است. نتایج پژوهش نشان می‌دهد بین مسئولیت اجتماعی و حساسیت سرمایه‌گذاری به وجه نقد رابطه منفی و معنی داری وجود دارد. به عبارت دیگر شرکت‌ها با عملکرد مسئولیت اجتماعی شرکتی بهتر، حساسیت سرمایه‌گذاری به وجه نقد کمتری دارند. همچنین نتایج حاکی از آن است که هزینه‌های نمایندگی شرکت‌ها باعث افزایش حساسیت وجه نقد می‌شود و این افزایش، اثر منفی مسئولیت اجتماعی شرکتی بر حساسیت سرمایه‌گذاری به وجه نقد را تعدیل می‌کند.

واژگان کلیدی: مسئولیت اجتماعی شرکتی، هزینه‌های نمایندگی، حساسیت سرمایه‌گذاری به وجه نقد.

مقدمه

مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها به عنوان مسئولیت پذیری و ایفای تعهد شرکت‌ها در قبال گروه‌های مختلف ذی نفع و جامعه‌ای که در آن فعالیت می‌کنند، تعریف می‌شود (ترکر، ۲۰۰۹). مطالعات نشان می‌دهند که تأثیر مسئولیت اجتماعی بر روی نواقص و کاستی‌های بازار از جمله عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه‌های نمایندگی کانالی است که از آن طریق مسئولیت اجتماعی می‌تواند منجر به ایجاد ارزش شود (اتیگ و همکاران ۲۰۱۴). در واقع مسئولیت اجتماعی شرکت می‌تواند اصطکاک‌های بازار یک شرکت را کاهش دهد و در نتیجه بر شکاف بین هزینه‌های منابع داخلی و خارجی از طریق کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و کاهش هزینه‌های نمایندگی، تأثیر بگذارد. وظیفه‌ای که در حال حاضر به صورت داوطلبانه انجام می‌شود و باعث حفظ منافع بلندمدت شرکت‌ها خواهد شد (پورعلی و حجامی، ۱۳۹۳). ادبیات پیشین نشان می‌دهد که عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سهامداران بطور قابل ملاحظه‌ای تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت را تحت

تأثیر قرار می‌دهد و منجر به تشدید مشکلات نمایندگی می‌شود (جیانگ و همکاران، ۲۰۱۰). این مشکلات در بازارهای در حال توسعه مانند ایران بیشتر از بازارهای توسعه یافته است. یکی از نقش‌های مهم بازارهای مالی تخصیص منابع از عوامل مختلف اقتصادی به شرکت‌هایی است که بتوانند از این منابع به خوبی استفاده کنند، در نتیجه امکان سرمایه‌گذاری مؤثر برای شرکت‌ها فراهم می‌شود. با این وجود، مشکلات اطلاعاتی و انگیزه‌های افراد در بازارهای مالی ناشی از هزینه‌های نمایندگی است. هزینه‌های نمایندگی اثر معکوسی بر ارزش شرکت دارد، یعنی اگر بازار انتظار وقوع چنین هزینه‌هایی را داشته باشد، ارزش شرکت کاهش خواهد یافت (برادران حسن زاده و تقی زاده خانقاه، ۱۳۹۵). از طرف دیگر، فرضیه بیش و کم سرمایه‌گذاری بیان می‌کند شرکت‌هایی که کمتر از سطح بهینه سرمایه‌گذاری کنند، از مشکل کم سرمایه‌گذاری و شرکت‌هایی که بیشتر از سطح بهینه سرمایه‌گذاری کنند، از مشکل بیش سرمایه‌گذاری آسیب می‌بینند؛ لذا شناخت عوامل مهم و تأثیرگذار بر سطح سرمایه‌گذاری‌ها، در ارزیابی، شناسایی و تعیین سطح بهینه سرمایه‌گذاری شرکت‌ها، بسیار حائز اهمیت است (عرب صالحی و همکاران ۱۳۹۳). بنابراین با توجه به مطالب فوق، این سوال پیش می‌آید که مسئولیت اجتماعی و هزینه‌های نمایندگی بر حساسیت سرمایه‌گذاری و وجه نقد تأثیر گذار است؟

انجام این پژوهش به دلایل زیر مهم باشد: ابتدا، بورس اوراق بهادار به عنوان یکی از ارکان اصلی و اساسی بازار سرمایه، با متمرکز کردن سرمایه و تخصیص بهینه‌ی آن‌ها در راستای افزایش تولید و اهداف توسعه‌ی اقتصادی و اجتماعی باعث رونق و تحرک بازار سرمایه شده و در نهایت شکوفایی اقتصادی را در بر دارد که خود این موضوع، بستگی به شناخت سهامداران و تغییرات قیمت سهام که در سود سهام نهفته است می‌باشد. آگاهی از مسئولیت اجتماعی و هزینه‌های نمایندگی می‌تواند شناخت خوبی به سهامداران ارائه نماید. این موضوع مستلزم شناخت عواملی است که می‌تواند بر حساسیت سرمایه‌گذاری به وجه نقد شرکت تأثیر بگذارد. دوم، اکثر پژوهش‌های پیشین نشان داده اند که تضاد منافع بین مدیران و سهامداران منجر به انحراف از تصمیمات مطلوب سرمایه‌گذاری می‌شود (بیدل و همکاران، ۲۰۰۹؛ چن و همکاران، ۲۰۱۳)، اما مشخص نیست که میزان این تضاد تا چه حد ناشی از هزینه‌های نمایندگی می‌باشد. سوم، به دلیل دسترسی اکثر مدیران به جریان‌های نقد آزاد معمولاً شرکت‌های ایرانی دچار بیش سرمایه‌گذاری بالایی هستند، همچنین مدیران به جای استفاده از بدهی‌ها برای کاهش تضاد منافع بین اعضای شرکت، از آن برای تأمین مالی پروژه‌های کم بازده استفاده می‌کنند. بررسی این که آیا چنین رویدادهایی ممکن است ناشی از هزینه‌های نمایندگی باشد، بسیار مهم است. در نهایت با توجه به این که سرمایه‌گذاری بیشتر از حد و سرمایه‌گذاری کمتر از حد با اهداف گوناگونی در شرکت‌ها صورت می‌پذیرد، نیاز است که تأثیر مسئولیت اجتماعی شرکتی و هزینه‌های نمایندگی در شرکت‌های بیش سرمایه‌گذار و کم سرمایه‌گذار مشخص شود. انتظار بر این است تا نتایج این پژوهش بتواند دستاورد و ارزش افزوده علمی به شرح زیر داشته باشد:

اول این که نتایج این تحقیق می‌تواند موجب بسط مبانی نظری متون مرتبط با مسئولیت اجتماعی، هزینه‌های نمایندگی و حساسیت سرمایه‌گذاری به وجه نقد گردد. دوم نتایج تحقیق به عنوان یک دستاورد علمی می‌تواند اطلاعات سودمندی را در اختیار سرمایه‌گذاران، اعتباردهندگان و مدیران جهت رسیدن به اهداف خود قرار دهد. سوم این که نتایج این پژوهش می‌تواند ایده‌های جدیدی برای انجام پژوهش‌های بعدی در خصوص موضوع تحقیق پیشنهاد نماید.

مبانی نظری پژوهش و پیشینه

مسئولیت اجتماعی

واژه مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها به ظهور یک جنبش نوظهور اشاره دارد که به دنبال وارد کردن عوامل محیطی و اجتماعی در تصمیمات تجاری شرکت‌ها، استراتژی تجاری و حسابداری با هدف افزایش عملکرد اجتماعی و محیطی در

کنار ابعاد اقتصادی است به گونه‌ای که برای واحد تجاری، جامعه و محیط مفید و سودمند واقع شود (مک کینلی، ۲۰۰۸). بسیاری از تعاریف مسئولیت اجتماعی بر مفهوم اقدامات داوطلبانه شرکت‌ها متمرکز می‌باشند که منعکس کننده ارزش‌های اخلاقی، الزامات قانونی بوده و هدف آن‌ها بهبود شرایط اجتماعی و یا زیست محیطی می‌باشد (کیم و همکاران، ۲۰۱۴).

از نظر گاریگا و مل (۲۰۰۴)، تئوری‌های مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها به چهار گروه طبقه‌بندی می‌شوند: در تئوری ابزاری، فرض بر این است که شرکت ابزاری برای ایجاد رفاه اقتصادی می‌باشد و این تنها مسئولیت اجتماعی شرکت است و صرفاً جنبه اقتصادی تعامل بین واحد تجاری و جامعه در نظر گرفته می‌شود. این گروه از تئوری‌ها، تئوری ابزاری نامیده می‌شوند، زیرا آن‌ها مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها را به عنوان یک ابزار صرف برای کسب سود تلقی می‌کنند. این گروه تئوری‌هایی هستند که مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها را به عنوان یک ابزار استراتژیک برای نیل به نتایج اقتصادی در نظر می‌گیرند. تئوری سیاسی، شامل نظریه‌هایی است که واحد تجاری باید به تقاضای اجتماعی مبتنی بر تئوری‌های سیاسی عمل کند. این گروه بر این نکته تأکید دارند که تقاضای اجتماعی از واحد تجاری برای بقای و تداوم فعالیت و رشد آن و حتی برای موجودیت خودش ضروری می‌باشد. در واقع این گروه از تئوری‌ها روی تعامل و رابطه بین واحدهای کسب و کار جامعه تأکید دارند و دغدغه اصلی آن قدرت و جایگاه شرکت و مسئولیت ذاتی آن در راستای جامعه است که تئوری قرارداد اجتماعی و شهروند شرکتی از این دسته تئوری‌ها می‌باشند و فرض بر این است که مسئولیت شرکت در اعمال خود فراتر از الزامات قانونی است. تئوری یکپارچه، بر قدرت اجتماعی شرکت و به طور خاص در ارتباط با جامعه و مسئولیت پذیری در صحنه سیاسی مرتبط با این قدرت تأکید دارد. این قدرت باعث می‌شود، شرکت وظایف حقوقی یا مشارکت اجتماعی و همکاری اجتماعی را بپذیرد. در این تئوری‌ها فرض بر این است که شرکت وابسته به جامعه است و باید تقاضاهای جامعه را در عملیات خود همراه با ارزش‌های اجتماعی یکپارچه کند. لذا، در این تئوری‌ها شرکت‌ها باید همیشه به دنبال پاسخگویی به تقاضاهای اجتماعی و دستیابی به مشروعیت اجتماعی در عملیات خود باشند. تئوری اخلاقی، تئوری‌هایی که ارتباطات بین واحد تجاری و جامعه را از بعد ارزش‌های اخلاقی بررسی می‌کند. این موضوع منجر به دیدگاه مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها از نگرش اخلاقی می‌گردد و شرکت‌ها باید مسئولیت اجتماعی را به عنوان یک تعهد اخلاقی بپذیرند. این تئوری بر این فرض است که به دنبال دستیابی به جامعه خوب می‌باشد و روی الزامات اخلاقی در ارتباط بین شرکت و جامعه تأکید دارد.

بطور کلی تئوری‌های مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها بر اساس این طبقه بندی روی چهار هدف، ایجاد سود، استفاده از قدرت مسئولانه واحد کسب و کار، یکپارچه کردن تقاضاهای اجتماعی و اعمال درست اخلاقی برای ایجاد جامعه خوب تمرکز دارند (حساس یگانه و برزگر، ۱۳۹۳).

هزینه‌های نمایندگی

تئوری نمایندگی بیان می‌کند که هزینه‌های نمایندگی ناشی از تضاد منافع بین مدیران و سهامداران می‌باشد که ممکن است پیامدهایی مانند انحراف از رفتار سرمایه گذاری مطلوب را در پی داشته باشد. بنابراین، احتمال می‌رود که مدیران رفتار سرمایه گذاری متفاوتی با وجود هزینه‌های نمایندگی داشته باشند (برادران حسن زاده و تقی زاده خانقاه، ۱۳۹۵). با شکل‌گیری رابطه نمایندگی و به وجود آمدن مشکلات نمایندگی از قبیل تضاد منافع بین طرفین، هزینه‌های نمایندگی ایجاد می‌شود. هزینه‌های نمایندگی اثر معکوسی بر ارزش شرکت دارد، یعنی اگر بازار انتظار وقوع چنین هزینه‌هایی را داشته باشد، ارزش شرکت کاهش خواهد یافت. افزون بر این، رابطه‌ی نمایندگی باعث می‌شود، مدیران دسترسی بهتری به اطلاعات داخلی داشته باشند که این موضوع سبب ایجاد عدم تقارن اطلاعاتی در بازار می‌گردد (نمازی، ۱۳۸۴).

آشوبگ و همکاران (۲۰۰۴) هزینه نمایندگی را کلیه هزینه‌های صورت گرفته شده برای کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و همسوسازی منافع مدیران و مالکان، تعریف کرده‌اند. آنان نشان دادند، شرکت‌های دارای هزینه نمایندگی بیشتر نسبت به سایر شرکت‌ها، در معرض ریسک سرمایه‌گذاری بیشتری می‌باشند.

حساسیت سرمایه‌گذاری به وجه نقد

حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی یکی از موضوعاتی می‌باشد که اخیراً مورد بحث زیادی قرار گرفته است. این ادبیات به طور واضح‌تر با ادبیات تأمین مالی و ادبیات سرمایه‌گذاری در رابطه است. این ادبیات برای اولین بار توسط پژوهش‌فازاری و همکاران (۱۹۸۸) شروع گردید و سپس توسط پژوهش‌کاپلان و زینگالس (۱۹۹۷) به چالش کشیده شد. فازری و همکاران (۱۹۸۸) نشان دادند که پس از کنترل فرصت‌های رشد، سرمایه‌گذاری نسبت به جریان وجه نقد حساس می‌باشد. این حساسیت برای شرکت‌هایی که سود سهام کمتری پرداخت می‌نمایند، بیشتر است.

برای بعضی از شرکت‌ها، ممکن است جریان وجه نقد معیار مناسب تری برای اندازه‌گیری فرصت‌های رشد باشد و لذا تفاوت‌های مقطعی در حساسیت جریان وجه نقد سرمایه‌گذاری مشاهده می‌شود (آلتی، ۲۰۰۲). با توجه به این موضوع، حساسیت جریان نقدی سرمایه‌گذاری در زمان دسترسی مدیران به وجه نقد، بیان‌کننده تمایل مدیران برای سرمایه‌گذاری بیش از میزان لازم می‌باشد (جنسن، ۱۹۸۶). حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری به منزله یکی از مؤلفه‌های تصمیمات مالی مطرح می‌باشد؛ چرا که توان سرمایه‌گذاری شرکت به‌گونه‌ای تحت تأثیر توان تأمین مالی شرکت قرار می‌گیرد و در نتیجه نوعی تصمیم‌گیری مالی به شمار می‌رود. سؤالی که در ادبیات مالی مطرح است اینکه حساسیت مالی چگونه بر تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌ها تأثیر می‌گذارد؟ به‌طور تجربی، در بازار سرمایه تا آنجایی که بازده سرمایه‌گذاری معادل هزینه سرمایه شود، شرکت‌ها اقدام به سرمایه‌گذاری می‌کنند (هایاشی، ۱۹۸۲). بر این اساس، مادامی که شرکت‌ها توان تأمین وجوه مورد نیاز خود را داشته باشند، در فرصت‌های با سودآوری مناسب، سرمایه‌گذاری می‌کنند. در مواردی که حساسیت‌های مالی وجود داشته و شرکت‌ها با محدودیت‌های تأمین مالی مواجه باشند، سرمایه‌گذاری‌ها نیز تحت تأثیر توان نقدینگی شرکت قرار خواهند گرفت (فازاری و همکاران، ۱۹۸۸).

صامت و جارویی (۲۰۱۷) در پژوهشی به بررسی رابطه بین مسولیت اجتماعی شرکتی، هزینه‌های نمایندگی با حساسیت سرمایه‌گذاری به وجه نقد در ۳۹۸ کشور اروپایی در دوره زمانی ۲۰۱۴-۲۰۰۹ پرداخت. نتایج نشان داد: (۱) رابطه بین عملکرد مسولیت اجتماعی شرکتی با حساسیت سرمایه‌گذاری به وجوه داخلی ضعیف است. (۲) هزینه‌های نمایندگی جریان وجه نقد، اثر منفی مسولیت اجتماعی شرکتی بر حساسیت سرمایه‌گذاری به وجه نقد را تعدیل می‌کند. بنابراین، این مطالعه بطور تجربی پیشنهاد می‌کند که شرکت‌ها با مسولیت اجتماعی، دارای موقعیت بهتری برای تأمین مالی در بازارهای سرمایه از طریق کاهش اصطکاک بازار و هزینه‌های نمایندگی هستند. چن و همکاران (۲۰۱۶) در پژوهشی تأثیر جریان‌های نقد آزاد و حاکمیت شرکتی بر سطوح سرمایه‌گذاری در ۸۶۵ شرکت چینی را مورد بررسی قرار دادند. نتایج پژوهش نشان داد که سرمایه‌گذاری بیشتر از حد، حساسیت بیشتری به جریان‌های نقد آزاد فعلی دارد. همچنین سرمایه‌گذاری بیشتر از حد در شرکت‌های با جریان‌های نقد آزاد مثبت، مشهودتر است. یافته‌های بیشتر نشان داد که بالا بودن مالکیت دولتی منجر به افزایش سرمایه‌گذاری بیشتر از حد می‌گردد، در حالی که در شرکت‌های با هیات مدیره بزرگ، نسبت بالای سهام قابل معامله و همچنین اهرم بالا، سرمایه‌گذاری بیشتر از حد پایین است. همچنین آن‌ها نشان دادند که افزایش مالکیت دولتی، هیات مدیره بزرگ و همچنین وجود مدیران خارجی با شدیدتر شدن سرمایه‌گذاری کمتر از حد مرتبط است. در حالی که اهرم بالا و افزایش سهام قابل معامله، سرمایه‌گذاری کمتر از حد شرکت را کاهش می‌دهد. مائوریزو و همکاران (۲۰۱۵) در مطالعه‌ای به بررسی رابطه بین حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی و

محدودیت‌های مالی با رویکرد تحلیل خوشه‌ای پرداختند. نتایج این پژوهش نشان داد که تحلیل خوشه‌ای می‌تواند در تقابل با رویکردهای تک معیار به کار رفته باشد؛ بنابراین با ارائه یک معیار نهایی از محدودیت مالی بینش‌های عمیق‌تری در رابطه با ارتباط بین حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی و محدودیت‌های مالی فراهم می‌گردد. اسپالیر و گورولیا (۲۰۱۵) در پی پاسخ به این سؤال که آیا فرصت‌های سرمایه‌گذاری بر حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی تأثیر دارد یا نه؟ دریافتند که فرصت‌های سرمایه‌گذاری به آسانی تغییرات در حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی را منعکس نمی‌کند و بیشتر با شاخص‌های محدودیت مالی در ارتباط است. ایتیگ و همکاران (۲۰۱۴) به بررسی تأثیر مسئولیت اجتماعی شرکت بر حساسیت جریان نقدی سرمایه‌گذاری طی دوره زمان ۱۹۹۰-۲۰۱۰ پرداختند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد که مسئولیت اجتماعی شرکت از طریق کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه نمایندگی بر حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی تأثیر می‌گذارد. به این صورت که حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی داخلی با افزایش امتیاز مسئولیت اجتماعی شرکت کاهش می‌یابد.

اکبری و همکاران (۱۳۹۶) به بررسی رابطه فرصت‌های سرمایه‌گذاری و حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی پرداختند. در این پژوهش اطلاعات مالی ۸۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در طی دوره زمانی ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۳ بررسی شده است. به منظور سنجش فرصت‌های سرمایه‌گذاری از سه معیار سود هر سهم به قیمت هر سهم، نسبت ارزش بازار دارایی‌ها به ارزش دفتری دارایی‌ها، نسبت ارزش بازار سهام به ارزش دفتری سهام به کار رفته شد. نتایج پژوهش آن‌ها نشان می‌دهد که بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی رابطه معناداری وجود ندارد. صالحی و همکاران (۱۳۹۶) در پژوهشی به بررسی تأثیر خوش‌بینی مدیریتی بر حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی با در نظر گرفتن وجود و یا عدم وجود محدودیت مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. بدین منظور اطلاعات مالی ۱۰۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۲ بررسی گردیدند. تعداد داده‌های جمع‌آوری شده برای این پژوهش ۷۰۰ سال- شرکت می‌باشد. به منظور انجام آزمون فرضیه‌های تحقیق از روش رگرسیون چندمتغیره با رویکرد داده‌های ترکیبی استفاده شده است. نتایج پژوهش رابطه مثبت و معنادار میان خوش‌بینی مدیریتی و حساسیت سرمایه‌گذاری را در میان کل نمونه، و همچنین در میان شرکت‌های طبقه‌بندی شده تحت عنوان دارای محدودیت مالی و بدون محدودیت مالی را نشان می‌دهد. همچنین نتایج پژوهش حاکی از آن است که حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی در نتیجه‌ی خوش‌بینی مدیریتی در شرکت‌های دارای محدودیت مالی بیشتر از شرکت‌های بدون محدودیت مالی است.

محموظی و همکاران (۱۳۹۶) در پژوهشی به بررسی رابطه بین مسئولیت اجتماعی شرکت و حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی پرداختند. نتایج پژوهش نشان داد که در دوره‌ی زمانی مورد بررسی بین متغیر مسئولیت اجتماعی و حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی رابطه مثبت و معنی داری وجود دارد. عربصالحی و کاظمی نوری (۱۳۹۳) در پژوهشی به بررسی تأثیر هزینه‌های نمایندگی بر حساسیت سرمایه‌گذاری جریان‌های نقدی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. آن‌ها تعداد ۱۰۳ شرکت را با استفاده از رگرسیون لجستیک برای دوره زمانی ۱۳۸۵ تا ۱۳۸۹ مورد بررسی قرار دادند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد که هزینه‌های نمایندگی، به تنهایی موجب ایجاد سرمایه‌گذاری بیشتر و کمتر از حد نمی‌شوند، اما باعث افزایش حساسیت سرمایه‌گذاری جریان‌های نقدی می‌شوند. با توجه به مبانی نظری و پژوهش‌های پیشین، فرضیه‌های پژوهش به صورت زیر تدوین شده است:

✓ **فرضیه اول:** بین مسئولیت اجتماعی شرکتی و حساسیت سرمایه‌گذاری به وجه نقد رابطه منفی وجود دارد.

✓ **فرضیه دوم:** هزینه‌های نمایندگی، اثر منفی مسئولیت اجتماعی شرکتی بر حساسیت سرمایه‌گذاری به وجه نقد را تعدیل می‌کند.

روش شناسی پژوهش

با توجه به این که هدف این پژوهش بررسی مسئولیت اجتماعی شرکتی، هزینه‌های نمایندگی با حساسیت سرمایه‌گذاری به وجه نقد در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد، بنابراین، پژوهش حاضر از نوع تحقیقات اثباتی حسابداری است. از نظر نتیجه اجرا از نوع تحقیق‌های کاربردی، از نظر فرآیند اجرا، کمی و از نظر هدف نیز جز تحقیق‌های تحلیلی از نوع همبستگی می‌باشد. همچنین از نظر بعد زمانی نیز از نوع تحقیقات پس رویدادی بوده و از اطلاعات تاریخی شرکت‌های نمونه استفاده می‌شود. برای برآورد مدل رگرسیون و آزمون فرضیه‌های پژوهش از روش‌های اقتصادسنجی داده‌های ترکیبی استفاده شده است.

جامعه‌ی مورد نظر در این پژوهش شامل کلیه‌ی شرکت‌هایی است که تا تاریخ ۱۳۸۸/۱۲/۲۹ در سازمان بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده‌اند. دوره‌ی زمانی این تحقیق نیز از سال ۱۳۸۹ تا پایان سال ۱۳۹۵ در نظر گرفته شده است. نمونه‌گیری پژوهش نیز به صورت هدفمند بوده است. بدین صورت که در هر مرحله از بین کلیه‌ی شرکت‌های موجود، شرکت‌هایی که دارای شرایط زیر نبوده‌اند، حذف شده و در نهایت کل شرکت‌های باقی‌مانده برای انجام آزمون انتخاب شده‌اند:

- شرکت‌ها باید در طول سال مالی تداوم فعالیت داشته باشند.
 - نمونه آماری شامل شرکت‌های واسطه‌گری مالی و سرمایه‌گذاری نمی‌شود.
 - شرکت‌هایی که سال مالی آنها به ۱۲/۲۹ ختم نمی‌شود.
 - شرکت‌هایی که فاقد اطلاعات کافی برای انجام آزمون می‌باشند.
- در نهایت، پس از طی مراحل مزبور، تعداد ۱۲۰ شرکت در یک دوره‌ی ده ساله شامل ۸۴۰ سال - شرکت برای این پژوهش انتخاب شدند.

در این پژوهش برای گردآوری داده‌های مورد نظر از ماهنامه‌های بورس و سایت‌های بورس و بانک مرکزی و نرم افزارهای اطلاعات مالی شرکت‌ها استفاده شده است. همچنین، برای گردآوری اطلاعات مربوط به ترازنامه و صورت سود و زیان از صورت‌های مالی فراهم آمده در آرشیوهای الکترونیکی سازمان بورس اوراق بهادار تهران (لوح‌های فشرده موسوم به آرشیو) استفاده شده است. به منظور انجام محاسبات و آماده کردن داده‌ها و اطلاعات مورد نیاز پژوهش و هم-چنین تجزیه و تحلیل آن‌ها و برآورد پارامترهای مدل پژوهش، از نرم‌افزارهای *Excel* و *Eviews9* استفاده شده است.

نحوه اندازه‌گیری متغیرها

در این پژوهش متغیر وابسته حساسیت سرمایه‌گذاری به وجه نقد می‌باشد. به پیروی از صامت و جارویی (۲۰۱۷) و چن و همکاران (۲۰۱۳) و جورج و همکاران (۲۰۱۱) از مدل رگرسیونی چندگانه (۱) جهت تخمین حساسیت سرمایه‌گذاری به وجه نقد استفاده می‌گردد:

مدل (۱)

$$\left(\frac{I}{K}\right)_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \left(\frac{S}{K}\right)_{i,t-1} + \beta_2 \left(\frac{CF}{K}\right)_{i,t-1} + \beta_3 \left(\frac{I}{K}\right)_{i,t-1} + \beta_4 \left(\frac{I}{K}\right)_{i,t-1}^2 + \beta_5 \left(\frac{D}{K}\right)_{i,t-1}^2 + \varepsilon_{i,t}$$

I = سرمایه‌گذاری در دارایی‌های ثابت، K = سرمایه شرکت، S = درآمد فروش، CF = وجه نقد، D = مجموع بدهی‌ها

متغیرهای مستقل شامل مسئولیت اجتماعی شرکتی (CSR) و هزینه‌های نمایندگی می‌باشد. در این پژوهش بر اساس پژوهش حسینی و امجدیان (۱۳۹۶) برای رتبه بندی شرکت‌های نمونه، گزارش‌های هیات مدیره مورد بررسی قرار می‌گیرد و در قالب ۲۴ قلم و ۶ گروه زیر که نشان‌دهنده مسئولیت پذیری اجتماعی در شرکت‌هاست تجزیه و تحلیل می‌شود.

✓ سیاست و جامعه

۱. محیط حقوقی (حمایت از مصرف کننده یا محیط زیست).

۲. ارتباط با سهامداران

۳. فعالیت‌های فرهنگی برون سازمانی (چاپ برشور - نشریه - برگزاری هم اندیشی و همایش)

✓ استراتژی کارکنان

۴. دوره‌های تخصصی مرتبط با کار

۵. دوره‌های عمومی (کمک اولیه، زیست محیطی، ICDL و...).

۶. بیمه و امور رفاهی کارکنان در محیط کار.

۷. تلاش برای سازندگی زندگی خانوادگی کارکنان.

۸. فعالیتهای فرهنگی درون سازمانی (کتابخانه، ورزشی و ...)

✓ محیط زیست

۹. اشاره به دریافت گواهینامه‌ها و دریافت استاندارد مربوط به کیفیت و یا محیط زیست.

۱۰. ایجاد فضای سبز و فعالیت‌های مربوط به آن.

۱۱. آلودگی‌های هوا و صوتی و فعالیت‌های مرتبط با آن.

۱۲. بازیافت یا جلوگیری از ضایعات و یا فعالیت‌های مرتبط با پسماند.

۱۳. اشاره به رویکرد شرکت در ارتباط با کاهش مصرف در حوزه انرژی.

✓ مشتریان و عرضه کنندگان

۱۴. سعی در بهبود کیفیت کالا و یا خدمات ارائه شده به جامعه و مشتری.

۱۵. اشاره به ارتباط با مشتریان و خدمات پس از فروش و یا وجود CRM

۱۶. داشتن سایت اینترنتی.

۱۷. به روز رسانی سایت (وجود حداقل ۲۰ خبر مرتبط در هر سال).

۱۸. انجام خدمات اینترنتی شامل فروش مناقصه و ثبت سفارش و....

✓ سرمایه گذاری اجتماعی

۱۹. بند گزارش عملکرد اجتماعی.

۲۰. کمک‌های عام المنفعه.

۲۱. اشاره به سیاست و استراتژی شرکت در مورد مسئولیت پذیری اجتماعی و تعهد اجتماعی.

✓ استراتژی شرکت

۲۲. برنامه ریزی استراتژیک و تعالی سازمانی EFQM

۲۳. سنجش و رضایت کارکنان و وجود طبقه بندی مشاغل در سازمان و توسعه منابع سازمانی.

۲۴. بیان ارزش‌های محوری سازمان با تأکید بر مشتری و جامعه.

در این تحقیق برای سنجش مسئولیت پذیری اجتماعی شرکتی از شاخص گزارشگری CSR بشرح زیر استفاده می‌گردد.

$$CSR.index = \sum_{i=1}^{nj} \frac{X_{ij}}{nj}$$

nj = مجموع امتیازات مورد انتظار برای هر شرکت j در سال t (که برای ۲۴ قلم بالا معادل ۲۴ می باشد)
 X_{ij} = مجموع امتیازات مکتسبه برای هر شرکت j در سال t (شرکت به ازای هر قلمی که افشا نموده است کد یک به
لم مربوطه تعلق می گیرد و در غیر این صورت کد صفر می گیرد).

به پیروی از چی و لی (۲۰۱۰) از جریان نقد آزاد (FCF) به عنوان شاخص هزینه‌های نمایندگی استفاده می شود. جریان
نقد آزاد عبارت است از سود عملیاتی منهای چهار جزء: مالیات بر سود، هزینه بهره بدهی‌ها، سود سهام عادی و ممتاز. در
این پژوهش متغیر جریان نقد آزاد بر ارزش دفتری دارایی‌ها تقسیم می شود.

به منظور بررسی فرضیه‌های پژوهش از مدل‌های زیر استفاده می‌شود:

جهت بررسی اثر مسئولیت اجتماعی شرکتی بر حساسیت سرمایه گذاری به وجه نقد مدل رگرسیونی (۱) توسعه داده می
شود و اثر تعاملی بین جریان وجه نقد و مسئولیت اجتماعی شرکتی با استفاده از مدل رگرسیونی چند متغیره (۲) تخمین زده
می شود و فرضیه اول آزمون می شود:

مدل (۲)

$$\left(\frac{I}{K}\right)_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \left(\frac{S}{K}\right)_{i,t-1} + \beta_2 \left(\frac{CF}{K}\right)_{i,t-1} + \beta_3 CSR_{i,t} + \beta_4 CSR_{i,t} * \left(\frac{CF}{K}\right)_{i,t-1} + \beta_5 \left(\frac{I}{K}\right)_{i,t-1} \\ + \beta_6 \left(\frac{I}{K}\right)_{i,t-1}^2 + \beta_7 \left(\frac{D}{K}\right)_{i,t-1}^2 + \varepsilon_{i,t}$$

در این معادله، ضریب رابطه β_2 حساسیت سرمایه گذاری به وجه نقد را منعکس می کند و انتظار می‌رود که مثبت باشد.
مطابق فرضیه اول، شرکت‌ها با عملکرد مسئولیت اجتماعی شرکتی بهتر، حساسیت سرمایه گذاری به وجه نقد کمتری دارند
لذا ضریب β_4 باید منفی باشد.

برای آزمون فرضیه دوم، ابتدا متغیر تعدیلگر جریان نقد آزاد به عنوان شاخص هزینه‌های نمایندگی با استفاده از مدل (۳)
آزمون می شود و سپس متغیر وابسته با استفاده از مدل رگرسیونی چند متغیره (۴) با منظور شدن متغیر تعدیلگر تخمین زده
می شود:

مدل (۳)

$$FCF_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \left(\frac{CF}{K}\right)_{i,t-1} + \beta_2 CSR_{i,t} + \beta_3 CSR_{i,t} * \left(\frac{CF}{K}\right)_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$$

مدل (۴)

$$\left(\frac{I}{K}\right)_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \left(\frac{S}{K}\right)_{i,t-1} + \beta_2 \left(\frac{CF}{K}\right)_{i,t-1} + \beta_3 CSR_{i,t} + \beta_4 CSR_{i,t} * \left(\frac{CF}{K}\right)_{i,t-1} + \beta_5 FCF_{i,t} + \beta_6 \left(\frac{I}{K}\right)_{i,t-1} + \\ \beta_7 \left(\frac{I}{K}\right)_{i,t-1}^2 + \beta_8 \left(\frac{D}{K}\right)_{i,t-1}^2 + \varepsilon_{i,t}$$

یافته‌های پژوهش

آماره‌های توصیفی

در این بخش و قبل از انجام آزمون فرضیه، آماره‌های توصیفی مربوط به متغیرهای پژوهش در جدول شماره (۱) ارائه
شده اند. آماره‌های مذکور شمایی کلی از وضعیت توزیع داده‌های پژوهش را ارائه می‌نمایند.

جدول (۱): آماره‌های توصیفی متغیرهای الگو

چولگی	انحراف معیار	حداقل	حداکثر	میانه	میانگین	
۰,۷۲	۰,۲۸	۰,۰۵	۰,۷۹	۰,۲۵	۰,۳۲	CSR
۰,۳۶	۰,۱۱	۲,۲۱	۴,۹۵	۲,۲	۳,۲۷	FCF
۰,۳۹	۰,۱۵	۰,۱۳	۰,۷۹	۰,۶۴	۰,۶۰	S/K
۰,۶۴	۰,۴۸	۵	۰,۵۹	۰,۱۱	۰,۲۹	CF/K
۰,۹۵	۰,۱۸	۰,۰۱	۰,۵۹	۰,۱۰	۰,۱۹	I/K
۰,۱۵	۰,۱۶	۰,۰۰۵	۰,۷۱	۰,۱۱	۰,۱۷	DK
۰,۷۷	۰,۱۷	۰,۰۰۳	۱,۰۹	۰,۰۲	۰,۰۸	CSR*CFK
۰,۴۵	۰,۷۷	۴,۴۶	۷,۹۱	۵,۸۸	۵,۹۴	SIZE
-۰,۰۵	۰,۱۵	۰,۱۱	۰,۷۱	۰,۵۲	۰,۵۸	LEVE
۸۴۰	۸۴۰	۸۴۰	۸۴۰	۸۴۰	۸۴۰	مشاهدات

* ماخذ: نتایج پژوهش

همانطور که در جدول (۱) مشاهده می‌شود میانگین مسئولیت اجتماعی شرکت‌های نمونه ۰,۳۲ بوده است که نشان می‌دهد سطح مسئولیت پذیری اجتماعی شرکت‌ها در ایران پایین بوده و در ابتدای راه می‌باشد. میانه متغیر مسئولیت پذیری اجتماعی شرکت‌ها ۰,۲۵ می‌باشد که نشان می‌دهد که نیمی از داده‌ها کمتر از این مقدار و نیمی دیگر بیشتر از این مقدار هستند. در بین متغیرهای تحقیق، هزینه نمایندگی و اندازه شرکت به ترتیب دارای کمترین و بیشترین میزان پراکندگی می‌باشند. متغیر اهرم مالی کمترین عدم تقارن و نسبت سرمایه گذاری در دارایی‌های ثابت به سرمایه شرکت بیشترین عدم تقارن را نسبت به توزیع نرمال دارند.

نتایج آزمون نرمال بودن

در این مطالعه از آماره جارکو- برا استفاده شده است. در صورتی که آماره این آزمون در سطح خطای ۵ درصد معنادار باشد، اجزای اخلاص مدل از توزیع نرمال پیروی می‌کنند. همان‌گونه که در جدول شماره (۲) ملاحظه می‌شود، بررسی مقدار این آماره گویای آن است که فرض نرمال بودن جزء اخلاص پس از حذف نقاط پرت برقرار است.

جدول (۲): نتایج آزمون نرمال بودن متغیر وابسته

نام متغیر آزمون	<i>RESID</i>	<i>I/K</i>
آماره آزمون <i>Jarque-Bera</i>	۰,۳۰	۱,۶۹
<i>p.v</i>	۰,۸۰	۰,۴۱

نتایج آزمون‌های انتخاب الگوی مناسب برآورد

قبل از برآورد مدل‌ها لازم است تا از آزمون چاو (F لیمر) استفاده شود. این آزمون تعیین کننده‌ی استفاده از مدل $Pooled$ یا مدل اثرات ثابت است. اگر آماره‌ی F در سطح خطای ۵ درصد معنی‌دار باشد، فرضیه‌ی صفر (مدل $Pooled$) رد می‌شود و مدل اثرات ثابت پذیرفته می‌شود. نتایج آزمون چاو در جدول شماره (۳) ارائه شده است.

جدول (۳): نتایج آزمون چاو (F لیمر)

آزمون چاو	مدل	آماره F	$p-v$	نتیجه آزمون	نوع آزمون
H_0 یکسانی عرض از مبدأهای مقاطع	مدل اول	۱,۱۷	۰,۳۱	H_0 رد نمی‌شود	داده‌های تلفیقی
H_0 یکسانی عرض از مبدأهای مقاطع	مدل دوم	۱,۱۵	۰,۳۳	H_0 رد نمی‌شود	داده‌های تلفیقی

* ماخذ: نتایج پژوهش

همان‌طور که در جدول (۳) مشاهده می‌شود، آماره‌ی F هر دو مدل روش مورد نیاز برای تخمین مدل‌های پژوهش استفاده از داده‌های تلفیقی است (سطح خطا بزرگتر از ۵٪). به عبارت دیگر نتایج آزمون چاو برای مدل پژوهش فرضیه صفر این آزمون مبنی بر مشابه بودن عرض از مبدأ در تمام دوره‌ها را تایید کرده و فرضیه یک را رد کرده است. لذا، روش تخمین داده‌های تلفیقی ($pooled data$) برای برآورد مدل پژوهش، گزینه‌ی مناسب‌تری است.

آزمون همسانی واریانس

نتایج حاصل از آزمون همسانی واریانس باقی‌مانده‌های مدل‌های تحقیق با استفاده از آزمون‌های بروش پاگان، آرچ و آزمون گلجسر در جدول (۴) قابل مشاهده است.

جدول (۴): نتایج آزمون همسانی واریانس باقیمانده‌های مدل رگرسیون

نتیجه	آزمون وایت	آزمون گلجسر	آزمون بروش - پاگان		
				آماره F	مدل اول
$EGLS$ ناهمسانی واریانس	۷,۳۷	۳۹,۸۹	۱۹,۰۵	آماره F	مدل اول
	۰,۰۰	۰,۰۰	۰,۰۰	$p.v$	
	۶,۶۲	۳۶,۰۹	۱۷,۱۱	آماره F	مدل دوم
	۰,۰۰	۰,۰۰	۰,۰۰	$p.v$	

همان‌طور که در جدول (۴) مشاهده می‌شود از آنجایی که سطح خطای آزمون‌های مدل تحقیق از ۵٪ کوچکتر می‌باشد لذا آماره‌های آزمون نشان دهنده ناهمسانی واریانس بوده و سطح معنی‌داری آنها فرض صفر این آزمون مبنی بر همسانی واریانس را تایید نکرده‌اند. به بیان دیگر، باقی‌مانده‌های حاصل از تخمین مدل تحقیق، دارای واریانس ثابت نبوده است. در این گونه موارد باید از روش حداقل مربعات تعمیم یافته ($EGLS$)، رگرسیون را تخمین زد.

نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش و تحلیل آن

نتایج آزمون فرضیه اول

نتایج آزمون مدل اول پژوهش در سطح داده‌های ترکیبی در جدول (۵) به شرح زیر بیان می‌شود:

جدول (۵): نتایج تخمین مدل (۱)

علامت اختصاری	ضرایب	تی- استیودنت	سطح خطا	VIF
α	۰,۲۲	۲,۱۷	۰,۰۳	
S/K	۰,۰۲	۱,۹۹	۰,۰۴	۱,۰۶
CF/K	۰,۰۲	۲,۱۱	۰,۰۳	۲,۳۹
CSR	-۰,۰۴	-۳,۱۲	۰,۰۰	۱,۵۵
$CSR*CF/K$	-۰,۱۳	-۲,۷۹	۰,۰۰	۱,۰۱
I/K_{t-1}	۰,۰۶	۱,۸۵	۰,۱۱	۱,۰۱
I/K^2_{t-1}	۰,۰۹	۲,۵۸	۰,۰۰	۱,۰۷
d/K	۰,۰۷	۰,۸۹	۰,۳۶	۱,۰۶
$SIZE$	-۰,۰۴	-۲,۶۴	۰,۰۰	۱,۰۱
$LEVE$	۰,۰۳	۲,۱۵	۰,۰۳	۱,۰۲
ضریب تعیین تعدیل شده R^2		۰,۶۷۷		
F رگرسیون (سطح خطا)		۳۷۴,۱۹ (۰,۰۰۰)		
دوربین واتسون		۱,۶۵		

* ماخذ: نتایج پژوهش

همان گونه که در جدول شماره (۵) مشاهده می شود، آماره F مدل با سطح اطمینان ۹۵٪ معنی دار است. بنابراین، متغیرهای مستقل و کنترلی توانایی توضیح متغیر وابسته را دارند. علاوه بر این ضریب تعیین تعدیل شده (R^2) ۰,۶۸ است. این عدد نشان می دهد که تقریباً ۶۸ درصد از تغییرات متغیر وابسته را می توان به متغیرهای مستقل و کنترلی نسبت داد. برای بررسی خود همبستگی باقیمانده های مدل رگرسیون از آزمون دوربین واتسون استفاده شده است. نتایج این آزمون با آماره ۱/۶۵ بیانگر عدم خود همبستگی مرتبه اول در مقادیر خطای مدل می باشد.

فرضیه اول: "بین مسئولیت اجتماعی شرکتی و حساسیت سرمایه گذاری به وجه نقد رابطه منفی وجود دارد" با توجه به نتایج جدول (۵) آماره t مربوط به متغیر مستقل مسئولیت اجتماعی (CSR) و سطح معناداری آن ($p.v$) به ترتیب ۳,۱۲- و ۰,۰۰ بوده و ضریب آن نیز ۰,۰۴- می باشد. به عبارتی با ۰,۰۱ افزایش در مسئولیت اجتماعی، میزان حساسیت سرمایه گذاری ۰,۰۴- کاهش می یابد. با توجه به این که سطح خطای در نظر گرفته شده برای این پژوهش ۰/۰۵ بوده است، بنابراین متغیر مسئولیت اجتماعی تاثیر معناداری بر حساسیت سرمایه گذاری داشته و فرضیه اول پژوهش در سطح اطمینان ۹۵٪ مورد تایید قرار می گیرد. ضریب متغیر (CSR) منفی می باشد. در نتیجه، رابطه منفی و معنی داری بین مسئولیت اجتماعی و حساسیت سرمایه گذاری وجود دارد. همچنین نتایج اثر تعدیلی مسئولیت اجتماعی در وجه نقد به سرمایه نیز تاثیر منفی داشته است. به عبارت دیگر شرکت ها با عملکرد مسئولیت اجتماعی شرکتی بهتر، حساسیت سرمایه گذاری به وجه نقد کمتری دارند، لذا ضریب β_4 منفی می باشد.

نتایج آزمون فرضیه دوم

نتایج آزمون مدل دوم پژوهش در سطح داده‌های ترکیبی در جدول (۶) به شرح زیر بیان می‌شود:

جدول (۶): نتایج تخمین مدل شماره (۲)

علامت اختصاری	ضرایب	تی-استیودنت	سطح خطا	VIF
α	۰,۱۹	۱,۷۸	۰,۰۷	
S/K	۰,۰۹	۲,۰۱	۰,۰۴	۱,۰۱
CF/K	۰,۰۲	۲,۱۵	۰,۰۳	۱,۰۲
CSR	-۰,۰۴	-۳,۱۰	۰,۰۰	۱,۵۶
$CSR*CF/K$	-۰,۱۳	-۲,۸۴	۰,۰۰	۲,۷۴
$CSR*CFC$	-۰,۰۳	-۲,۹۳	۰,۰۰	۲,۷۴
FCF	-۰,۰۸	-۲,۰۵	۰,۰۴	۱,۰۱
I/K_{t-1}	-۰,۰۵	-۱,۹۶	۰,۰۴	۱,۰۱
I/K^2_{t-1}	۰,۰۴	۶,۱۲	۰,۰۰	۱,۰۷
d/K	۰,۰۶	۰,۷۹	۰,۴۲	۱,۲۲
$SIZE$	-۰,۰۴	-۲,۶۳	۰,۰۰	۱,۰۱
$LEVE$	۰,۰۴	۲,۲۵	۰,۰۲	۱,۰۲
ضریب تعیین تعدیل شده R^2		۰,۶۵۰		
F رگرسیون (سطح خطا)		۳۳۹,۲۱ (۰,۰۰۰)		
دوربین واتسون		۱,۹۵		

* ماخذ: نتایج پژوهش

همان‌گونه که در جدول شماره (۶) مشاهده می‌شود، آماره‌ی F مدل با سطح اطمینان ۹۵٪ معنی دار است. بنابراین، متغیرهای مستقل و کنترلی توانایی توضیح متغیر وابسته را دارند. علاوه بر این ضریب تعیین تعدیل شده (R^2) ۰,۶۵ است. این عدد نشان می‌دهد که تقریباً ۶۵ درصد از تغییرات متغیر وابسته را می‌توان به متغیرهای مستقل و کنترلی نسبت داد. برای بررسی خود همبستگی باقیمانده‌های مدل رگرسیون از آزمون دوربین واتسون استفاده شده است. نتایج این آزمون با آماره ۱/۹۵ بیانگر عدم خود همبستگی مرتبه اول در مقادیر خطای مدل می‌باشد.

فرضیه‌ی دوم: "هزینه‌های نمایندگی، اثر منفی مسئولیت اجتماعی شرکتی بر حساسیت سرمایه‌گذاری به وجه نقد را تعدیل می‌کند"

همانطور که در جدول (۶) مشخص است ضریب مسئولیت اجتماعی شرکتی $-۰,۰۴$ و در سطح اطمینان ۹۵٪ نیز معنادار است و در شرکت‌های با مسئولیت اجتماعی شرکتی بالاتر، میزان حساسیت وجه نقد کمتر است. سپس ملاحظه می‌شود ضریب هزینه‌های نمایندگی شرکت‌ها ۰,۰۸ بوده که در سطح اطمینان ۹۵٪ معنادار می‌باشد و نشان می‌دهد که هزینه‌های نمایندگی شرکت‌ها باعث افزایش حساسیت وجه نقد می‌شود. در مرحله بعد ضریب متغیر ($CSR * CFC$) مورد بررسی قرار می‌گیرد، این ضریب $-۰,۰۳$ بوده و آماره تی استیودنت و سطح معناداری آن نیز به ترتیب $-۲,۹۳$ و $۰,۰۰$ می‌باشد که حاکی از تایید فرضیه دوم در سطح اطمینان ۹۵٪ است. در واقع هزینه‌های نمایندگی زمانی که در

مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها ضرب می‌شود و اثر تعاملی ایجاد می‌کند، باعث می‌شود تا ضریب مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها از $-0,04$ به $-0,03$ تغییر یابد و آن را تعدیل می‌کند. لذا می‌توان بیان کرد که هزینه‌های نمایندگی، اثر منفی مسئولیت اجتماعی شرکتی بر حساسیت سرمایه گذاری به وجه نقد را تعدیل می‌کند.

بحث و نتیجه‌گیری

هدف این مطالعه بررسی رابطه مسئولیت اجتماعی شرکتی، هزینه‌های نمایندگی با حساسیت سرمایه گذاری به وجه نقد در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. در این راستا برای اندازه‌گیری برای اندازه‌گیری حساسیت سرمایه‌گذاری به وجه نقد از الگوی صامت و جاربویی (۲۰۱۷)، جریان نقد آزاد (FCF) به عنوان شاخص هزینه‌های نمایندگی و مسئولیت اجتماعی شرکتی از رتبه بندی حسینی و امجدیان (۱۳۹۶) استفاده شده است. نتایج فرضیه اول پژوهش نشان داد بین مسئولیت اجتماعی و حساسیت سرمایه گذاری به وجه نقد رابطه منفی و معنی داری وجود دارد. این بدان معنی است که مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها با کاهش شکاف بین هزینه‌های منابع داخلی و خارجی و به نوبه خود کاهش حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی، باعث کاهش نواقص بازار سرمایه خواهند شد. یعنی شرکت‌ها با عملکرد مسئولیت اجتماعی شرکتی بهتر، حساسیت سرمایه گذاری به وجه نقد کمتری دارند. همچنین نتایج اثر تعدیلی مسئولیت اجتماعی در وجه نقد به سرمایه نیز تاثیر منفی داشته به عبارت دیگر شرکت‌ها با عملکرد مسئولیت اجتماعی شرکتی بهتر، حساسیت سرمایه گذاری به وجه نقد کمتری دارند. نتایج این فرضیه با نتایج پژوهش و اتینگ و همکاران (۲۰۱۴) مطابقت و با تحقیق صامت و جاربویی (۲۰۱۷) و محفوظی و همکاران (۱۳۹۵) مغایرت دارد. نتایج فرضیه دوم پژوهش نشان داد هزینه‌های نمایندگی شرکت‌ها باعث افزایش حساسیت وجه نقد می‌شود و این افزایش، اثر منفی مسئولیت اجتماعی شرکتی بر حساسیت سرمایه گذاری به وجه نقد را تعدیل می‌کند. به عبارت دیگر، فعالیت‌های مسئولیت اجتماعی، کیفیت اطلاعات را بهبود و هزینه‌های نمایندگی را کاهش خواهد داد و با کاهش کاستی‌های بازار سرمایه از طریق کاهش شکاف بین منابع داخلی و خارجی، هزینه‌های نمایندگی تعدیل می‌یابد. نتایج این فرضیه با نتایج پژوهش صامت و جاربویی (۲۰۱۷) و عربصالحی و کاظمی نوری (۱۳۹۳) مطابقت دارد.

پیشنهادها

پیشنهادهای کاربردی

۱- به مدیران شرکت‌ها پیشنهاد می‌شود که به منظور افزایش ارزش سهام شرکت به مقوله مسئولیت اجتماعی اهتمام ویژه داشته باشند، زیرا مسئولیت اجتماعی از طریق افزایش اعمال نظارتی و کاهش عدم تقارن اطلاعاتی باعث کاهش حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی و به تبع آن بهبود عملکرد و ایجاد ارزش برای شرکت می‌شود.

۲- با توجه به رابطه مثبت بین هزینه‌های نمایندگی بر افزایش حساسیت وجه نقد و تاثیر منفی آن بر عملکرد شرکت، به شرکت‌ها پیشنهاد می‌شود چون در عصر حاضر توجه به افزایش تصویر سازی مثبت از شرکت‌ها و بقای آن‌ها در عرصه رقابت امری اجتناب ناپذیر قلمداد می‌شود خود را بیشتر درگیر فعالیت‌های مسئولیت اجتماعی نمایند و با فراهم سازی شفافیت اطلاعاتی این آثار منفی را کاهش دهند.

۳- پیشنهاد می‌شود که سازمان بورس اوراق بهادار تهران، قوانین و مقرراتی را اتخاذ کند که تا حد امکان بتواند میزان واقعی مسئولیت پذیری اجتماعی شرکت‌ها را در طول سال‌های متمادی فعالیت خود اندازه گیری و مشخص نماید.

پیشنهادها برای پژوهش‌های آتی

- ۱- بررسی تاثیر هر یک از ابعاد فنی و نهادی مسئولیت اجتماعی بر روی حساسیت سرمایه گذاری جریان نقدی.
- ۲- بررسی تاثیر هر یک از زیر مولفه‌های مسئولیت اجتماعی شرکت بر روی حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی.
- ۳- جامعه آماری این تحقیق کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار است. پیشنهاد می‌گردد این تحقیق در صنایع مختلف به تفکیک انجام شود. با توجه به ماهیت مختلف هر صنعت احتمالاً نتایج این تحقیق در هر صنعت متفاوت خواهد بود.

محدودیت‌های پژوهش

- ۱- داده‌های برخی از شرکت‌ها در پایگاه‌های اطلاعاتی موجود نبود که این موضوع عمدتاً به دلیل عدم ارائه اطلاعات از سوی شرکت‌ها می‌باشد. به دلیل اینکه یکی از شرایط انتخاب نمونه این تحقیق در دسترس بودن داده‌ها بود، چنین شرکت‌هایی از نمونه حذف گردیدند. ضمناً نمونه آماری تحقیق شامل شرکت‌های بیمه، بانکی و سرمایه‌گذاری مالی نیست. همچنین، شرکت‌هایی با پایان سال مالی اسفندماه را شامل نمی‌شود، در نتیجه تعداد شرکت‌های مورد مطالعه به ۱۲۰ مورد کاهش یافت. بنابراین، تعمیم نتایج این تحقیق به سایر شرکت‌ها باید با احتیاط صورت پذیرد.
- ۲- با توجه به اینکه این تحقیق طی دوره زمانی بین سال‌های ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۵ با توجه به اطلاعات موجود شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران صورت گرفته، در تسری نتایج بدست آمده به سال‌های متفاوت از این تحقیق و همچنین، به سایر شرکت‌های موجود که در بورس فعالیت نمی‌کنند، باید با احتیاط عمل شود.

منابع

- ✓ اکبری، محسن، فتحی، سعید، فرخنده، مهسا، ایاغ، زهرا، (۱۳۹۶)، بررسی رابطه فرصت‌های سرمایه‌گذاری و حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی، چشم انداز مدیریت مالی، شماره ۱۷، صص ۴۹-۶۸.
- ✓ برادران حسن‌زاده، رسول، تقی‌زاده خانقاه، وحید، (۱۳۹۵)، تأثیر هزینه‌های نمایندگی بر رفتار سرمایه‌گذاری، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، سال ۸، شماره ۳۲، صص ۱۶۳-۱۳۹.
- ✓ پورعلی، محمدرضا، حجامی، محدثه، (۱۳۹۳)، بررسی رابطه بین افشای مسئولیت اجتماعی و مالکیت نهادی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت، دوره ۳، شماره ۱۰، صص ۱۵۰-۱۳۵.
- ✓ حساس یگانه، یحیی، برزگر، قدرت اله، (۱۳۹۳)، مبانی نظری مسئولیت اجتماعی شرکتها و پارادایم تحقیقاتی آن در حرفه حسابداری، فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مدیریت، سال هفتم، شماره بیست و دوم، صص ۱۳۳-۱۰۹.
- ✓ صالحی، اله‌کرم، موسوی، روح‌اله، مرادی، محمد، (۱۳۹۶)، بررسی تأثیر خوش‌بینی مدیریتی بر حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی، فصلنامه علمی پژوهشی دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، سال دهم، شماره ۳۳، صص ۷۶-۶۵.

- ✓ عربصالحی، مهدی، کاظمی نوری، سپیده، (۱۳۹۳)، تأثیر هزینه‌های نمایندگی بر حساست سرمایه گذاری جریان‌های نقدی، دانش حسابداری، دوره ۵، شماره ۱۷، صص ۹۷-۱۱۸.
- ✓ محفوظی، غلامرضا، اکبری، محسن، قاسمی شمس، معصومه، (۱۳۹۶)، بررسی تأثیر مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها بر حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی، فصلنامه دانش سرمایه گذاری، سال ششم، شماره ۲۱.
- ✓ نمازی، محمد، (۱۳۸۴) بررسی کاربرد تئوری نمایندگی در حسابداری مدیریت. مجله علوم اجتماعی، و انسانی دانشگاه شیراز، تابستان، شماره ۱۴۳، صص ۱۶۴-۱۴۷.
- ✓ Alti, A. (2003) *How sensitive is investment to cash flow when financing is frictionless?* *Journal of Finance*, Vol. 58, 2003: 70722
- ✓ Ashbaugh, H., Collins, D. W., & LaFond, R. (2004). *Corporate governance and the cost of equity capital. (Working Paper Series).*
- ✓ Attig, N., Cleary, S., Ghoul, S. (2014). *Corporate Legitimacy and Investment-Cash Flow Sensitivity". J Bus Ethics .DOI 10.1007/s10551-013-1693-3.*
- ✓ Biddle, G., Hilary, G. and Verdi, R.S, (2009). *How Does Financial Reporting Quality Relate to Investment Efficiency? Journal of Accounting and Economics*, 48(3):112-31.
- ✓ Chen, A. A., Cao, H., Zhang, D. and Dickinson, D. G. (2013). *The impact of shareholding structure on firm investment: Evidence from Chinese listed companies", Pacific-Basin Finance Journal*, Vol.25:85-100.
- ✓ Chen, X., Sun, Y., and Xu, X. (2016). *Free Cash Flow, Over-Investment and Corporate Governance in China, Pacific-Basin Finance Journal*, 37 (2): 81-108.
- ✓ Chi, J.D. and Scott Lee, D. (2010), *The conditional nature of the value of corporate governance", Journal of Banking & Finance*, Vol.34, No.2:350-361
- ✓ Espallier, B. Guariglia, A. (2015). *Does the investment opportunities bias affect the investment-cash flow sensitivities of unlisted SMEs? The European Journal of Finance*, 21(1): 1-25.
- ✓ Fazzari, S. R., Hubbard, G. and Petersen, B., (1988). *Financing Constraints and Corporate Investment, Brooking Papers on Economic Activity*, 1: 141-195.
- ✓ Garriga, E. and Melé, D. (2004). *Corporate Social Responsibility Theories: Mapping the Territory, Journal of Business Ethics* , Volume 53, Issue 1-2: 51-71
- ✓ George, R., Kabir, R. and Qian, J. (2011). *Investment-cash flow sensitivity and financing constraints: New evidence from Indian business group firms. Journal of Multinational Financial Managemen*, Vol.21, No.2:69-88.
- ✓ Hayashi, F. (1982). *Tobin's Marginal Q and Average Q: A Neoclassical Interpretation. Econometrica*, 50 (1): 213-224.
- ✓ Jensen MC. (1986). *Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers. American Economics Review*, 76:323-339.
- ✓ Jiang, G., Lee, C.M.C., Yue, H, (2010). *Tunneling Through Intercorporate Loans: The China Experience". Journal of Financial Economics*, 98(3): 1-20.
- ✓ Kaplan, S. N. and Zingales, L. (1997). *Do financing constraints explain why investment is correlated with cash flow? Quarterly Journal of Economics*, 112: 169-215.
- ✓ Kim Y. Li H. Li S. (2014). *Corporate social responsibility and stock price crash risk. Journal of Banking & Finance.*
- ✓ Maurizio La, R., Raffaele, S., Tiziana La, R., Alfio, C. (2015). *Investment cash flow sensitivity and financial constraint: a cluster analysis approach. Applied Economics*, 47(41): 4442-4457.
- ✓ McKinley A. (2008). *The driver master thesis Geography Department and Center for Environment University of Toronto.*

- ✓ Samet Marwa and Jarboui Anis, (2017). CSR, agency costs and investment-cash flow sensitivity: A mediated moderation analysis, *Managerial Finance*, Vol. 43. Permanent link to this document: <http://dx.doi.org/10.1108/MF-02-2016-0042>
- ✓ Turker, D. (2009). How corporate social responsibility influences organizational commitment, *Journal of Business Ethics*, 89(2): 189204

