

تاثیر مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی و مطالعه ارتباط بین هزینه نمایندگی و جنسیت هیئت مدیره تضعیف اثر مدیریت سود بر کیفیت سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

فرشاد گنجی دانشجوی دکتری حسابداری دانشگاه آریل استانبول

حسین کریم‌آبادی کارشناسی ارشد حسابداری دانشگاه آزاد علی‌آبادکتول

چکیده- هدف تحقیق حاضر، بررسی رابطه بین تنوع جنسیتی هیئت مدیره تاثیر مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی و مطالعه ارتباط بین هزینه نمایندگی و جنسیت هیئت مدیره تضعیف اثر مدیریت سود بر کیفیت سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. انجام تحقیق، پژوهش حاضر از نظر طبقه‌بندی بر مبنای هدف نوعی پژوهش کاربردی، از نظر ارتباط بین متغیرها همبستگی، از نظر نوع داده کمی، از نظر نحوه اجرا توصیفی - پیمایشی، از نظر منطق اجرا استقرایی و از نظر زمان گذشته‌نگر می‌باشد. اطلاعات مورد نیاز از طریق صورت‌های مالی حسابداری شده ۱۱۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۰-۱۳۹۶ جمع‌آوری گردید. نتایج تحقیق با استفاده از رگرسیون خطی حاکی از آن است که تاثیر تفاوت‌های جنسیتی هیئت مدیره مالکان نهادی بر تضعیف اثر مدیریت سود بر کیفیت سود تاثیر معناداری دارد، اندازه هیئت مدیره بر تضعیف اثر مدیریت سود بر کیفیت سود تاثیر معناداری ندارد. در این پژوهش پس از وارد نمودن داده‌های اطلاعاتی در کاربرگ‌های نرم‌افزار با استفاده از نرم‌افزار Excel با توجه به تعاریف صورت گرفته شاخص‌های این مقادیر محاسبه و سپس با استفاده از نرم‌افزار EViews داده‌های جمع‌آوری شده مورد آزمون قرار گرفتند. جهت آزمون فرضیه‌ها از رگرسیون خطی چندمتغیره استفاده شده است. یافته‌های پژوهش نشان داد؛ رابطه مثبت و معنی‌دار بین هزینه نمایندگی و شکاف عرضه و تقاضا وجود دارد.

واژه‌های کلیدی: تاثیر مکانیزم، حاکمیت شرکتی، ارتباط بین هزینه نمایندگی، جنسیت هیئت مدیره و کیفیت

سود

مقدمه

بیشتر سرمایه‌گذاران (با افق سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت) سهام بسیار نقدشونده را بر سهام کم نقد شونده ترجیح می‌دهند. منظور از نقدشوندگی صرفاً سهولت در خرید و فروش دارایی مورد نظر است. برخی از عوامل مربوط

به نقدشوندگی سهام شامل تعداد سهام معامله شده در هر روز، تعداد شرکت‌های معامله شده در هر روز، ارزش سهام معامله شده روزانه، تعداد روزهای معاملاتی، درصد حجم کل معامله به کل ارزش بازار، تعداد خریداران و دفعات خرید است. نقدشوندگی شرکت در ادبیات مالی به دو مفهوم است؛ نقدشوندگی دارایی‌های واقعی آن و نقدشوندگی سهام آن. یک دارایی، هنگامی نقد محسوب می‌شود که بتواند با سرعت کم به وجه نقد تبدیل شود. این تعریف هم شامل دارایی‌های واقعی و هم شامل دارایی‌های مالی می‌شود. مفهوم اول نقدشوندگی، نقدشوندگی دارایی‌های واقعی شرکت است که طبق آن، یک شرکت نقدشونده محسوب می‌شود که اگر نسبت بالایی از دارایی‌های نقدی همچون وجوه نقد در ترازنامه خود داشته باشد. مفهوم دوم، نقدشوندگی سهام شرکت مورد معامله است. طبق این مفهوم یک شرکت در صورتی نقدشونده محسوب می‌شود که سهام آن از نقدشوندگی بالایی برخوردار باشد. نقدشوندگی دارایی‌های شرکت از طریق دارایی‌های واقعی آن در بازار تعیین می‌شود، در حالی که نقدشوندگی سهام آن، در بازارهای مالی تعیین پذیر است (مهرانی، رسائیان، ۱۳۸۸).

نقدشوندگی سهام در بازارهای مالی را می‌توان قابلیت جذب روان سفارش‌های خرید و فروش تعریف کرد. توانایی معامله سریع حجم بالایی از اوراق بهادار با هزینه پایین و تأثیر قیمتی کم را نیز می‌توان به‌عنوان تعریف نقدشوندگی در بازارهای مالی در نظر گرفت. تأثیر قیمتی کم به این معنی است که قیمت دارایی در فاصله میان سفارش تا خرید، تغییر چندانی نداشته باشد (اسلامی بیدگلی، سارنج، ۱۳۸۷). با این تعریف نقدشوندگی در کنار بازدهی و ریسک از مهمترین عوامل تعیین کننده قیمت سهام یک شرکت (یا هر ابزار مالی دیگر) می‌باشد.

شوشن زو (۲۰۰۳) در مطالعات خود توانسته است بین این دو مفهوم رابطه‌ای را شناسایی کند. به نظر او رابطه تئوریک بین این دو نوع نقدشوندگی در نگاه اول مشخص نمی‌شود. او در مدل پیشنهادی خود عدم تقارن اطلاعاتی را رابط بین این دو مفهوم معرفی می‌کند. به این صورت که نقدشوندگی پایین دارایی‌های شرکت منجر به کم شدن قابلیت تبدیل آن‌ها به دارایی‌های دیگر توسط مدیر می‌شود. انعطاف ناپذیری دارایی‌ها به عدم تقارن اطلاعاتی منتهی شده، که این امر منجر به نقدشوندگی بالای سهم می‌گردد. برای مدیران شرکت‌هایی که دارایی‌های نقدشونده کمتری دارند، مشکل است که این دارایی‌ها را به دارایی‌های دیگر تبدیل کنند، یعنی مسئله جایگزینی دارایی‌ها کمتر شده و سرمایه‌گذاری با مشکل مواجه می‌شود. بنابراین اگر این مدیران در پی تبدیل کردن آن دسته از دارایی‌های شرکت که قابلیت تبدیل به نقدشوندگی کمتری دارند، به دارایی‌هایی با قابلیت تبدیل به نقدشوندگی بالا نباشند، این دارایی‌ها باعث می‌شوند که هزینه‌های نمایندگی برای سرمایه‌گذاران کمتر شود. هزینه‌های نمایندگی کمتر برای سهامداران به معنی بیشتر بودن نسبت سود تقسیمی و یا سود سرمایه‌ای می‌باشد. به بیان دیگر سهامداران باید سهم را در بازار خریداری کنند و برای شناسایی سود سرمایه‌ای باید سهم را در بازار

به فروش برسانند. یعنی هزینه‌های نمایندگی کمتر باید از طریق معامله شناسایی شود و سود به سهامداران منتقل گردد. نقدشوندگی بالای سهم به سهامداران در کسب سود بیشتر در نتیجه پایین بودن هزینه‌های نمایندگی کمک می‌کند. همچنین مسئله جایگزینی کمتر و به طبع آن سرمایه‌گذاری کمتر همراه به هزینه‌های نمایندگی پایین می‌تواند به معنی عدم تقارن اطلاعاتی کمتر بین مدیران و افراد درونی شرکت و سرمایه‌گذاران بیرونی باشد (اکس‌شین، ۲۰۰۳).

برای نقدشوندگی دارایی‌ها و نقدشوندگی سهام معیارهای زیادی وجود دارند که با توجه به ماهیت دارایی‌ها و نوع بازارها به گروه‌های مختلفی تقسیم می‌شوند. رابطه این معیارها و جهت این روابط نیز بسیار قابل توجه می‌باشد. در این تحقیق معیارهای هریک از انواع نقدشوندگی معرفی می‌شوند و رابطه بین آنها نیز مورد بررسی قرار می‌گیرد. در واقع مسئله اصلی تحقیق این است که "آیا در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، رابطه‌ای بین نقدشوندگی دارایی‌ها و نقدشوندگی سهم وجود دارد؟"

پیشینه تحقیق

نقدشوندگی سهام هریک از شرکت‌ها و مجموعه بازار سرمایه از ابعاد مختلف اهمیت دارد که از جمله آنها می‌توان به اهمیت نقدشوندگی در رشد و توسعه بازار و به‌عنوان شاخص اصلی توسعه‌یافتگی بازار، تأثیر بر هزینه سرمایه، عامل بهبود عملکرد شرکت‌ها و کل اقتصاد، ضامن موفقیت عرضه‌های عمومی سهام جدید، عامل مورد توجه در مدیریت سبد به همراه ریسک و بازده، تأثیر بر کارآمدی ابزارهای پوشش ریسک، نقش محوری نقدشوندگی بازار در شکل‌گیری قیمت‌ها، و کاهش هزینه و ریسک پذیرهنویس‌ها و بازارسازها و ثبات سیستم‌های مالی اشاره کرد (فانگ و همکاران، ۲۰۰۹). مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها به‌عنوان مسئولیت‌پذیری و ایفای تعهد شرکت‌ها در قبال گروه‌های مختلف ذی‌نفع 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 به‌صورت 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 به‌طور 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 حسن‌زاده و تقی‌زاده 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 (عرب‌صالحی 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 به‌عنوان 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 دربر 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 داده‌اند 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 به‌عنوان 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 منعکس‌کننده 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 به‌عنوان یک ابزار صرف برای کسب سود تلقی می‌کنند. این گروه تئوری‌هایی هستند که مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها را به‌عنوان 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 تاکید 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 به‌طور خاص در ارتباط با جامعه و مسئولیت-پذیری در صحنه سیاسی مرتبط با این قدرت تاکید 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 به‌عنوان 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 تاکید دارد.

به‌طور کلی تئوری‌های مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها براساس این طبقه‌بندی 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 سرمایه‌گذاری مطلوب را در پی داشته باشد. بنابراین، احتمال می‌رود که مدیران رفتار سرمایه‌گذاری متفاوتی با وجود هزینه‌های نمایندگی داشته باشند (برادران حسن‌زاده و تقی‌زاده خانقاه، ۱۳۹۵). با شکل‌گیری رابطه نمایندگی و به‌وجود 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). آشبوگ 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 به‌طور 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 مناسب‌تری 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 به‌شمار 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 وجه موردنیاز 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 مسئولیت 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 مسئولیت اجتماعی شرکتی با حساسیت سرمایه‌گذاری به وجه داخلی ضعیف است. (۲) هزینه‌های نمایندگی جریان وجه نقد، اثر منفی مسئولیت اجتماعی شرکتی بر حساسیت سرمایه‌گذاری به وجه

نقد را تعدیل می‌کند. بنابراین، این مطالعه به‌طور تجربی پیشنهاد می‌کند که شرکت‌ها با مسئولیت اجتماعی، دارای موقعیت بهتری برای تامین 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. مائوریو 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. اتینگ 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.

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 موردنظر 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 موردنیاز پژوهش و هم‌چنین 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)

$I =$ 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 براساس پژوهش حسینی و امجدیان (۱۳۹۶) برای رتبه‌بندی شرکت‌های نمونه، گزارش‌های هیات مدیره مورد بررسی قرار می‌گیرد و در قالب ۲۴ قلم و ۶ گروه زیر که نشان‌دهنده مسئولیت‌پذیری اجتماعی در شرکت‌هاست تجزیه و تحلیل می‌شود.

۱. سیاست و جامعه

۱. محیط حقوقی (حمایت از مصرف‌کننده یا محیط زیست).

۲. ارتباط با سهامداران

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

۲. استراتژی کارکنان

۱. دوره‌های تخصصی مرتبط با کار

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

۳. بیمه و امور رفاهی کارکنان در محیط کار.

۴. تلاش برای سازندگی زندگی خانوادگی کارکنان.
۵. فعالیت‌های فرهنگی درون سازمانی (کتابخانه، ورزشی و ...)
۳. محیط زیست
 ۱. اشاره به دریافت گواهینامه‌ها و دریافت استاندارد مربوط به کیفیت و یا محیط زیست.
 ۲. ایجاد فضای سبز و فعالیت‌های مربوط به آن.
 ۳. آلودگی‌های هوا و صوتی و فعالیت‌های مرتبط با آن.
 ۴. بازیافت یا جلوگیری از ضایعات و یا فعالیت‌های مرتبط با پسماند.
 ۵. اشاره به رویکرد شرکت در ارتباط با کاهش مصرف در حوزه انرژی.
۴. مشتریان و عرضه‌کنندگان
 ۱. سعی در بهبود کیفیت کالا و یا خدمات ارائه شده به جامعه و مشتری.
 ۲. اشاره به ارتباط با مشتریان و خدمات پس از فروش و یا وجود CRM
 ۳. داشتن سایت اینترنتی.
 ۴. به‌روزرسانی سایت (وجود حداقل ۲۰ خبر مرتبط در هر سال).
 ۵. انجام خدمات اینترنتی شامل فروش مناقصه و ثبت سفارش و
۵. سرمایه‌گذاری اجتماعی
 ۱. بند گزارش عملکرد اجتماعی.
 ۲. کمک‌های عام‌المنفعه.
 ۳. اشاره به سیاست و استراتژی شرکت در مورد مسئولیت‌پذیری اجتماعی و تعهد اجتماعی.
۶. استراتژی شرکت
 ۱. برنامه‌ریزی استراتژیک و تعالی سازمانی EFQM
 ۲. سنجش و رضایت کارکنان و وجود طبقه‌بندی مشاغل در سازمان و توسعه منابع سازمانی.
 ۳. بیان ارزش‌های محوری سازمان با تأکید بر مشتری و جامعه.

در این تحقیق برای سنجش مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکتی از شاخص گزارشگری CSR به شرح زیر استفاده می‌گردد.

مجموع امتیازات موردانتظار برای هر شرکت ز در سال t (که برای ۲۴ قلم بالا معادل ۲۴ می‌باشد)

مجموع امتیازات مکتسبه برای هر شرکت t در سال t (شرکت به ازای هر قلمی که افشا نموده است کد یک به لم مربوطه تعلق می‌گیرد و در غیر این صورت کد صفر می‌گیرد).

به پیروی از چی و لی (۲۰۱۰) از جریان نقد آزاد (FCF) به‌عنوان شاخص هزینه‌های نمایندگی استفاده می‌شود. 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 می‌شود.

به‌منظور بررسی فرضیه‌های پژوهش از مدل‌های زیر استفاده می‌شود:

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

مدل (۲)

$$Y_i = \beta_0 + \beta_1 X_i + \varepsilon_i$$

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

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

یافته‌های پژوهش

آماره‌های توصیفی

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

جدول شماره (۱): آماره‌های توصیفی مربوط به متغیرهای پژوهش

مدل	متغیرهای وارد معادله شده	روش
۱	سود آوری	گام به گام (Stepwise)
۲	بند گزارش عملکرد	
۳	سنجش و رضایت کارکنان	
۴	برنامه‌ریزی استراتژیک	
۵	شکاف عرضه و تقاضا	
۶	مالکیت نهادی	

حسینی، کرمی و شفیع‌پور (۱۳۸۹) در تحقیقی به بررسی ارتباط بین عملکرد شرکت‌ها و نقدشوندگی بازار سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. آنها در تحقیق خود به پشتوانه تئوری نمایندگی و بازخورد، ارتباط بین عملکرد و نقدشوندگی سهام با استفاده از رگرسیون چندمتغیره بررسی و با یکدیگر مقایسه کرده‌اند. متغیرهای تحقیق برای عملکرد شرکت‌ها بازده دارایی‌ها (ROA) و شاخص (Q) توبین و برای نقدشوندگی بازار سهام شکاف عرضه و تقاضا، گردش معاملات، ارزش بازار معاملات و تعداد دفعات معاملات استفاده شده است. نتایج تحقیق آن‌ها نشان داد که بین بازده دارایی‌ها و متغیرهای ارزش معاملات، تعداد دفعات معاملات و مالکیت نهادی رابطه مستقیم و معنی‌دار وجود دارد و همچنین رابطه بین شاخص توبین و متغیرهای ارزش معاملات، دفعات معاملات و مالکیت نهادی رابطه مستقیم و معنی‌دار و با متغیر شکاف عرضه و تقاضا رابطه منفی و معنی‌دار وجود دارد.

روش تحقیق

این پژوهش کاربردی است. طرح‌های پژوهش آن از نوع شبه تجربی و با استفاده از رویکرد پس رویدادی (از طریق اطلاعات گذشته) است. از روش پس رویدادی زمانی استفاده می‌شود که پژوهشگر پس از وقوع رویدادها به بررسی موضوع می‌پردازد. افزون بر این، امکان دستکاری متغیرهای مستقل وجود ندارد (نمازی، ۱۳۷۹).

داده‌های این پژوهش مبتنی بر ارقام و اطلاعات واقعی بازار سهام و صورت‌های مالی شرکت‌هاست. در این پژوهش برای جمع‌آوری داده‌ها و اطلاعات، از روش کتابخانه‌ای استفاده می‌شود. مبانی نظری پژوهش از کتب و مجلات تخصصی فارسی و لاتین و داده‌های موردنیاز از طریق مراجعه به صورت‌های مالی، یادداشت‌های توضیحی، و با استفاده از نرم افزارهای ره‌آورد، تدبیرپرداز گردآوری شده است.

فرضیه اصلی

فرضیه اصلی این تحقیق این است که بین نقدشوندگی دارایی‌ها و نقدشوندگی سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه‌های فرعی

۱. بین نقدشوندگی دارایی‌ها و نقدشوندگی سهام بر مبنای معیار نقدشوندگی آمیهود، رابطه معناداری وجود دارد.

۲. بین نقدشوندگی دارایی‌ها و نقدشوندگی سهام بر مبنای معیار اختلاف نسبی قیمت پیشنهادی خرید و فروش، رابطه معنی‌داری وجود دارد.

متغیرهای تحقیق

در این مطالعه از معیار نقدشوندگی که توسط آمیهود ارائه و توسط گوپالان به منظور تصحیح چولگی زیاد آن بهینه شده است، اختلاف قیمت پیشنهادی قیمت خرید و فروش و بازده صفر به عنوان شاخص‌های نقدشوندگی معاملاتی سهام استفاده می‌شود.

معیار نقدشوندگی آمیهود بهینه شده توسط گوپالان به روش زیر محاسبه می‌شود:

$$\begin{aligned} \text{Nit} &= \gamma_{11}\text{PEOU} + \zeta_1 \\ \text{Rim} &= \gamma_{21}\text{PEOU} + \beta_{21}\text{PU} + \zeta_2 \end{aligned}$$

Nit: تعداد روزهای معاملاتی

Rim: بازده سهام که به صورت تفاضل لگاریتم قیمتی زمان t و $t-1$ محاسبه می‌شود (رایم و همکاران، ۲۰۰۷).

Voile, j: حجم معاملات سهام

Pi, j-1: قیمت پایانی سهام (گوپالان و همکاران، ۲۰۰۹).

اختلاف نسبی قیمت پیشنهادی خرید و فروش به روش زیر محاسبه می‌شود:

$$\text{Nit} = \beta_{32}\text{ATU} + \beta_{31}\text{PU} + \zeta_3$$

i: نمونه مورد بررسی

BA: اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش نسبی روزانه سهام

AP: بهترین قیمت پیشنهادی فروش سهام شرکت i در هر روز

BP: بهترین قیمت پیشنهادی خرید سهام شرکت i در هر روز

برای نقدشوندگی دارایی‌ها نیز معیارهای زیر مورد استفاده قرار می‌گیرند:

۱) نقدشوندگی موزون دارایی‌ها به این ترتیب که نقد و معادل نقد امتیاز ۱ و به دیگر دارایی‌ها امتیاز ۰ نسبت

داده می‌شود:

$$\text{Rim} = \beta_{43}\text{BITU} + \zeta$$

۲) مادامی که وجوه نقد و معادل آن کاملاً نقد می‌باشند، دارایی‌ها جاری، شبه‌نقد طبقه‌بندی می‌شوند. با

توجه به این، می‌توان آن دسته از دارایی‌ها را با سرعت و کمترین هزینه به نقد تبدیل کرد (گوبالان و همکاران،

۲۰۰۹). بنابراین در دومین شاخص نقدشوندگی دارایی‌ها امتیاز ۰/۵ را به دارایی‌های جاری غیرنقد نسبت

می‌دهیم:

$$\text{Rim} = \gamma_{21}\text{PEOU} + \beta_{21}\text{PU} + \zeta_2$$

۳) نسبت بازار به ارزش دفتری (M/B): از مجموع ارزش دفتری کل دارایی‌ها و ارزش بازار حقوق صاحبان

سهام منهای ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام تقسیم بر ارزش دفتری دارایی‌ها به دست می‌آید. فرض می‌شود

که ارزش دفتری بدهی‌ها با ارزش بازار آن برابر است. اگر ارزش دفتری بدهی‌ها را به ارزش بازار حقوق صاحبان

سهام اضافه نماییم ارزش بازار دارایی‌ها به دست می‌آید. و از تقسیم ارزش بازار دارایی‌ها بر ارزش دفتری

دارایی‌ها نسبت (M/B) به دست می‌آید (اکس شین، ۲۰۰۳).

۴) نسبت دارایی‌های ثابت (FAR): به عنوان نسبت دارایی‌های ثابت به کل دارایی‌ها تعریف می‌شود.

۵) نسبت حساب‌های دریافتی (RAR): به عنوان نسبت حساب‌های دریافتی به کل دارایی‌ها تعریف می‌شود.

برای توصیف خصوصیات شرکت نیز از معیارهای زیر استفاده می‌شود:

۶) نسبت سرمایه‌گذاری‌های کوتاه مدت به دارایی‌ها (SIR): از تقسیم سرمایه‌گذاری کوتاه مدت به کل

دارایی‌ها به دست می‌آید.

۷) نسبت موجودی کالا به دارایی‌ها (IAR): از تقسیم موجودی کالا به کل دارایی‌ها به دست می‌آید.

برای کنترل ساختار سرمایه شرکت در تجزیه و تحلیل‌ها نیز از معیارهای زیر استفاده می‌گردند:

۸) نسبت بدهی‌های بلندمدت به دارایی‌ها (LDAR)

(۹) نسبت بدهی کوتاه‌مدت به دارایی‌ها (SDAR)

قابل ذکر است که ارزش دفتری کل دارایی‌ها به‌عنوان کل دارایی‌ها در محاسبات اعمال می‌شود (لسموند و همکاران، ۱۹۹۹).

در نهایت معادله‌های رگرسیون طراحی شده برای این تحقیق با توجه به فرضیه‌های آن، به‌صورت زیر می‌باشد:

$$ILLIQ_{it} = \alpha_{it} + \beta_{1it} WAL1_{it} + \beta_{2it} WAL2_{it} + \beta_{3it} Ambit + \beta_{4it} Frit + \beta_{5it} Rarity + \beta_{6it} Spirit + \beta_{7it} IAR_{it} + \beta_{8it} LDAR_{it} + \beta_{9it} SDAR_{it} + it$$

$$Bait = \alpha_{it} + \beta_{1it} WAL1_{it} + \beta_{2it} WAL2_{it} + \beta_{3it} Ambit + \beta_{4it} Frit + \beta_{5it} Rarity + \beta_{6it} Spirit + \beta_{7it} IAR_{it} + \beta_{8it} LDAR_{it} + \beta_{9it} SDAR_{it} + it$$

جامعه و نمونه آماری

قلمرو مکانی تحقیق، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و قلمرو زمانی آن سال‌های ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۱ است. به‌منظور انتخاب نمونه آماری، شرکت‌هایی که دارای ویژگی‌های زیر باشند به‌عنوان نمونه آماری انتخاب و بقیه حذف گردیدند:

الف) به دلیل متفاوت بودن فعالیت شرکت‌های سرمایه‌گذاری، بیمه، لیزینگ و بانک‌ها، این گروه از شرکت‌ها از نمونه انتخابی حذف گردیدند و صرفاً شرکت‌هایی که دارای فعالیت تولیدی بودند انتخاب شدند.
ب) به‌منظور انتخاب شرکت‌های فعال، معاملات این شرکت‌ها در طول سال‌های ۱۳۸۶-۱۳۹۱ در بورس، دچار وقفه نشده باشد. به‌عبارت دیگر، سهام این شرکت‌ها باید در طول سال‌های مذکور در بورس فعال باشد و طول وقفه، نباید بیشتر از ۳ ماه باشد.

ج) جهت مقایسه و برای جلوگیری از ناهمگونی، سال مالی آن‌ها منتهی به ۲۹ اسفند ماه باشد.

د) صورت‌های مالی و یادداشت‌های توضیحی همراه آن قابل دسترسی باشد.

که در نهایت تعداد ۹۳ شرکت انتخاب گردید.

نتایج تحقیق

نتایج آمار توصیفی

خلاصه ویژگی‌های آمار توصیفی مربوط به متغیرهای مورد استفاده در این تحقیق در نگاره (۱) خلاصه شده است. آماره‌های گزارش شده در برگزیده شاخص‌ها و معیارهای مرکزی شامل میانگین، میانه و شاخص‌های پراکندگی شامل واریانس، انحراف معیار متغیرهای مورد استفاده در این تحقیق می‌باشد.

نگاره (۱): نتایج آماره‌های توصیفی مورد استفاده در این تحقیق

متغیر	میانگین	میانه	واریانس	انحراف معیار
آمیهود	۰/۱۰۰۵	۰/۱۸۰۵	۰/۰۸۴۹	۰/۰۰۷۲
اختلاف قیمت خرید و فروش	۰/۰۲۵۷	۰/۲۲۴۷	۰/۰۱۴۹	۰/۰۰۰۲
wal1	۰/۰۷۵۰	۰/۱۲۴۵	۰/۰۸۰۷	۰/۰۰۶۵
wal2	۰/۳۶۶۱	۰/۵۶۴۵	۰/۱۱۴۱	۰/۰۱۳۰
نسبت دارایی ثابت	۰/۱۸۷۰	۰/۱۱۵۲	۰/۱۶۵۰	۰/۰۲۷۲
نسبت حساب دریافتی	۰/۲۹۳۴	۰/۱۹۶۸	۰/۱۸۰۵	۰/۰۳۲۶
نسبت سرمایه‌گذاری	۰/۰۳۱۵	۰/۱۱۵۸	۰/۰۵۷۰	۰/۰۰۳۲
نسبت موجودی	۰/۲۴۲۹	۰/۲۸۹۸	۰/۱۶۷۴	۰/۰۲۸۰
نسبت بدهی جاری	۰/۵۵۴۳	۰/۷۸۶۸	۰/۲۰۱۱	۰/۰۴۰۴
نسبت بدهی بلندمدت	۰/۰۹۲۹	۰/۲۰۲۵	۰/۱۲۶۰	۰/۰۱۵۹
ارزش بازار به ارزش دفتری	۱/۷۳۷۷	۲/۱۲۳۵	۰/۶۵۷۳	۰/۴۳۲۰

آزمون فرضیات تحقیق

مدل اول تحقیق

با توجه به نتایج حاصل از آزمون مدل اصلی به شرح نگاره (۲) مشاهده می‌شود که مقدار معناداری مربوط به آماره F که بیانگر معنی‌دار بودن کل رگرسیون می‌باشد، برابر ۰/۰۰۰۰ بوده و حاکی از آن است که مدل در

سطح اطمینان ۹۹ درصد معنادار می‌باشد. ضریب تعیین تعدیل شده برابر ۰/۸۶۴ بوده و بیانگر این مطلب است که تقریباً ۸۶٪ از تغییرات متغیر وابسته با متغیرهای مدل قابل تبیین است.

نگاره (۲) نتایج آزمون رگرسیون ترکیبی مدل اول تحقیق

متغیر	ضریب	آماره t	معناداری	نوع رابطه
ضریب ثابت	-۱/۹۱۱	-۳/۰۹۳	۰/۰۰۲	منفی معنادار
نقدشوندگی آمیهود	۱/۰۸۷	۴/۲۲۷	۰/۰۰	مثبت معنادار
نقدشوندگی امتیازی	۳/۵۷۶	۴/۷۳۶	۰/۰۰۰	مثبت معنادار
نسبت دارایی ثابت	۱/۲۹۱	۳/۳۷۸	۰/۰۰۱	مثبت معنادار
نسبت حساب دریافتی	۱/۴۱۰	۵/۶۰۸	۰/۰۰۰	مثبت معنادار
نسبت سرمایه گذاری	-۴/۵۱۶	-۵/۹۵۵	۰/۰۰۰	منفی معنادار
نسبت موجودی	-۰/۰۴۵	-۱/۴۸۵	۰/۱۳۸	بی معنا
نسبت بدهی جاری	۱/۷۷۱	۱/۴۷۱	۰/۱۴۲	بی معنا
نسبت بدهی بلندمدت	-۱/۰۲۵	-۰/۶۶۵	۰/۵۰۶	بی معنا
ارزش بازار به ارزش دفتری	-۱/۴۵۶	-۰/۹۸۰	۰/۳۲۷	بی معنا
	ضریب تعیین	انحراف از میانگین رگرسیون	احتمال آماره F	دوربین واتسون
آماره‌ها	۰/۸۸۵	۰/۸۶۴	۸/۲۹۰	۱/۷۵
آزمون‌های پنل				
	آماره آزمون	معناداری آزمون	نتیجه	
آزمون F تعمیم یافته	۳۵/۸۵	۰/۰۰۰	تأیید کاربرد FE در برابر NON OLS	
آزمون هاسمن	۱۴/۰۱	۰/۰۲۱۰	تأیید کاربرد FE در برابر RE	

همانطور که از نگاره (۲) برمی آید ضریب متغیر معیار نقدشوندگی آمیهود با معیارهای نقدشوندگی امتیازی دارایی‌ها و نسبت دارایی ثابت و نسبت حسابداری دریافتنی رابطه مثبت و نسبت سرمایه‌گذاری رابطه منفی و معناداری را نقدشوندگی بر مبنای مدل آمیهود نشان داده‌اند.

مدل دوم تحقیق

با توجه به نتایج حاصل از آزمون مدل اصلی به شرح نگاره (۳) مشاهده می‌شود که مقدار معناداری مربوط به آماره F که بیانگر معنی دار بودن کل رگرسیون می‌باشد، برابر $0/0000$ بوده و حاکی از آن است که مدل در سطح اطمینان ۹۹ درصد معنادار می‌باشد. ضریب تعیین تعدیل شده برابر $0/784$ بوده و بیانگر این مطلب است که تقریباً 78% از تغییرات متغیر وابسته با متغیرهای مدل قابل تبیین است.

همان‌طور که از نگاره (۳) برمی آید ضریب متغیر معیار نقدشوندگی آمیهود با معیارهای نقدشوندگی امتیازی دارایی‌ها (نقدشوندگی آمیهود و نقدشوندگی امتیازی) و نسبت بدهی جاری رابطه مثبت و نسبت دارایی ثابت و نسبت حسابداری دریافتنی و نسبت بدهی بلندمدت و ارزش بازار به ارزش دفتری رابطه منفی و معناداری را نقدشوندگی بر مبنای اختلاف قیمت خرید و فروش نشان داده‌اند.

نگاره (۳): نتایج آزمون رگرسیون ترکیبی مدل دوم تحقیق

متغیر	ضریب	آماره t	معناداری	نوع رابطه
ضریب ثابت	۶/۶۳۴	۶/۱۴۰	۰/۰۰۰	مثبت معنادار
نقدشوندگی آمیهود	۲/۴۴۴	۳/۱۰۰	۰/۰۰۲	مثبت معنادار
نقدشوندگی امتیازی	۰/۴۴۶	۳/۴۸۵	۰/۰۰۱	مثبت معنادار
نسبت دارایی ثابت	-۳/۱۴۴	-۳/۱۴۴	۰/۰۰۲	منفی معنادار
نسبت حساب دریافتنی	-۰/۲۱۳	-۹/۹۸۸	۰/۰۰۰	مثبت معنادار
نسبت سرمایه‌گذاری	-۰/۰۰۲	-۰/۱۶۵	۰/۸۶۹	بی معنا
نسبت موجودی	-/۰۰۱	-۰/۵۴۹	۰/۵۸۳	بی معنا
نسبت بدهی جاری	۰/۰۴۲	۲/۳۲۰	۰/۰۲۱	مثبت معنادار
نسبت بدهی بلندمدت	-۰/۰۵۵	-۱/۹۱۴	۰/۰۵۶	منفی معنادار

ارزش بازار به ارزش دفتری	-۰/۸۹۲	-۲/۱۸۹	۰/۰۲۹	منفی معنادار
ضرب تعیین	ضرب تعیین تعدیل شده	انحراف از میانگین رگرسیون	احتمال آماره F	دوربین واتسون
آماره‌ها	۰/۸۱۷	۰/۷۸۴	۰/۴۲۶	۱/۵۲
آزمون‌های پنل				
آماره آزمون	معناداری آزمون	نتیجه		
آزمون F تعمیم یافته	۲۱/۴۴	۰/۰۰۰	تأیید کاربرد FE در برابر NON OLS	
آزمون هاسمن	۲۱/۸۵	۰/۰۰۹	تأیید کاربرد FE در برابر RE	

جدول (۱): آماره‌های توصیفی متغیرهای الگو

چولگی	انحراف معیار	حداقل	حداکثر	میان	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 مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت‌ها در ایران پایین بوده و در ابتدای راه می‌باشد. میانگین متغیر مسئولیت‌پذیری 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 سرمایه‌گذاری 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	RESID	آماره گویای
آماره آزمون Jarque-Bera	۰.۳۰	۱.۶۹
p.v	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 تعیین‌کننده‌ی 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
یکسانی عرض از مبدأهای مقاطع	مدل اول	۱.۱۷	۰.۳۱	رد نمی‌شود	داده‌های تلفیقی
یکسانی عرض از مبدأهای مقاطع	مدل دوم	۱.۱۵	۰.۳۳	رد نمی‌شود	داده‌های تلفیقی

* ملاحظه: نتایج پژوهش

همان‌طور که در جدول (۳) مشاهده می‌شود، آماره‌ی F هر دو مدل روش موردنیاز برای تخمین مدل‌های پژوهش استفاده از داده‌های تلفیقی است (سطح خطا بزرگتر از ۰.۵٪). به عبارت دیگر نتایج آزمون چاو برای مدل پژوهش فرضیه صفر این آزمون مبنی بر مشابه بودن عرض از مبدا 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		
EGLS	ناهمسانی	۷.۳۷	۳۹.۸۹	۱۹.۰۵	آماره F	مدل اول
		۰.۰۰	۰.۰۰	۰.۰۰	p.v	
	واریانس	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 ۰.۵٪ کوچکتر می‌باشد لذا آماره‌های آزمون نشان‌دهنده 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 تعمیم‌یافته (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)		
دورین واتسون		۱.۶۵		

* ماخذ: نتایج پژوهش

همان‌گونه که در جدول شماره (۵) مشاهده می‌شود، آماره‌ی F مدل با سطح اطمینان ۹۵٪ معنی‌دار است. بنابراین، متغیرهای مستقل و کنترلی توانایی توضیح متغیر وابسته را دارند. علاوه بر این ضریب تعیین تعدیل شده (R²) ۰.۶۸ است. این عدد نشان می‌دهد که تقریباً ۶۸ درصد از تغییرات متغیر وابسته را می‌توان به متغیرهای مستقل و کنترلی نسبت داد. برای بررسی خود همبستگی باقیمانده‌های مدل رگرسیون از آزمون دورین واتسون استفاده شده است. نتایج این آزمون با آماره ۱/۶۵ بیانگر عدم خودهمبستگی مرتبه اول در مقادیر خطای مدل می‌باشد.

فرضیه اول: "بین مسئولیت اجتماعی شرکتی و حساسیت سرمایه‌گذاری به وجه نقد رابطه منفی وجود دارد" با توجه به نتایج جدول (۵) آماره‌ی 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- می‌باشد. به عبارتی با ۰.۰۱ افزایش در مسئولیت اجتماعی، میزان حساسیت سرمایه‌گذاری ۰.۰۴- کاهش می‌یابد. 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 سرمایه‌گذاری داشته و فرضیه‌ی اول پژوهش در سطح اطمینان ۹۵٪ مورد تایید قرار می‌گیرد. ضریب متغیر (CSR) منفی می‌باشد. در نتیجه، رابطه منفی و معنی‌داری بین مسئولیت اجتماعی و حساسیت سرمایه‌گذاری وجود دارد. همچنین نتایج اثر تعدیلی مسئولیت اجتماعی در وجه نقد به سرمایه نیز تاثیر منفی داشته است. به عبارت دیگر شرکت‌ها با عملکرد مسئولیت اجتماعی شرکتی بهتر، حساسیت سرمایه‌گذاری به وجه نقد کمتری دارند، لذا ضریب منفی می‌باشد.

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		

* مآخذ: نتایج پژوهش

همان‌گونه که در جدول شماره (۶) مشاهده می‌شود، آماره‌ی F مدل با سطح اطمینان ۹۵٪ معنی‌دار 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 (CFC*CSR) 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 ۰.۰۴- به ۰.۰۳- تغییر یابد و آنرا تعدیل می‌کند. لذا می‌توان بیان کرد که هزینه‌های نمایندگی، اثر منفی مسئولیت اجتماعی شرکتی بر حساسیت سرمایه‌گذاری به وجه نقد را تعدیل می‌کند.

نتیجه‌گیری

با مقایسه ضریب تعیین تعدیل شده مدل‌های رگرسیون مربوط به آزمون فرضیات در دوره‌های مختلف، مشخص گردید که بالاترین ضریب تعیین تعدیل شده مربوط به آزمون فرضیه اول بوده است که در نتیجه آن، متغیرهای مستقل (نقدشوندگی دارایی‌ها) توانایی توضیح تغییرات ۸۶٪ شاخص آمیهود به‌عنوان معیار نقدشوندگی سهام (متغیر وابسته) را دارد. همچنین در نتیجه آزمون فرضیه دوم در ۲ حالت معنادار بودن مدل رگرسیون با توجه به ضریب تعیین تعدیل شده، متغیر مستقل توانایی توضیح ۷۸٪ معیار اختلاف نسبی قیمت

پیشنهادی خرید و فروش سهام به‌عنوان شاخص نقدشوندگی سهام را داراست. در نهایت معیار دارایی با معیار آمیهود و اختلاف نسبی قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام رابطه مثبت و مستقیم دارد یعنی فرضیه اصلی تحقیق "ارتباط بین نقدشوندگی دارایی‌ها و نقدشوندگی سهام" در ۲ حالت رابطه مستقیم دارد که نتیجه با تحقیقات شو شن زو (۲۰۰۳) و گوپالان و همکاران (۲۰۰۹) که به نتیجه رسیدند که نقدشوندگی دارایی‌ها با نقدشوندگی سهام رابطه مستقیم دارد همخوانی دارد ولی با نتیجه تحقیق مهرانی و رسائیان (۱۳۸۹) که اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش نسبی سهام به‌عنوان نقدشوندگی سهام با نقدشوندگی دارایی‌ها رابطه منفی و بدون معنی دارد در تضاد می‌باشد.

پیشنهادات مبتنی بر تحقیق

در این تحقیق وجود رابطه بین نقدشوندگی سهام با نقدشوندگی دارایی‌ها رد نشد. بنابراین سازمان بورس می‌تواند با پیگیری‌های لازم در جهت شفافیت بیشتر دارایی‌های شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار بر صحت و دقت این گزارش‌ها افزوده و درخواست نماید که شرکت‌ها جزئیات بیشتری از دارایی‌های خود را در اختیار بازار قرار دهند. همچنین سرمایه‌گذاران در کنار توجه به ریسک‌های مختلف باید به ریسک نقدشوندگی سهام نیز توجه نمایند. معیاری که بتواند از صورت‌های مالی شرکت استخراج شود و بتواند نقدشوندگی سهام شرکت را توضیح دهد، می‌تواند به تصمیم‌گیری کارآتر سرمایه‌گذاران کمک کند. سرمایه‌گذاران می‌توانند با مراجعه به صورت‌های مالی شرکت‌ها معیاری از جنس اطلاعات خاص هر شرکت را ملاک نقدشوندگی سهام آن، قرار دهند. همچنین این تحقیق می‌تواند برای مدیران شرکت‌های سرمایه‌گذاری و سایر ذینفعان بازار نیز مورد استفاده واقع شود.

پیشنهاد برای تحقیقات آتی

به دلیل این که رابطه بین نقدشوندگی سهام شرکت و اطلاعات صورت‌های مالی آن در ادبیات مالی توجه کمتری، به‌خصوص در ایران شده است، این تحقیق تا حدودی توانست به بحث‌های موجود در این حوزه اشاره نماید. همچنین می‌توان به پیشنهادات زیر برای تحقیقات آتی در این حوزه اشاره کرد:

۱. استفاده از معیارهای دیگر نقدشوندگی سهام که در ادبیات تحقیق به آنها اشاره شد همچنین معیارهای دیگری که ممکن است از نظر دور مانده باشند، مانند معیار آمیوست، معیار Ps-Gamma، معیار MEC.....

۲. بررسی رابطه سایر عوامل موثر نقدشوندگی سهام مانند مالکیت نهادی، میزان سهام آزاد شناور، ریزساختهای بازار، حاکمیت شرکتی و... (با توجه به این موضوع که این موارد می‌توانند نقش زیادی در نقدشوندگی معاملاتی سهام شرکت‌ها داشته باشند).

۳. بررسی رابطه بین نقدشوندگی دارایی‌ها و نقدشوندگی سهام به تفکیک صنایع مختلف، اندازه شرکت‌ها، چرخه عمر شرکت‌ها و...

۴. بررسی رابطه بین نقدشوندگی دارایی‌ها و نقدشوندگی سهام در دوره‌های رکود و رونق اقتصادی. هدف این مطالعه بررسی رابطه مسئولیت اجتماعی شرکتی، هزینه‌های نمایندگی با حساسیت سرمایه‌گذاری به وجه نقد در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. در این راستا برای اندازه‌گیری حساسیت سرمایه‌گذاری به وجه نقد از الگوی صامت و جاربویی (۲۰۱۷)، جریان نقد آزاد (FCF) به‌عنوان شاخص هزینه‌های نمایندگی و مسئولیت اجتماعی شرکتی از رتبه‌بندی حسینی و امجدیان (۱۳۹۶) استفاده شده است.

نتایج فرضیه اول پژوهش نشان داد بین مسئولیت اجتماعی و حساسیت سرمایه‌گذاری به وجه نقد رابطه منفی و معنی‌داری 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 سرمایه‌گذاری به جریان نقدی، باعث کاهش نواقص بازار سرمایه خواهند شد. یعنی شرکت‌ها با عملکرد مسئولیت اجتماعی شرکتی بهتر، حساسیت سرمایه‌گذاری 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 سرمایه‌گذاری 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 سرمایه‌گذاری 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 سرمایه‌گذاری 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 تصویرسازی مثبت از شرکت‌ها و بقای آن‌ها در عرصه رقابت امری اجتناب ناپذیر قلمداد می‌شود خود را بیشتر درگیر فعالیت‌های مسئولیت اجتماعی نمایند و با فراهم‌سازی 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 مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت‌ها را در طول سال‌های متمادی فعالیت خود اندازه‌گیری و مشخص نماید.

پیشنهادها برای پژوهش‌های آتی

۱- بررسی تاثیر هر یک از ابعاد فنی و نهادی مسئولیت اجتماعی بر روی حساسیت سرمایه‌گذاری جریان نقدی.

۲- بررسی تاثیر هر یک از زیر مولفه‌های مسئولیت اجتماعی شرکت بر روی حساسیت سرمایه‌گذاری 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 به‌دست آمده به سال‌های متفاوت از این تحقیق و همچنین، به سایر شرکت‌های موجود که در بورس فعالیت نمی‌کنند، باید با احتیاط عمل شود.

مراجع

- ✓ بررسی اثر ساختار مالکیت شرکت بر اظهارنظر حسابرس در شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران گنجی، فرشاد و حسینی. ۱۳۹۶
- ✓ بررسی رابطه بین حاکمیت شرکتی، کمیته حسابرسی و افشای اختیاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مجله پژوهش‌های مدیریت و حسابداری ISSN:3854-2423 شماره ۳۱- دی ماه ۱۳۹۵
- ✓ اکبری، محسن، فتیحی، سعید، فرخنده، مهسا، ایاغ، زهرا، (۱۳۹۶)، بررسی رابطه فرصت‌های سرمایه‌گذاری و حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی، چشم‌انداز مدیریت مالی، شماره ۱۷، صص ۶۸-۴۹.
- ✓ 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.
- ✓ Amihud, Yako (2002). Illiquidity and stock returns: cross-section and timeseries effects. Journal of Financial Markets 5. pp 31-56.
- ✓ Anginer, Deniz (2010). Liquidity Clienteles: Transaction Costs and Investment Decisions of Individual Investors. World Bank Research Group.
- ✓ Gopalan, Radhakrishnan. Kadan, Ohad & Pevzner, Mikhail (2009). Asset Liquidity and Stock Liquidity. www. ssrn. com/sol3/papers. cfm?abstract_id=1362073
- ✓ Gopalan, Radhakrishnan. Kadan, Ohad & Pevzner, Mikhail (2009). Investment Decisions, Asset Liquidity, and Stock Liquidity. www. ssrn. com/ sol3/papers. cfm?abstract_id=1362074
- ✓ Gopalan, Radhakrishnan. Kadan, Ohad & Pevzner, Mikhail (2009). Managerial Decisions, Asset Liquidity, and Stock Liquidity. Available at www. ssrn. com/ sol3/papers. cfm?abstract_id=1342706
- ✓ Goyenko, Ruslan Y. Holden, Craig W & Trzcinka, Charles A (2009). Do liquidity measures measure liquidity?. Journal of Financial Economics 92. PP 153-181.

- ✓ K. Wang, George H & Yau, Jot (2000). Trading Volume, Bid– Ask Spread, and Price Volatility in Futures Markets. *The Journal of Futures Markets*, Vol. 20, No. 10, 943–970
- ✓ Lesmond, David A. Ogden, Joseph P & Charles A, Trzcinka (1999). A New Estimate of Transactions Costs. *Review of Financial Studies* 12. 1113-1141.
- ✓ Lipson, Marc L. and Mortal, Sandra (2007). Capital Structure Decisions and Equity Market Liquidity. Darden Business School Working Paper. [www. ssrn. com](http://www.ssrn.com).
- ✓ Molina, Hernán Ortiz & Phillips, Gordon (2009). Asset Liquidity and the Cost of Capital.
- ✓ Pastor, Lubos & Stambaugh, Robert F (2003). Liquidity Risk and Expected Stock Returns. *The Journal of Political Economy*. 111, 3; ABI/INFORM Global pg. 642
- ✓ Report of the IOSCO Emerging Markets Committee (2007). Factors Influencing Liquidity in Emerging Markets. December.
- ✓ Roll, Richard. Schwartz, Eduardo & Subrahmanyam, Avaniidhar (2005). Liquidity and the Law of One Price: The Case of the Futures/Cash Basis.
- ✓ Xu-Shen Zhou (2003). Empirical Studies in Finance: Two Essays. University of Cincinnati. Altı, A.(2003) How sensitive is investment to cash flow when financing is frictionless? *Journal of Finance*, Vol. 58, 2003.