



فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری
سال ششم / شماره بیست‌ویکم / بهار ۱۳۹۶

بررسی تأثیر مسؤلیت اجتماعی شرکت‌ها بر حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی

غلامرضا محفوظی

استادیار و عضو هیئت‌علمی گروه مدیریت دانشگاه گیلان، رشت، ایران
Email:gholamrezamahfoofi@yahoo.com

محسن اکبری

استادیار و عضو هیئت‌علمی گروه مدیریت دانشگاه گیلان، رشت، ایران (نویسنده مسئول)
Email:akbarimohsen@gmail.com

معصومه قاسمی شمس

کارشناسی ارشد مدیریت بازرگانی با گرایش مالی از دانشگاه گیلان
Email:masoomeh.shams68@yahoo.com

تاریخ دریافت: ۹۵/۰۵/۱۰ تاریخ پذیرش: ۹۵/۰۷/۲۶

چکیده

هدف اصلی این پژوهش بررسی تأثیر مسؤلیت اجتماعی شرکت‌ها بر حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است. در این مطالعه داده‌های مربوط به ۷۲ شرکت به صورت ترکیبی و برای دوره زمانی ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۲ و با استفاده از رگرسیون تلفیقی مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته است. ابتدا در فرضیه اول پس از بررسی رابطه مثبت و معنی‌دار بین مخارج سر سرمایه‌ای و جریان نقد عملیاتی در فرضیه دوم به بررسی رابطه بین مسؤلیت اجتماعی شرکت و حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی پرداخته شد. نتایج پژوهش نشان داد که در دوره‌ی مورد بررسی بین متغیر مسؤلیت اجتماعی و حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی رابطه مثبت و معنی‌داری وجود دارد.

واژه‌های کلیدی: حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی، مسؤلیت اجتماعی شرکت، مخارج سرمایه‌ای.

۱- مقدمه

یکی از مهم‌ترین تصمیمات اقتصادی، تصمیمات سرمایه‌گذاری است. اهمیت سرمایه‌گذاری برای رشد و توسعه اقتصادی و اجتماعی به اندازه ایست که آن را به یکی از اهرم‌های قوی برای رسیدن به توسعه تبدیل نموده است. یکی از مهم‌ترین عوامل اثرگذار بر رشد سرمایه‌گذاری، وجود اطلاعات متقارن در بازارهای سرمایه هست زیرا اخذ تصمیمات سرمایه‌گذاری سریع و صحیح مستلزم وجود اطلاعات کافی، منظم و شفاف است (آقا محمد، ۱۳۹۱). پژوهش‌های اخیر نشان داده‌اند که عدم تقارن اطلاعاتی سبب می‌شود که هزینه سرمایه بالاتر برود. تحقیق در مورد رابطه بین مخارج سرمایه‌ای شرکت و جریان‌های نقدی داخلی بحث جالب توجهی را هم در نظری و هم تجربی ایجاد کرده است. مدل‌های عدم تقارن اطلاعات نشان می‌دهند که این رابطه به‌وسیله شکاف بین هزینه‌های منابع داخلی و خارجی که ناشی از داشتن اطلاعات برتر مدیریت نسبت به سهامداران است، هدایت می‌شود. بر همین اساس تئوری هزینه نمایندگی، رابطه مثبتی را بین سرمایه‌گذاری و جریان‌های نقدی پیش‌بینی می‌کند، به طوری که زمانی شرکت‌ها جریان‌های نقدی داخلی اضافی تولید می‌کنند، مدیران تمایل به بیش سرمایه‌گذاری دارند. این نظریه‌ها نشان می‌دهند که شرکت‌هایی که با مشکلات تقارن اطلاعاتی و یا هزینه‌های نمایندگی بالاتری مواجه‌اند، با شکاف بیشتری بین تأمین مالی داخلی و خارجی روبرو خواهند شد و از این رو مخارج سرمایه‌ای نسبت به دسترسی منابع داخلی حساس‌تر خواهند بود (اتیگ و همکاران، ۲۰۱۲). شرکتی که در دسترسی به منابع خارجی بازار سرمایه با مشکلات بیشتری مواجه باشد، بخش بیشتری از منابع مالی مورد نیاز خود را از منابع داخل شرکت تأمین می‌کند. چنین شرکتی اصطلاحاً «شرکت دچار محدودیت مالی» نامیده می‌شود. میزان اتکای یک شرکت بر منابع داخلی نیز از طریق «حساسیت سرمایه‌گذاری-جریان نقدی» آن شرکت تعیین می‌شود (فازاری و همکاران، ۱۹۸۸).

از طرفی فعالیت‌های مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها بر روی اطلاعات مالی و غیرمالی شرکت‌ها در بلندمدت تأثیر دارد. مطالعات نشان می‌دهند که تأثیر مسئولیت اجتماعی بر روی نواقص و کاستی‌های بازار کانالی است که از آن طریق مسئولیت اجتماعی می‌تواند منجر به ایجاد ارزش شود (اتیگ و همکاران، ۲۰۱۴). واحدهای تجاری می‌توانند بازده‌های بلندمدت خود را از طریق کاهش اثرات منفی خود بر جامعه، به صورت اختیاری، حداکثر نمایند. به طوری که امروزه این تفکر در میان واحدهای تجاری به صورت روزافزون در حال شکل‌گیری است که موفقیت بلندمدت آن‌ها می‌تواند از طریق مدیریت نمودن عملیات شرکت، همزمان با ایجاد اطمینان از حمایت‌های زیست‌محیطی و پیشرفت مسئولیت‌های اجتماعی شرکت، تحقق یابد (سامی و همکاران، ۲۰۱۰). طرفداران فعالیت‌های مربوط به مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها استدلال می‌نمایند که رفتار مسئولیت اجتماعی روابط شرکت‌ها را با گروه ذینفعان کلیدی (مثل مشتریان، کارکنان، تأمین‌کنندگان و قانون‌گذاران) بهبود می‌بخشد و در نتیجه فعالیت‌های مسئولیت اجتماعی عملکرد مالی شرکت‌ها را همچون عملکردهای غیرمالی آن‌ها بهبود می‌بخشد. اتیگ و همکارانش (۲۰۱۴) استدلال می‌نمایند که مسئولیت‌های اجتماعی شرکت‌ها با کاهش شکاف بین هزینه‌های منابع داخلی و خارجی و به نوبه خود کاهش حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی، باعث کاهش نواقص بازار سرمایه خواهند شد. اگرچه پژوهش‌های کثیری درباره مسئولیت اجتماعی

شرکت‌ها و تأثیر آن بر عملکرد مالی شرکت صورت گرفته است اما مطالعات بسیار محدودی، در خصوص رابطه فعالیت‌های مسئولیت اجتماعی و حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی که ناشی از دو کانال عدم تقارن اطلاعاتی و مشکلات هزینه‌های نمایندگی هست، انجام شده است. روی هم رفته پژوهش‌های اخیر نشان می‌دهند که نه تنها شهرت شرکت به فعالیت‌های مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها گره خورده بلکه مزیت رقابتی آن‌ها نیز در گرو اقدامات مسئولیت اجتماعی است که منجر به بهبود در دسترسی به سرمایه یا منابع مالی است (اتیگ و همکاران، ۲۰۱۴). از این رو در پژوهش حاضر به طور تجربی به بررسی تأثیر مسئولیت اجتماعی شرکت بر روی حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی پرداخته شده است. شایان ذکر است که تاکنون در پژوهش‌های داخلی رابطه بین مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها و حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی مورد بررسی قرار نگرفته است و امید است که با انجام این پژوهش به ادبیات مربوط به این موضوع افزوده شود. در ادامه، به مبانی نظری پژوهش در ارتباط با حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی، مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها و پیشینه پژوهش پرداخته شده است و سپس روش پژوهش و نتایج حاصله بیان گردیده است.

۲- مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

۲-۱- حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی

حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان‌های نقدی، به تغییرات مخارج سرمایه‌ای شرکت‌ها در قبال تغییرات در جریان‌های نقدی اشاره دارد. عدم تقارن اطلاعاتی موجب ایجاد ریسک و مخاطره اطلاعاتی برای تأمین‌کنندگان منابع مالی می‌گردد. 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). با توجه به مطالعات انجام شده، منابع تأمین مالی داخلی شرکت از مواردی است که می‌تواند بر میزان سرمایه‌گذاری‌های شرکت تأثیرگذار باشد. میزان اتکای یک شرکت بر منابع داخلی نیز از طریق «حساسیت سرمایه‌گذاری-جریان نقدی» آن شرکت تعیین می‌شود (فازاری و همکاران، ۱۹۸۸).

بخش عمده‌ای از ادبیات موجود در حوزه مالی نشان داده است که محدودیت‌های مالی، توانایی مدیران را برای تأمین مالی پروژه‌های سرمایه‌گذاری محدود می‌سازد. یکی از مواردی که می‌توان استنباط نمود آن است که شرکت‌های مواجه با محدودیت تأمین مالی ممکن است به دلیل هزینه‌های زیاد تأمین مالی، از قبول و انجام پروژه‌های با ارزش فعلی خالص مثبت صرف نظر نمایند که این کار به کم سرمایه‌گذاری منجر می‌شود (وردی، ۲۰۰۶). علاوه بر این، اگر شرکتی تصمیم به تأمین مالی بگیرد، هیچ تضمینی وجود ندارد که سرمایه‌گذاری صحیحی با آن انجام شود. به عنوان مثال مدیران ممکن است با انتخاب پروژه‌های نامناسب در جهت منافع خویش و یا حتی سوءاستفاده از منابعی همچون جریان‌های نقد آزاد، اقدام به سرمایه‌گذاری ناکارا نمایند. بیشتر

تحقیقات موجود در این موضوع، پیش‌بینی می‌کنند که انتخاب پروژه‌های ضعیف، موجب بیش سرمایه‌گذاری می‌شود (اتیگ و همکاران، ۲۰۱۲).

۲-۲- مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها

کمیسیون اروپا مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها را مفهومی می‌داند که علاوه بر گزارشگری فعالیت‌های تجاری، موضوعاتی مثل مسائل زیست‌محیطی، گزارشگری اجتماعی و تعاملات شرکت با ذینفعان متعدد را شامل می‌شود. کمیسیون اروپا معتقد است اگرچه با توجه به مفهوم فوق، در حال حاضر تعداد کثیری از شرکت‌ها مشمول فرهنگ مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها می‌شوند، اما رویکردهای متفاوتی برای ارتقای مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها وجود دارد که وجود چنین مسئولیتی از جانب همه شرکت‌ها امری پذیرفته‌شده تلقی می‌گردد، وظیفه‌ای که در حال حاضر به صورت داوطلبانه انجام می‌شود و باعث حفظ منافع بلندمدت شرکت‌ها خواهد شد (پور علی، ۱۳۹۳). فرنچ و ساورد در خصوص مسئولیت اجتماعی این گونه عنوان می‌نمایند که وظیفه‌ای است بر عهده مؤسسات خصوصی، به این معنا که تأثیر سوء بر زندگی اجتماعی که در آن کار می‌کنند، نگذراند. میزان این وظیفه عموماً مشتمل بر وظایفی چون: آلوده نکردن، تبعیض قائل نشدن در استخدام، نپرداختن غیراخلاقی و مطلع کردن مصرف کننده از کیفیت محصولات. همچنین وظیفه‌ای است مبتنی بر مشارکت مثبت در زندگی افراد جامعه. مسئولیت اجتماعی، با نحوه‌ی برخورد سازمان با کارکنان، سهامداران، سرمایه‌گذاران و ارباب‌رجوع و اعتباردهندگان و به‌طور کلی ذینفعان، سروکار دارد (مشبکی و همکاران، ۱۳۸۹). سیاست‌ها و فعالیت‌های مربوط به مسئولیت‌های اجتماعی می‌تواند با کاهش ریسک شرکت شرکت‌ها همراه باشد. کاهش ریسک شرکت و یا مصونیت در برابر ریسک می‌تواند به‌وسیله کاهش تضاد و تعارض بین شرکت و جامعه کاهش یابد؛ در نتیجه فعالیت‌های مسئولیت اجتماعی به کاهش این چنین تضادها کمک می‌کنند (مک کارثی و همکاران، ۲۰۱۴). در واقع مسئولیت اجتماعی به شرکت‌ها در جذب مشتریان و نگهداشتن کارمندان واجد صلاحیت کمک می‌نماید؛ که در نهایت می‌تواند منجر به ایجاد دارایی‌های نامشهود ارزشمندی گردد (همچون افزایش وفاداری کارکنان و مشتریان، افزایش توانایی در جذب و نگهداری کارکنان باکیفیت بالاتر). این دارایی‌های نامشهود ثبات شرکت‌ها را از طریق بهبود موقعیت رقابتی و به‌نوبه خود عملکرد مالی‌شان افزایش می‌دهند (لگ نیک هال، ۱۹۸۹). گاس و رابرتز (۲۰۱۱) نیز در پژوهش خود بیان می‌دارند که سرمایه‌گذاری در مسئولیت اجتماعی شرکت نه تنها باعث ایجاد ارزش و افزایش رقابت‌پذیری شرکت خواهد شد بلکه به مدیریت ریسک شرکت‌ها کمک می‌کند. بنابراین اجرای مسئولیت‌های اجتماعی شرکت منجر به بهبود موفقیت شرکت‌ها در بلندمدت می‌شود و در نهایت منجر به رشد اقتصادی و افزایش توان رقابتی شرکت و بهبود عملکرد مالی آن می‌گردد (ساندهو و کاپور، ۲۰۱۰). مطالعات تجربی پیشین که بر سودآوری حسابداری جهت رسیدن به عملکرد مالی تکیه نموده‌اند به شواهد متفاوتی در مورد رابطه بین مسئولیت‌های اجتماعی شرکت و عملکرد مالی دست‌یافته‌اند. برای مثال یافته‌های اورلیتزکی و همکاران (۲۰۰۳) حاکی از همبستگی مثبت قوی بین مسئولیت اجتماعی شرکت و عملکرد مالی آن هست، اگرچه مارگولیس و والش (۲۰۰۳) نشان می‌دهند که از ۱۰۹ مطالعه انجام‌شده

در مورد مسئولیت اجتماعی شرکت، ۴۸ مورد آن به شواهدی در رابطه با وجود رابطه بین مسئولیت اجتماعی و عملکرد مالی دست نیافته‌اند. در حالی که ۵۴ مورد آن یک رابطه مثبت و ۷ مورد آن یک رابطه منفی را به اثبات رسانده‌اند. پرستون و اوبانن (۱۹۹۷) نیز به این نتیجه دست یافتند که شرکت‌های با مسئولیت اجتماعی سیستم مدیریتی کامل‌تری را ایجاد می‌نمایند که می‌تواند عملکرد شرکت را بهبود ببخشد (اتیگ و همکاران، ۲۰۱۴).

۲-۳- مسئولیت اجتماعی شرکت و حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی

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.

۲-۳-۱- عدم تقارن اطلاعاتی

طبق مطالب ذکر شده در بخش‌های پیشین، شرکتی که در دسترسی به منابع خارجی بازار سرمایه با مشکلات بیشتری مواجه باشد، بخش بیشتری از منابع مالی مورد نیاز خود را از منابع داخل شرکت تأمین می‌کند. چنین شرکتی اصطلاحاً «شرکت دچار محدودیت مالی» نامیده می‌شود (فازاری و همکاران، ۱۹۸۸). از دلایل عمده وجود اختلاف بین هزینه تأمین مالی داخلی و خارجی به عدم تقارن اطلاعاتی و مشکلات نمایندگی اشاره گردیده است (اوزکان، ۲۰۰۴). به سبب نقش انکارناپذیری که اطلاعات در بازار سرمایه دارد، گفته می‌شود که گران‌ترین دارایی در بورس، اطلاعات است (حاجیها و مرادیان، ۱۳۹۳). تقارن اطلاعاتی پدیده‌ای منفی است و زمانی به وجود می‌آید که در آن یک طرف از قرارداد یا معامله از اطلاعات بیشتری آگاهی داشته باشد، به شرط اینکه از آن اطلاعات به‌طور مؤثر در هنگام برقراری ارتباط با طرف دیگر استفاده نماید. در واقع عدم تقارن اطلاعاتی دلالت بر این موضوع دارد که شرکت‌کنندگان در بازار دسترسی یکسانی به اطلاعات ندارند، مثلاً افراد درون‌سازمانی دارای اطلاعات جزئی‌تری راجع به تصمیمات استراتژیک بوده و آن را در اختیار سرمایه‌گذاران خارجی قرار نمی‌دهند (کادپاکام و همکاران، ۱۹۹۸). این آگاهی بیشتر موجب ایجاد منافع اقتصادی برای طرف برخوردار از اطلاعات اضافی می‌شود. از طرف دیگر هم باعث تفاوت بین ارزش ذاتی یک سهم، باارزشی که سرمایه‌گذاران برای آن سهم برآورد می‌نمایند می‌گردد و انتخاب‌های نامناسب اقتصادی توسط سرمایه‌گذاران را موجب می‌شود. در مجموع عدم تقارن اطلاعاتی باعث کاهش کارایی بازار و همچنین مانع از مبادله دارایی‌ها با قیمت کارآمد و هزینه کم شده و در نهایت موجب اشکال در تأمین سرمایه و نقدینگی لازم برای بنگاه اقتصادی انتشاردهنده اوراق می‌گردد (دیاموند و ورچیا، ۱۹۹۸). در مجموع همان‌طور که عنوان شد عدم تقارن اطلاعاتی موجب بیشتر شدن شکاف بین هزینه منابع داخلی و خارجی و ایجاد محدودیت مالی و در نهایت حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی خواهد شد. یکی از راه‌های مقابله با پیامدهای منفی ناشی از عدم تقارن اطلاعاتی تطابق منافع مدیران با سهامداران از طریق افزایش اعمال نظارت و همچنین الزام آن‌ها به ارائه اطلاعات باکیفیت

و مطلوب هست (ولی پور و خرم، ۱۳۹۳). از طرفی در پژوهش‌های اخیر همچون کیم و همکاران (۲۰۱۲)، نقش مسئولیت‌های اجتماعی شرکت در کیفیت اطلاعات مورد تأیید قرار گرفته‌اند و این پژوهشگران بیان می‌دارند که شرکت‌های درگیر در فعالیتهای مسئولیت اجتماعی، مدیران را به تولید گزارش‌های مالی باکیفیت بالا و کاهش مدیریت سود وادار می‌نمایند. در نتیجه کیفیت اطلاعات مرتبط با مسئولیت اجتماعی، مشکلات اطلاعات نامتقارن را که ناشی از اطلاعات برتر مدیریت است، کاهش می‌دهد که در نهایت مشکلات انتخاب نامناسب کاهش یافته و منجر به حساسیت کمتر سرمایه‌گذاری به جریان نقدی خواهد شد (اتیگ و همکاران، ۲۰۱۲).

۲-۳-۲- هزینه‌های نمایندگی

رابطه نمایندگی عبارت است از نوعی قرارداد که طبق آن یک یا چند نفر (مالک یا مالکین) شخص دیگری (نمانده یا مدیر) را مأمور به اجرای عملیاتی می‌کنند و در ای راستا اختیار اتخاذ برخی تصمیمات را نیز به وی تفویض می‌نمایند (جانسون و همکاران، ۲۰۱۰). با برقراری رابطه نمایندگی هر یک از طرفین رابطه به دنبال حداکثر کردن منافع شخصی خویش می‌باشند. از آنجاکه تابع مطلوبیت مدیران با مالکان یکسان نیست، بین آن‌ها تضاد منافع وجود دارد. به دلیل وجود تضاد منافع، مدیران لزوماً در پی کسب حداکثر منافع برای مالک نخواهند بود. مشکل نمایندگی عبارت است از ترغیب نماینده به اتخاذ تصمیماتی که موجب حداکثر شدن رفاه مالک (مالکان) گردد. با شکل‌گیری رابطه نمایندگی به واسطه تضاد منافع بین طرفین، هزینه‌های نمایندگی ایجاد می‌گردد و هزینه‌های نمایندگی اثر معکوسی بر ارزش شرکت دارد؛ یعنی اگر بازار انتظار وقوع چنین هزینه‌هایی را داشته باشد، ارزش شرکت کاهش خواهد یافت (ولی پور و خرم، ۱۳۹۳). جنسن و مک لینگ (۱۹۷۶)، این هزینه‌ها به سه صورت مطرح نموده‌اند:

۱- **هزینه‌های نظارت مدیر توسط مالک:** این هزینه‌ها شامل تلاش‌های مالکان در راستای کنترل رفتار

نماینده که از طریق محدودیت در بودجه، طرح‌های پاداش، استفاده از خدمات حسابرس مستقل، هزینه اخراج مدیران و غیره صورت می‌گیرد.

۲- **هزینه‌های التزام:** هزینه‌های مربوط به ساختار سازمانی به‌گونه‌ای که بتوان رفتار نامطلوب مدیران را محدود کرد.

۳- **زیان باقیمانده:** زیان باقیمانده، تفاوت بین عملیات واقعی مدیر و عملیات مورد انتظار وی هست که مربوط به دنبال کردن منافع شخصی است.

یکی از سازوکارهای تخفیف مسئله نمایندگی نظام راهبری شرکت است (مشایخ و اسماعیلی، ۱۳۸۵). هر جوتو و جو (۲۰۱۲) در یافته‌های خود نشان دادند شرکت‌هایی که مکانیسم‌های حاکمیت شرکتی را با فعالیتهای مسئولیت اجتماعی همراه می‌نمایند، تضاد منافع بین مدیران و ذینفعان غیر سرمایه‌گذار را کاهش می‌دهند (جو و هر جوتو، ۲۰۱۱). در واقع نقش نظارتی که به دنبال فعالیتهای مسئولیت اجتماعی شرکت ایجاد می‌شود توسط این پژوهشگران به اثبات رسیده است. در واقع نظام راهبری شرکتی این اطمینان را پدید می‌آورد که شرکت‌ها، سرمایه خود را به‌طور مؤثری به کار گرفته و شرکت‌ها دامنه وسیعی از گروه‌های ذینفع و همچنین کل جامعه را در نظر گرفته‌اند و هیئت‌مدیره در برابر سهامداران و شرکت پاسخگو است. چنین نظامی

به‌نوبه خود این اطمینان را ایجاد می‌کند که شرکت‌ها در راستای منافع جامعه فعالیت می‌نمایند و موجب جلب اطمینان و سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت می‌شوند (مکرمی، ۱۳۸۵). کارول (۱۹۷۹) نیز استدلال می‌نماید که فعالیت‌های مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها روابط بین گروه ذینفعان کلیدی شامل مشتریان، کارکنان، تأمین‌کنندگان و قانون‌گذاران را بهبود می‌بخشد (مک کارثی و همکاران، ۲۰۱۴).

از این‌رو با توجه به کانال هزینه‌های نمایندگی، مسئولیت اجتماعی می‌تواند به‌عنوان مکانیسمی در جهت مهار فرصت‌طلبی مدیران استفاده شود. فعالیت‌های مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها جریان نقدی در دسترسی را که می‌تواند توسط مدیران منفعت‌طلب در پروژه‌های فاقد ارزش خاصی بکار گرفته شوند را کاهش می‌دهد. به‌علاوه شرکت‌ها، با سرمایه‌گذاری در فعالیت‌های مسئولیت اجتماعی، نه‌تنها بر شهرتشان به‌عنوان بازیگران مسئول اجتماعی می‌افزایند و تصویر خود را در نزد ذینفعان بهبود می‌بخشند، بلکه آن‌ها را در معرض فشار عمومی و نظارت بیشتر قرار می‌دهند (اتیگ و همکاران، ۲۰۱۴). نهایتاً این نظارت بیشتر از جانب ذینفعان در نتیجه سرمایه‌گذاری در مسئولیت اجتماعی، هزینه‌های نمایندگی را کاهش و بیش سرمایه‌گذاری را محدود می‌نماید که منجر به کاهش حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی خواهد شد. به‌طور خلاصه، مطالب بالا نشان می‌دهد که فعالیت‌های مسئولیت اجتماعی شرکت می‌تواند حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی را با کاهش هزینه‌های نمایندگی و بهبود کیفیت اطلاعاتی شرکت‌ها کاهش دهد.

پیشینه تجربی پژوهش

مک ویلیما و سیگل (۲۰۰۱) بیان می‌دارند که رابطه مثبتی بین فعالیت‌های مسئولیت اجتماعی شرکت و اندازه شرکت وجود دارد. به‌علاوه شرکت‌های بزرگ‌تر منابع در دسترس بیشتری برای سرمایه‌گذاری در فعالیت‌های مسئولیت اجتماعی شرکت دارند. جو و هر جوتو (۲۰۱۰) درمی‌یابند که بین مالکیت نهادی و سطح فعالیت‌های مسئولیت اجتماعی رابطه مثبتی وجود دارد. چن و همکارانش (۲۰۱۰) نیز به این نتیجه دست یافتند که رابطه مثبتی بین اندازه شرکت و فعالیت‌های مسئولیت اجتماعی وجود دارد. یافته‌های آن‌ها نشان می‌دهد که شرکت‌های بزرگ‌تر توجه بیشتری از ذینفعان مختلف را جذب می‌نمایند و بیشتر متوجه پاسخ به تقاضای فعالیت‌های اجتماعی موردنظر ذینفعان می‌باشند. وای چو و همکاران (۲۰۱۳) در تحقیقی تحت عنوان مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها و عدم تقارن اطلاعاتی نشان دادند که ارتباط معکوس و معنی‌داری بین مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها با عدم تقارن اطلاعاتی وجود دارد. اتیگ و همکاران (۲۰۱۴) به بررسی تأثیر مسئولیت اجتماعی شرکت بر حساسیت جریان نقدی - سرمایه‌گذاری طی دوره زمانی ۱۹۹۲-۲۰۱۰ پرداختند. نتایج تحقیق 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.

در ایران نیز بنی مهد و همکاران (۱۳۸۸) به بررسی ارتباط بین عملکرد زیست‌محیطی و عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج تحقیق نشان می‌دهد شاخص عملکرد

زیست‌محیطی ارتباط معنی‌داری با شاخص عملکرد مالی ندارد. همچنین، نوع صنعت بر ارتباط بین عملکرد زیست‌محیطی و عملکرد مالی شرکت تأثیرگذار است. عرب صالحی و همکارانش (۱۳۹۲) در پژوهشی تحت عنوان رابطه مسئولیت اجتماعی با عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره ۱۳۸۵-۱۳۸۹ تعداد ۵۹ شرکت بورسی را مورد بررسی قرار دادند و به این نتیجه دست یافتند که نرخ بازده دارایی‌ها به‌عنوان معیاری برای عملکرد مالی شرکت با مسئولیت اجتماعی شرکت نسبت به مشتریان و نهادهای موجود در جامعه ارتباط دارد ولی نسبت به کارکنان و محیط‌زیست رابطه معنی‌داری ندارد. فیض‌الهی و همکارانش (۱۳۹۲) در تحقیقات خود با بررسی ارتباط بین جهت‌گیری بازار و مسئولیت اجتماعی و تأثیر آن بر عملکرد مالی به این نتیجه دست یافتند که تأثیر جهت‌گیری بازار بر مسئولیت اجتماعی مثبت و معنی‌دار است. همچنین جهت‌گیری بازار و مسئولیت اجتماعی با عملکرد سازمانی رابطه مثبت و معنی‌داری دارد. احمد پور و فرمان‌بردار (۱۳۹۲) در مطالعه خود به بررسی ارتباط بین سطح افشاء مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها با قدر مطلق خطای پیش‌بینی سود هر سهم پرداختند و با در نظر گرفتن صنایع شیمیایی، فرآورده‌های نفتی و سیمانی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران به‌عنوان نمونه مورد بررسی بین سال‌های ۹۰ و ۹۱، به این نتیجه رسیدند که بین سطح افشاء مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها با قدر مطلق خطای پیش‌بینی سود هر سهم ارتباط معکوس معنی‌داری وجود دارد. همچنین، بین سطح افشاء عملکرد اجتماعی و زیست‌محیطی شرکت با قدر مطلق خطای پیش‌بینی سود هر سهم رابطه معکوس معنی‌داری مشاهده نمودند. برزگر (۱۳۹۲) در پژوهش خود به ارائه مدلی برای افشاء مسئولیت اجتماعی و پایداری شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخت که نتایج پژوهش وی نشان می‌دهد، از ۶۰ شاخص سنجش شده برای مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها، حدود ۴۵ شاخص یعنی ۷۵ درصد آن‌ها در گزارش سالانه‌ی فعالیت هیئت‌مدیره شرکت‌های بورسی افشاء نمی‌شود.

۳- فرضیه‌های پژوهش

با توجه به مطالب و ادبیات ذکرشده، همان‌طور که بیان شد، این پژوهش به دنبال بررسی ارتباط میان فعالیت‌های مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها و حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی هست. بر این اساس، فرضیه‌های این پژوهش به شرح زیر تدوین شده است:

فرضیه اول: جریان‌های نقدی با سطح مخارج سرمایه‌گذاری رابطه مثبت و معنی‌داری دارد.

فرضیه دوم: مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها بر حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی تأثیرگذار است.

۴- روش‌شناسی پژوهش

پژوهش حاضر از لحاظ جهت‌گیری‌های پژوهش، کاربردی هست. در مطالعات کاربردی نتایج حاصل از مطالعه در رفع نیازها و حل مشکلات به کار می‌آید، بنابراین هدف این نوع تحقیقات به‌کارگیری آن‌ها در حل مسائل و مشکلات خاص در جامعه هست. همچنین از لحاظ هدف، از نوع علی هست که درصدد تحلیل روابط بین متغیرها

با استفاده از آزمون‌های آماری هست. در این پژوهش برای گردآوری داده‌ها در بخش مبانی نظری و پیشینه پژوهش، از روش کتابخانه‌ای استفاده شده است. همچنین برای گردآوری داده‌های مورد نیاز برای آزمون فرضیه‌ها از روش اسناد کاوی استفاده شده است. آزمون فرضیه‌ها به کمک تحلیل رگرسیون چند متغیره انجام گرفت، برای بررسی معنی‌داری مدل رگرسیون، از آماره F استفاده شد و برای بررسی معنی‌دار بودن ضریب متغیرهای مستقل، از آماره t بهره برده شده است. ارزیابی استقلال پسماندها نیز با استفاده از آماره دوربین-واتسون انجام گرفت. روش رگرسیونی به کار گرفته شده در پژوهش، روش حداقل مربعات با استفاده از داده‌های ترکیبی است. در روش داده‌های ترکیبی برای انتخاب یکی از دو روش مدل رگرسیونی تلفیقی و مدل رگرسیون اثرهای ثابت (داده‌های پانل)، آزمون F لیمر به کار می‌رود. چنانچه روش داده‌های پانل انتخاب شود، از آزمون هاسمن برای گزینش میان روش‌های اثر ثابت و اثرهای تصادفی استفاده می‌شود. داده‌های مورد نیاز به صورت سالانه از صورت‌های مالی حسابرسی شده شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و بانک‌های اطلاعاتی موجود در این زمینه، از قبیل نرم‌افزار «ره‌آورد نوین» و سایت اینترنتی «مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس اوراق بهادار» و codal.ir جمع‌آوری شده است. همچنین به منظور محاسبه متغیرها و تجزیه و تحلیل مدل آماری داده‌ها از نرم‌افزار Eviews7 استفاده شده است.

جامعه مورد مطالعه در این تحقیق شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران هست که سال مالی آن‌ها به پایان اسفندماه ختم شده و اطلاعات مربوط به آن‌ها در دسترس باشد. جهت تعیین نمونه‌های مورد نظر در این پژوهش، با توجه به تعدد شرکت‌های بورسی، نوع فعالیت آن‌ها، اندازه‌های متفاوت آن‌ها و غیره از روش نمونه‌گیری هدفمند استفاده می‌شود. بدین معنی که شروطی جهت همگن نمودن نمونه آماری، تعریف شده و شرکت‌هایی جز نمونه پژوهش در نظر گرفته می‌شوند که شرایط مذکور را داشته باشند جامعه آماری در این تحقیق کلیه شرکت‌های موجود در بورس اوراق بهادار تهران که در طی سال‌های ۸۶ تا ۹۲ که دارای شرایط زیر باشند، مورد بررسی قرار می‌گیرند:

- ۱) حداقل از ابتدای سال ۸۶ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند.
- ۲) اطلاعات مورد نیاز جهت متغیرهای تحقیق در مورد آن شرکت‌ها، در طول دوره تحقیق در دسترس باشد.
- ۳) معاملات سهام شرکت‌های طی سال‌های مورد مطالعه وقفه معاملاتی سه‌ماهه نداشته باشد.
- ۴) جزو شرکت‌های خدماتی، تأمین مالی و سرمایه‌گذاری نباشد؛ زیرا این شرکت‌ها دارای ساختار سرمایه متفاوتی از سایر شرکت‌های تولیدی هستند.
- ۵) سال مالی شرکت مختوم به ۲۹ اسفندماه باشد و شرکت در دوره مورد مطالعه سال خود را تغییر نداده باشد.
- ۶) شرکت‌هایی که زیان ده نباشند.
- ۷) دارای جریان‌های نقدی عملیاتی منفی نباشند. این محدودیت بر اساس این ایده تئوریک ارائه گردیده که شرکت‌های با جریان‌های نقد عملیاتی منفی، سریعاً به مرحله‌ی حداقل سرمایه‌گذاری رسیده‌اند و

هرگونه کاهش در جریان‌های نقدی آتی، موجب کاهش در سرمایه‌گذاری این‌گونه شرکت‌ها نمی‌گردد. در نتیجه، شرکت‌های با جریان نقد عملیاتی منفی، نسبت به سایر شرکت‌ها، از حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان‌های نقدی پایین‌تری برخوردار خواهند بود. این ایده تئوریک به‌وسیله آلابانیس و موزامدار (۲۰۰۴) ارائه گردیده و به اثبات تجربی نیز رسیده است (کاشانی پور و همکاران، ۱۳۹۰). لذا با توجه به شرایط فوق ۷۲ شرکت به‌عنوان نمونه مطالعاتی این پژوهش در نظر گرفته شدند. تجزیه و تحلیل داده‌های پژوهش با استفاده از رگرسیون‌های چند متغیره و داده‌های ترکیبی انجام شده است.

۵- مدل و متغیرهای پژوهش

در این پژوهش، برای بررسی فرضیه‌های از مدل نشان داده شده در رابطه (۱) و (۲) که همسو با پژوهش اتیگ و همکارانش (۲۰۱۴) می‌باشد، برای فرضیه‌های پژوهش استفاده شده است (اتیگ و همکاران، ۲۰۱۴):

$$\frac{CAPX_{it}}{A_{it-1}} = \beta_0 + \beta_1 Q_{it-1} + \beta_2 \frac{CF_{it}}{A_{it-1}} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$\frac{CAPX_{it}}{A_{it-1}} = \beta_0 + \beta_1 Q_{it-1} + \beta_2 \frac{CF_{it}}{A_{it-1}} + \beta_3 \frac{CF_{it}}{A_{it-1}} * CSR_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

در این روابط متغیرها به‌صورت ذیل تعریف می‌گردند:

CAPX_t: بیانگر مخارج سرمایه‌گذاری است و با استفاده از نسبت مخارج سرمایه‌ای بر خالص دارایی کل اول دوره اندازه‌گیری می‌شود.

CF_t: بیانگر جریان نقدی است و با استفاده از خالص جریان‌های نقدی حاصل از فعالیت‌های عملیاتی بر دارایی‌های کل اول دوره اندازه‌گیری می‌شود.

CSR: بیانگر فعالیت‌های مسئولیت اجتماعی شرکت هست. در این پژوهش برای اندازه‌گیری پراکسی مربوط به مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها، با مطالعه ادبیات پژوهش‌های خارجی و پژوهش‌های صورت گرفته در ایران به‌ویژه پژوهش مرانجوری و علی خانی (۱۳۹۳) که به روش تحلیل محتوا به بررسی ابعاد و زیر مؤلفه‌های قابل افشاء مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها پرداختند (سرویز و همکاران، ۲۰۱۳)؛ (اتیگ و همکاران، ۲۰۱۴)؛ (مک کارتی و همکاران، ۲۰۱)؛ (مرانجوری و همکاران، ۱۳۹۳). و در نهایت از صورت‌های مالی و گزارش‌های سالانه هیئت‌مدیره موجود در بانک‌های اطلاعاتی بورس اوراق بهادار تهران استفاده نموده‌ایم. به این صورت که داده‌های مسئولیت اجتماعی را در هفت بعد شامل مسائل محیطی، محصولات و خدمات، منابع انسانی، مشتریان، مسئولیت‌های جامعه و انرژی جمع‌آوری و در صورت وجود هر مؤلفه عدد یک و در غیر این صورت صفر در نظر گرفته شده است. جهت محاسبه کل متغیر CSR ابتدا کل زیر مؤلفه‌های موجود در یک بعد تقسیم بر تعداد کل مؤلفه‌های قابل افشاء در همان بعد خواهد شد و سپس ارزش کلی افشای مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها از جمع ارزش جزئی ابعاد مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها به دست خواهد آمد.

متغیر کنترلی پژوهش

Q_{t-1}: بیانگر فرصت‌های رشد است و برای کنترل فرصت‌های رشد استفاده می‌شود؛ که برابر با ارزش دفتری کل بدهی‌ها بعلاوه ارزش بازار حقوق صاحبان سهام تقسیم بر ارزش دفتری کل دارایی‌هاست. سرمایه‌گذاری شرکت به‌وسیله انتظارات فرصت‌های سودآوری آینده تعیین می‌شود، بنابراین انتظار می‌رود بین فرصت‌های رشد و میزان سرمایه‌گذاری شرکت رابطه مثبت وجود داشته باشد.

۶- یافته‌های پژوهش

۶-۱- آمار توصیفی

آمار توصیفی متغیرهای پژوهش در جدول (۱) نشان داده شده است. آمار توصیفی داده‌ها شامل شاخص‌های مرکزی، شاخص پراکندگی و همچنین آزمون جارک برا^۱ که توزیع نرمال بودن پسماندها را تأیید می‌کند، محاسبه شده و در جدول (۱) ارائه شده است. همان‌طور که در این جدول ملاحظه می‌شود میانگین و انحراف معیار متغیر مسئولیت اجتماعی شرکت به ترتیب ۰/۳۵ و ۰/۲۹ است؛ که این نشان دهنده که در بیشتر شرکت‌های مورد مطالعه، سطح افشاء مسئولیت اجتماعی حول این نقطه (۰/۳۵) تمرکز یافته است و شرکت‌های مورد بررسی تمایل چندانی به فعالیت‌های مسئولیت اجتماعی نشان نمی‌دهند. همچنین میانگین مربوط به مخارج سرمایه‌ای به دارایی ابتدای دوره عدد ۰/۰۸ را نشان می‌دهد که به معنای انجام سرمایه‌گذاری مستمر توسط کل شرکت‌های نمونه است. میانگین نسبت جریان نقدی حاصل از عملیات به دارایی‌های ابتدای دوره ۰/۱۴ هست. میانگین و میانه متغیر Q توبین به ترتیب مقدار ۱/۳۶ و ۱/۲۳ هست که بیانگر این است که فرصت‌های رشد بسیاری از شرکت‌های موجود در نمونه است و این که شرکت‌های مورد بررسی به‌طور متوسط ۱۳۶٪ رشد داشته‌اند.

در نهایت با توجه به تعداد نمونه و استناد به قضیه حد مرکزی، عدم نرمال بودن توجیه می‌گردد. نکته شایان‌ذکر این است که بر اساس قضیه حد مرکزی، ضرایب داده‌های با تعداد مشاهدات بالا نرمال محسوب می‌شوند، هرچند توزیع اجزاء نرمال نباشد (دگری و جانگ، ۲۰۰۶).

جدول (۱) آمار توصیفی متغیرها

متغیر	میانگین	میانه	کمینه	بیشینه	انحراف معیار
CAPX	۰/۰۸	۰/۰۴۵	۰/۰۰۰۴	۰/۶۲	۰/۰۹۱
CF	۰/۱۴۷	۰/۱۲۸	-۰/۱۷	۲/۱۹	۰/۱۷
CSR	۰/۳۳	۰/۳۰	۰/۱۱	۰/۵۷	۰/۰۹۶
CF*CSR	۰/۰۴۶	۰/۰۳۶	-۰/۰۶۲	۰/۹۴	۰/۰۶۸
Q	۱/۳۶	۱/۲۳	۰/۰۱۹	۱۰/۰۳	۰/۷۳

(منبع: یافته‌های پژوهشگر)

۶-۲- نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش

قبل از آزمون فرضیه‌ها برای اطمینان از تفسیر روابط رگرسیونی، فرض‌های زیر بنایی رگرسیون به‌کاررفته در این پژوهش بررسی شد. بدین منظور ابتدا پایایی برخی از متغیرهای پژوهش با اجرای دو آزمون فیلیپس پرون و هادری به تأیید رسید.

سپس به انتخاب الگوی مناسب برای مدل‌های رگرسیونی پرداخته شده است. ابتدا با استفاده از آزمون F لیمر به انتخاب مدل داده‌های تلفیقی در برابر مدل داده‌های ترکیبی پرداخته شده است. مقدار احتمال آماره F لیمر کم‌تر از سطح معنی‌داری ۰/۰۵ بوده و لذا، برای آزمون فرضیه اول و دوم استفاده از روش داده‌های تلفیقی منتفی است. به دلیل عدم انتخاب مدل داده‌های تلفیقی در برابر داده‌های ترکیبی به انجام آزمون هاسمن به‌منظور انتخاب الگوی اثرات ثابت در برابر الگوی اثرات تصادفی پرداخته شده است. مقدار آماره هاسمن کمتر از سطح معنی‌داری ۰/۰۵ هست، لذا، دلیل کافی برای رد الگوی اثرات ثابت نداریم و برای آزمون هر سه فرضیه از الگوی اثرات ثابت استفاده می‌کنیم. همچنین در این نمونه آزمون ناهمسانی واریانس برای رابطه موردنظر به کمک آزمون وایت انجام شده است. مقدار احتمال آماره F در آزمون وایت برای هر سه مدل بیشتر از ۰/۰۵ است، بنابراین، فرض صفر مبنی بر همسانی واریانس پذیرفته می‌شود؛ و بین داده‌ها ناهمسانی واریانس وجود ندارد. در جدول ۲ و ۳ مدل رگرسیونی ترکیبی اثرات ثابت فرضیه‌های پژوهش طی دوره مورد مطالعه ارائه شده است.

آزمون فرضیه اول

در فرضیه اول ابتدا به بررسی رابطه بین میزان مخارج سرمایه‌گذاری و جریان نقد عملیاتی مورد مطالعه پرداخته شده است. با توجه به جدول شماره ۲ سطح معنی‌داری برای مدل کمتر از ۰/۰۵ بوده و لذا مدل برآورد شده معنی‌دار هست. مقدار دوربین واتسون محاسبه شده، برای رگرسیون مورد بررسی مدل اول بین مقادیر ۱/۵ تا ۲/۵ قرار دارد؛ (۱/۵۵)، بنابراین بین باقیمانده‌ها مشکل خودهمبستگی وجود ندارد. از این رو، پس از اطمینان از صحت فروض رگرسیون و معنادار بودن مدل‌ها به بررسی فرضیه اول پرداخته شد.

نتایج حاصله در جدول (۲) نشان می‌دهد که رابطه مثبت و معنی‌داری (۰/۰۰۰۰) با ضریب (۰/۲۰) بین مخارج سرمایه‌گذاری و جریان نقد عملیاتی وجود دارد. زمانی که شرکت‌ها با محدودیت مالی روبرو باشند برای تأمین مالی برای سرمایه‌گذار از منابع داخلی به جای منابع خارجی استفاده می‌کنند؛ و رابطه مثبت بین سرمایه‌گذاری و جریان نقدی عملیاتی بیانگر آن است که احتمالاً شرکت‌های ایرانی با محدودیت مالی روبرو هستند. میزان ضریب تعیین تعدیل شده برابر است با ۰/۱۸، یعنی حدود ۱۸ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل و متغیر کنترلی بیان می‌شود. نتایج ضرایب مربوط به متغیر کنترل، کیوتوبین نیز در مدل نشان می‌دهد که رابطه مثبت و معنی‌داری بین فرصت‌های رشد و سرمایه‌گذاری در دارایی‌ها وجود دارد.

جدول (۲) الگوی رگرسیون برازش شده برای فرضیه اول

$CAPX = \beta_0 + \beta_1 CF + \beta_2 Q + \varepsilon_{it}$				*
اعتبار آزمون	آماره t	ضریب انحراف استاندارد	ضریب	متغیر
۰/۰۰۱۶	۳/۱۷	۰/۰۱۱	۰/۰۳۵	C
۰/۰۰۰۰	۸/۰۰	۰/۰۲۵	۰/۲۰	CF
۰/۰۰۴۲	۱/۷۱	۰/۰۰۶	۰/۰۱۰	Q
			۰/۱۹	R ² ضریب تعیین
		۰/۱۸		تعدیل شده R ²
		۳۶/۴۷ (۰/۰۰۰۰)		آماره F (احتمال آماره F)
		۱/۵۵		آماره دوربین واتسون

(منبع: یافته‌های پژوهشگر)

آزمون فرضیه دوم

در فرضیه دوم به بررسی رابطه بین مسئولیت اجتماعی شرکت و حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی در شرکت‌های مورد مطالعه پرداخته شده است. با توجه به جدول شماره (۳) سطح معنی‌داری برای هر دو مدل کمتر از ۰/۰۵ بوده و لذا مدل‌های برآورد شده معنی‌دار می‌باشند. مقدار دوربین واتسون محاسبه شده، برای رگرسیون مورد بررسی مدل دوم (۱/۶۱) بین مقادیر ۱/۵ تا ۲/۵ قرار دارد؛ بنابراین بین باقیمانده‌ها مشکل خودهمبستگی وجود ندارد. از این رو، پس از اطمینان از صحت فروض رگرسیون و معنادار بودن مدل‌ها به بررسی فرضیه دوم پرداخته شد.

جدول (۳) الگوی رگرسیون برازش شده برای فرضیه دوم

$CAPX = \beta_0 + \beta_1 CF + \beta_2 CF * CSR + \beta_3 Q + \varepsilon_{it}$				*
اعتبار آزمون	آماره t	ضریب انحراف استاندارد	ضریب	متغیر
۰/۰۰۲۵	۱۰/۲۲	۰/۳۵	۰/۱۰	C
۰/۰۰۰۰	۶/۲۳	۰/۰۷۴	۰/۴۶	CF
۰/۰۰۰۰	-۳/۴۸	۰/۱۹۲	-۰/۶۷	CF*CSR
۰/۰۰۴۲	۲/۰۳	۰/۰۰۶	۰/۰۱۲	Q
			۰/۲۳	R ² ضریب تعیین
			۰/۲۲	تعدیل شده R ²
		۳۱/۳ (۰/۰۰۰۰)		آماره F (احتمال آماره F)
		۱/۶۱		آماره دوربین واتسون

(منبع: یافته‌های پژوهشگر)

نتایج حاصله در جدول (۳) نشان می‌دهد که حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی تأثیر منفی با ضریب (۰/۶۷) بر روی حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی دارد. از این رو با افزایش فعالیت‌های مسئولیت اجتماعی حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی برای نمونه‌های مورد بررسی کاهش یافته است. نتایج معنی‌داری و ضریب مربوط به متغیر کنترل کیوتوبین نیز در فرضیه دوم تقریباً همانند فرضیه اول هست. ضریب تعیین تعدیل‌شده فرضیه دوم و سوم برابر ۰/۲۲ است، یعنی حدود ۲۲ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل و متغیرهای کنترلی بیان می‌شود.

۷- نتیجه‌گیری و بحث

به‌طور کلی هدف از این پژوهش بررسی تأثیر حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی بر روی حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی است. در ابتدا به بررسی فرضیه اول یعنی بررسی رابطه بین مخارج سرمایه‌گذاری و جریان‌های نقدی پرداختیم. همان‌طور که انتظار می‌رفت رابطه مثبت و معنی‌داری بین این دو متغیر مشاهده شد که مطابق با یافته‌های اتیگ و همکارانش (۲۰۱۱ و ۲۰۱۴)، گواریگلیا (۲۰۰۸) و پور حیدری و همکارانش (۱۳۹۳) هست. زمانی که شرکت‌ها با محدودیت مالی روبرو باشند برای تأمین مالی برای سرمایه‌گذار از منابع داخلی به‌جای منابع خارجی استفاده می‌کنند و این رابطه مثبت بین سرمایه‌گذاری و جریان نقدی عملیاتی بیانگر آن است که احتمالاً شرکت‌های ایرانی با محدودیت مالی روبرو هستند. به‌زعم گواریگلیا (۲۰۰۸) رابطه مثبت بین سرمایه‌گذاری و جریان نقدی ناشی از مسئله رکود اقتصادی است. آن‌ها بیان کردند که در مرحله توسعه اقتصادی، انتظار می‌رود که بین جریان نقدی و سرمایه‌گذاری رابطه‌ای وجود نداشته باشد. در مورد متغیر کنترلی کیوتوبین، در واقع سرمایه‌گذاری شرکت به‌وسیله انتظارات فرصت‌های سودآوری آینده تعیین می‌شود، بنابراین همان‌طور که انتظار می‌رفت بین فرصت‌های رشد و میزان سرمایه‌گذاری شرکت رابطه مثبت مشاهده شد که با یافته‌های اتیگ و همکارانش (۲۰۱۴ و ۲۰۱۲) و پور حیدری و قاسمی اقباش (۱۳۹۳) مطابقت دارد. از طرفی عملکرد شرکت متغیر کلیدی در ارزیابی شرکت‌ها هست که در این راستا کانال‌هایی ممکن است این متغیر کلیدی را تحت تأثیر بگذارند؛ و مسئولیت اجتماعی یکی از این کانال‌هاست. نتایج این پژوهش حاکی از آن است که بین مسئولیت اجتماعی و حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی رابطه منفی و معنی‌داری وجود دارد. بر طبق یافته‌های این پژوهش حمایت از فعالیت‌های مسئولیت اجتماعی توسط شرکت‌های مورد بررسی، 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، حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی نیز کاهش می‌یابد. بعلاوه در شرایط برابر شرکت‌های با حساسیت سرمایه‌گذاری پایین با محدودیت مالی کمتری مواجه می‌باشند بنابراین در شرایط مساوی، تمایل بیشتری به درگیر شدن در فعالیت‌های مسئولیت اجتماعی نشان می‌دهند. به‌طور کلی این یافته‌ها، نشان می‌دهند که نه تنها شهرت شرکت به فعالیت‌های مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها گره خورده بلکه مزیت رقابتی آن‌ها نیز در گروه اقدامات مسئولیت اجتماعی است (اتیگ و همکاران، ۲۰۱۴)؛ که منجر به بهبود در دسترسی به سرمایه یا منابع مالی است. در مجموع تأثیر مسئولیت

اجتماعی بر روی نواقص و کاستی‌های بازار کانالی است که از آن طریق مسئولیت اجتماعی می‌تواند منجر به ایجاد ارزش شود.

با توجه به مطالب ذکر شده از آنجا که افزایش در حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی می‌تواند منجر به ناکارایی سرمایه‌گذاری شود، به شرکت‌ها پیشنهاد می‌شود که به درگیری در فعالیت‌های مسئولیت اجتماعی در جهت بهبود عملکرد و ایجاد ارزش برای شرکت که از طریق افزایش اعمال نظارتی و کاهش هزینه‌های نمایندگی و کاهش عدم تقارن اطلاعاتی حاصل می‌شود و در مجموع به کاهش حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی منجر خواهد شد، اهتمام بیشتری بورزند.

در رابطه با میانگین مشاهده شده از متغیر مستقل مسئولیت اجتماعی که عدد ۰/۳۵ را نشان می‌داد و نشان دهنده تمایل اندک شرکت‌های مورد مطالعه به فعالیت در اقدامات مسئولیت اجتماعی و همچنین ضعیف عمل نمودن این شرکت‌ها در افشاسازی این فعالیت می‌باشد، در این راستا به شرکت‌ها پیشنهاد می‌شود که چون در عصر حاضر توجه به این اقدامات در 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 در برنامه ریزی‌ها و استراتژی‌های کوتاه مدت و بلند مدت خود این جنبه از فعالیت‌ها را مد نظر قرار دهند و با فراهم سازی شفافیت اطلاعاتی و جلب حمایت ذینفعان داخلی و خارجی خود به ارزش بیشتری دست یابند.

از دیگر سو فعالیت‌های مسئولیت اجتماعی دارای ابعاد و مؤلفه‌های مختلفی هست و طبق یافته‌های متینگلی و برمن (۲۰۰۶) که مسئولیت اجتماعی شرکت را به دو بعد مسئولیت اجتماعی فنی که مورد هدف ذینفعان اولیه (مشتریان، کارکنان، کیفیت محصولات کیفیت حاکمیت شرکتی و غیره) است و مسئولیت اجتماعی نهادی (جامعه، تنوع نیروی کار، مسائل زیست‌محیطی و غیره) مورد هدف ذینفعان ثانویه است، تقسیم نموده‌اند. ممکن است تأثیر هر یک از این دو بعد بر روی حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی به گونه‌ای متفاوت باشد و شرکت‌ها باید با توجه به شدت تأثیری که این ابعاد می‌توانند داشته باشند در جهت بهبود مسئولیت اجتماعی و تأکید بر ابعاد خاصی اقدامات مناسبی انجام دهند. همچنین تأثیر هر یک از زیر مؤلفه‌های مسئولیت اجتماعی (زیست‌محیطی، جامعه، کارکنان، کیفیت محصولات، حاکمیت شرکتی و غیره) نیز طبق یافته‌های اتینگ و همکارانش (۲۰۱۴) می‌تواند مورد توجه قرار گیرد. محدودیت‌های این تحقیق عبارتند از: عدم تفکیک ابعاد مسئولیت اجتماعی و عدم تفکیک صنایع مورد بررسی. از این رو در آخر پیشنهادهایی به پژوهشگران برای پژوهش‌های آتی به شرح ذیل ارائه می‌شود:

- بررسی تأثیر هر یک از ابعاد فنی و نهادی مسئولیت اجتماعی بر روی حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران؛
- بررسی تأثیر هر یک از زیر مؤلفه‌های مسئولیت اجتماعی شرکت بر روی حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران؛
- بررسی تأثیر مسئولیت اجتماعی شرکت بر روی حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی به تفکیک صنعت در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران.

فهرست منابع

- * آقا محمد سمسار، محمد رضا. (۱۳۹۱). "تأثیر مالکیت نهادی بر نسبت های مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". پایان نامه کارشناسی ارشد مدیریت مالی، دانشگاه علامه طباطبایی، دانشکده مدیریت و حسابداری، صص ۲۳.
- * احمد پور، احمد و فرمان بردار، مریم. (۱۳۹۲). "بررسی رابطه بین مسئولیت اجتماعی شرکت و خطای پیش بینی سود هر سهم". فصلنامه بورس اوراق بهادار، ۶(۲۴): ۶۳-۷۸.
- * بنی مهد، بهمن؛ طالب نیا، قدرت اله و ازوجی، حسین. (۱۳۸۸). "بررسی رابطه بین عملکرد زیست محیطی و عملکرد مالی"، پژوهشنامه حسابداری مالی و حسابرسی، ۱(۳)، ۱۷۴-۱۴۹.
- * برزگر، قدرت اله. (۱۳۹۲). "مدلی برای افشای مسئولیت اجتماعی و پایداری شرکت ها و وضعیت موجود در آن در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، رساله دکتری، دانشگاه علامه طباطبایی.
- * پور علی، محمدرضا؛ حجامی، محدثه. (۱۳۹۳). "بررسی رابطه بین افشای مسئولیت اجتماعی و مالیکت نهادی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". فصلنامه دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت، ۳(۱۰): ۱۵۰-۱۳۵.
- * حاجیها، زهره و مرادیان، بهاره. ۱۳۹۳. (بررسی تأثیر عدم تقارن اطلاعات و ارزش شرکت بر سرمایه گذاری در بورس اوراق بهادار تهران). دانش سرمایه گذاری، ۳(۱۲)، ۹۷-۱۱۶.
- * عرب صالحی، مهدی؛ صادقی؛ غزل و معین الدین، محمود. (۱۳۹۲). "رابطه ی مسئولیت اجتماعی با عملکرد مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، پژوهش های تجربی حسابداری، ۳(۹)، ۲۰-۱.
- * فیض اللهی، صادق، فاطمی، عادل و شیرمحمدی، علیرضا. (۱۳۹۲)، "بررسی ارتباط بین جهت گیری بازار و مسئولیت اجتماعی و تأثیر آن ها بر عملکرد سازمان". مدیریت بهره وری، ۷(۲۷): ۹۸-۸۱.
- * کاشانی پور، محمد، احمد پور، احمد؛ باقر پور، سید محمد؛ (۱۳۸۹). "بررسی رابطه بین سهامداران نهادی کوتاه مدت و بلندمدت و مدیریت سود فزاینده شرکت ها". دانش حسابداری، ۱(۱): ۷-۲۹.
- * مرانجوری، مهدی؛ علی خانی، رضیه. (۱۳۹۳). "افشای مسئولیت های اجتماعی و راهبری شرکتی: . بررسی های حسابداری و حسابرسی، ۲۱(۳): ۳۴۸-۳۲۹.
- * مشایخ، شهناز و اسماعیلی، مریم، (۱۳۸۵). بررسی رابطه بین کیفیت سود و برخی از جنبه های اصول راهبری در شرکت های پذیرفته شده در بورس تهران، بررسی های حسابداری و حسابرسی، ۵: ۲۵-۴۴.
- * مشبکی، اصغر و خلیلی شجاعی، وهاب. (۱۳۸۹). بررسی رابطه فرهنگی سازمانی و مسئولیت اجتماعی سازمان ها. جامعه شناسی کاربردی، ۲۱(۴)، ۳۷-۵۶.
- * مکرمی، یداله. (۱۳۸۵). اصول نظام راهبری بنگاه، مجله حسابرس، ۳۲: ۴۰.
- * ولی پور، هاشم و خرم، علی، (۱۳۹۰). اثربخشی ساز و کارهای نظام راهبری شرکت به منظور کاهش هزینه های نمایندگی، حسابداری مدیریت، ۴(۸): ۶۱-۷۵.

- * Attig, N., Cleary, S., Ei Ghoul, S., Guedhami, O. (2012). "Institutional investment horizon and investment-cash flow sensitivity". *Journal of Banking & Finance*, 36(4). 1164-1180.
- * Attig, N., Cleary, S., Ghoul, S. (2014). "Corporate Legitimacy and Investment-Cash Flow Sensitivity". *J Bus Ethics*. DOI 10.1007/s10551-013-1693-3.
- * Cheng, E. C. M., Courtenay, S. M., & Krishnamurti, C. (2006) The Impact of Increased Voluntary Disclosure on Market Information Asymmetry, Informed and Uninformed Trading; *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 2(1): 33-72.
- * Degrey, H.; Jong, A. D. (2006), "Investment and Internal Finance: Asymmetric Information or Managerial Discretion?", *International Journal of Industrial Organization*, vol. 24 No. 1. p. 125-147.
- * Diamond, D. W., & Verrecchia, R. (1991) Disclosure Liquidity and the Cost of Capital; *Journal of Finance* 46(4): 1325-59.
- * Fazzari, S.M., Hubbard, R.G., Petersen, B.C. (1988). "Financing constraints and corporate investment". *Brookings Papers on Economic Activity* 2, 141-195.
- * Harjoto, M. A., & Jo, H. (2011). "Corporate governance and CSR nexus". *Journal of Business Ethics*, 100, 45-67.
- * Kadapakam, P.R., Kumar, P.C., & Riddick, L.A. (1998). The Impact of Cash Flows and Firm Size on Investment: The International Evidence. *Journal of Banking & Finance*, 22(3), 293-320.
- * Legnick-Hall, C. A. (1996). "Customer contributions to quality: A different view of the customer-oriented firm". *Academy of Management Review*, 21, 791-824.
- * McCarthy, S., Oliver, B. & Song, S. (2014). "CEO overconfidence and corporate social responsibility". Working paper: UQ Business school.
- * McWilliams, A., Siegel, D., (2001). "Corporate Social Responsibility: A Theory of the Firm Perspective". *The Academy of Management Review* 26, 117-127.
- * Ozkan, A., Ozkan, N. (2004). Corporate Cash Holding, An Empirical Investigating of UK Companies. *Journal of Banking & Finance* 28(9), 2103-1134.
- * Samy, Martin; Odemilin, Godwin; Bampton, Roberta. (2010). "Corporate social responsibility: a strategy for sustainable business success. An analysis of 20 selected British companies", *Journal of Corporate Governance*, 10 (2), 203-217.
- * Sandhu, H S; Kapoor, Shveta. (2010). "Corporate social responsibility initiatives: An analysis of voluntary corporate disclosure". *South Asian Journal of Management*, 17 (2), 47-80.
- * Servaes, H. & Tamayo, A. (2013). "The impact of corporate social responsibility on firm value: the role of customer awareness". *Management Science*, 59(5): 1045-1061.
- * Verdi, R.S. (2006). "Financial Reporting Quality and Investment Efficiency", M.I.T. Working paper.
- * Y Cho, Seong. Lee, Cheol., and J. Pfeiffer Jr, Ray. (2013). "Social Responsibility and information asymmetry", *Journal of Accounting Public Policy*, (32), 71-83.

یادداشت‌ها

¹ Jarque- Bera