



ارتباط بین بشردوستی شرکتی و کارایی سرمایه‌گذاری با تاکید بر مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی

وحید تقی‌زاده خانقاه^۱

یونس بادآور نهندی^۲

علی اصغر متقی^۳

هوشنگ تقی‌زاده^۴

تاریخ پذیرش: ۹۷/۱۲/۱۰

تاریخ دریافت: ۹۷/۰۹/۲۶

چکیده

مطابق تئوری ارزش آفرینی، هدف شرکت افزایش ثروت سهامداران و توجه به منافع ذینفعان است. یکی از عناصری که موجب ارزش آفرینی می‌شود، توجه به اقدامات بشردوستانه است. به طوری که انجام این اقدامات موجب ارائه تصویر مطلوب از شرکت می‌گردد و ممکن است بر عملکرد و نحوه سرمایه‌گذاری تاثیر داشته باشد. از این رو، هدف پژوهش حاضر بررسی ارتباط بین بشردوستی شرکتی و کارایی سرمایه‌گذاری با تاکید بر مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. بدین ترتیب تعداد ۹۰ شرکت برای دوره زمانی ۱۳۸۹-۱۳۹۶ انتخاب گردید. برای اندازه‌گیری بشردوستی از کمک‌های اهدایی و جهت سنجش کارایی سرمایه‌گذاری از مدل ارائه شده بر اساس محیط سرمایه‌گذاری ایران استفاده شد. برای تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه‌ها از الگوی رگرسیون چند متغیره استفاده شده است. نتایج نشان داد که بین بشردوستی شرکتی و کارایی سرمایه‌گذاری ارتباط مثبت و معنی‌داری وجود دارد. بدین معنا که فعالیت‌های بشردوستانه منجر به کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و افزایش کارایی سرمایه‌گذاری می‌شود. همچنین به دلیل نقش نظارتی سرمایه‌گذاران نهادی، ارتباط بین بشردوستی شرکت و کارایی سرمایه‌گذاری در محیطی با سرمایه‌گذاران نهادی بررسی شد. نتایج نشان داد که سرمایه‌گذاران نهادی تاثیر مثبتی بر رابطه بشردوستی شرکتی و کارایی سرمایه‌گذاری دارد. به طوری که در محیط نظارتی بالا، اقدامات بشردوستانه منجر به سرمایه‌گذاری مطلوب می‌شود.

واژه‌های کلیدی: بشردوستی شرکت، کارایی سرمایه‌گذاری، سرمایه‌گذاران نهادی، تئوری ذینفعان.

۱- دانشجوی دکتری حسابداری، واحد تبریز، دانشگاه آزاد اسلامی، تبریز، ایران. Vahid20t@yahoo.com

۲- دانشیار گروه حسابداری، واحد تبریز، دانشگاه آزاد اسلامی، تبریز، ایران. (نویسنده مسئول) Yb_nahandi@yahoo.com

۳- استادیار گروه حسابداری، واحد تبریز، دانشگاه آزاد اسلامی، تبریز، ایران. Aliasghar.Mottaghi@yahoo.com

۴- استاد گروه مدیریت، واحد تبریز، دانشگاه آزاد اسلامی، تبریز، ایران. taghizadeh@iaut.ac.ir

۱- مقدمه

در عصر رقابت تجاری بین سازمان‌ها، بشردوستی شرکتی به عنوان بخشی از مسئولیت‌پذیری اجتماعی سازمان در حال تبدیل شدن به یک عنصر مهم است که شرکت‌ها برای افزایش شهرت و بهره‌مندی از مزایایی مالی از آن استفاده می‌کنند (مارکوئیتز و لی، ۲۰۱۳). ارائه خدمات بشردوستانه به عنوان انتقال داوطلبانه و غیرشرطی پول نقد یا سایر منابع توسط شرکت‌ها برای اهداف عمومی، جذب و حفظ کیفیت نیروی کار، کاهش محدودیت‌های سرمایه‌ای، ایجاد مشروعیت و توسعه محیط تجاری مطلوب تعریف می‌شود (لو و همکاران، ۲۰۱۰). ادبیات پیشین پیشنهاد می‌کند که بشردوستی شرکتی می‌تواند به عنوان تصمیم استراتژیک برای افزایش شهرت و ایجاد روابط بهتر با سهامداران در نظر گرفته شود (گادفری، ۲۰۰۵؛ اشترین و همکاران، ۲۰۱۶). در این مورد، بشردوستی شرکتی به افراد داخل سازمان انگیزه می‌دهد تا با کاهش رفتارهای نادرست به کاهش هزینه‌های نمایندگی کمک کند. حتی اگر اقدامات بشردوستانه برای منافع شخصی مدیران و جهت ارتقاء شهرت فردی و پیشبرد اهداف شغلی انجام شود، بازهم رفتارهای سوء مدیریتی کمتر می‌شود زیرا رفتارهای نامناسب به تصویر عمومی و چشم‌انداز شغلی آنها آسیب می‌رساند. علاوه بر این بشردوستی، شرکت را در معرض دید عموم قرار می‌دهد و نظارت را از طریق افراد خارج از سازمان (رسانه‌ها و سهامداران اقلیت) تقویت می‌کند، از این رو مشکلات نمایندگی کاهش می‌یابد (والر و زاسووا، ۲۰۱۷). شرکت‌هایی با مشکلات نمایندگی کمتر، بیش سرمایه‌گذاری و کم سرمایه‌گذاری پایینی خواهند داشت و بنابراین افزایش کارایی سرمایه‌گذاری را تجربه خواهند کرد. علاوه بر این، با اقدامات بشردوستانه، شرکت‌ها حجم جریان‌های نقد آزاد را که توسط مدیران در سرمایه‌گذاری‌های نامطلوب هدر می‌شود، کاهش می‌دهند (جنسن، ۱۹۸۶). به دنبال این منطقی، میزان سرمایه‌گذاری ناکارا برای شرکت‌هایی با کمک‌های بشردوستانه، کاهش می‌یابد. سرانجام شرکت‌ها ممکن

است به دلیل ایجاد ارتباطات سیاسی دست به کمک‌های بشردوستانه زنند تا بتوانند رفتارهای مطلوبی ایجاد کنند و یا پروژه‌های بهتری از دولت دریافت کنند که در نهایت به ارتباط مثبت بین بشردوستی شرکتی و کارایی سرمایه‌گذاری کمک می‌کند.

از سوی دیگر، تحقیقات قبلی نشان می‌دهد که بشردوستی شرکتی می‌تواند برای پنهان کردن رفتارهای نادرست انجام شود و توجه عموم را منحرف کند (تان و تانگ، ۲۰۱۴؛ پتروویس، ۲۰۰۶؛ چن و همکاران، ۲۰۰۸؛ دو، ۲۰۱۴) و موجب تشدید مشکلات نمایندگی شود. علاوه بر این، مدیران ممکن است از اقدامات بشردوستانه برای ایجاد ارتباط سیاسی استفاده کنند. همچنین ممکن است بشردوستی شرکتی با کاهش جریان‌های نقد آزاد، فرصت‌های سرمایه‌گذاری مطلوب شرکت را محدود کرده و از این طریق کارایی سرمایه‌گذاری را کاهش دهد. علاوه بر این، مطالعات قبلی در مورد پیامدهای اقتصادی جوامع بشردوست، نتایج متفاوتی را ارائه داده‌اند (برامر و میلینگتون، ۲۰۰۸؛ وانگ و همکاران، ۲۰۰۸؛ وانگ و کیان، ۲۰۱۱). با توجه به این که اقدامات بشردوستانه ارتباط مثبت یا منفی با کارایی سرمایه‌گذاری دارد، به عنوان یک سوال تجربی است. همچنین برخی مکانیزم‌های نظارتی در ساختار مالکیت شرکت ممکن است محیط مساعدی برای اقدامات بشردوستانه مهیا کنند. یکی از این مکانیزم‌ها سرمایه‌گذاران نهادی است. به دلیل مخاطرات مالکیت و افق‌های سرمایه‌گذاری، انتظار می‌رود که سرمایه‌گذاران نهادی تاثیر قابل توجهی بر تصمیم‌گیری‌های شرکت در شرایط مختلف داشته باشند. این سرمایه‌گذاران از نفوذ چشم‌گیری در شرکت‌های سرمایه‌پذیر برخوردار بوده و می‌توانند تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت را تحت تاثیر قرار دهند.

این پژوهش به دو طریق به گسترش ادبیات پژوهش در ایران کمک می‌کند. ابتدا این مطالعه درک ما را از عوامل تعیین‌کننده کارایی سرمایه‌گذاری

دارایی‌های مشهود انجام می‌دهند (گادفری، ۲۰۰۵). این شرکت‌ها می‌توانند روابط خود با ذینفعان اصلی همچون دولت را تقویت کنند و منابع حیاتی تحت کنترل ذینفعان را حفظ کنند. وان و کیان (۲۰۱۱) یک رابطه مثبت بین بشردوستی شرکتی و عملکرد مالی مستند می‌کنند و نشان می‌دهند که این رابطه برای شرکت‌هایی با دید عمومی بیشتر و برای مدیرانی با عملکرد بهتر در گذشته، مثبت است. همچنین، برخی مطالعات یک رابطه مثبت بین بشردوستی شرکت و عملکرد ارائه داده‌اند. برای مثال ژانگ و همکاران (۲۰۱۴) بیان می‌کنند که شرکت‌هایی با عملکرد مسئولیت اجتماعی خوب، اعتبار تجاری بهتری از تامین کنندگان کسب می‌کنند.

بشردوستی شرکتی همچنین می‌تواند برای منافع شخصی مدیران ارشد استفاده شود. مدیران می‌توانند شهرت شخصی خود را افزایش دهند و به بشردوستی شرکتی به عنوان وسیله‌ای برای ارتقاء سیاست‌های شخصی یا حرفه‌ای نگاه می‌کنند (مارکوئیس و همکاران، ۲۰۰۷). مطالعات اخیر نشان می‌دهد که بشردوستی شرکتی می‌تواند برای منحرف کردن توجهات عمومی، فعالیت‌های مبهم و مشکوک و پنهان‌سازی سوء رفتارهای شرکت همچون دستکاری سود، آلودگی زیست محیطی، و مسائل مربوط به ایمنی محصول استفاده شود (تان و تیان، ۲۰۱۴). تحقیقات در مورد پیامدهای اقتصادی بشردوستی شرکتی هنوز به روشنی مشخص نیست (برامر و میلینگتون، ۲۰۰۸؛ وانگ و همکاران، ۲۰۰۸). برای مثال وکوچ و اسپنسر (۱۹۸۷) و اورلیتزکی و همکاران (۲۰۰۳) یک رابطه مثبت بین بشردوستی شرکتی و عملکرد مالی را نشان می‌دهند. با این وجود گریفین و ماهون (۱۹۹۷) ارتباط معنی‌داری را بین بشردوستی شرکتی و عملکرد مالی نشان نمی‌دهند. همچنین، بشردوستی شرکتی می‌تواند به عنوان ابزاری برای مدیران در جهت حفظ اعتبار استفاده شود. اگر مدیران انگیزه قوی برای حمایت از شهرت شخصی خود داشته باشند، مشکلات نمایندگی کمتری ایجاد خواهد شد. در نتیجه مدیران با احتمال کمتری

افزایش می‌دهد. اگر چه مطالعات قبلی عوامل مختلف کارایی سرمایه‌گذاری را بررسی کرده‌اند (بیدل و همکاران، ۲۰۰۹؛ چن و همکاران، ۲۰۱۱، لو و اسپارا، ۲۰۰۹) با این وجود، مطالعات خیلی کمی بشردوستی شرکتی را به عنوان عامل با اهمیت در نظر گرفته‌اند. این مطالعه بر نقش منحصر به فرد بشردوستی شرکتی در تاثیرگذاری بر کارایی سرمایه‌گذاری تمرکز می‌کند و به ادبیات کمک می‌کند تا به صراحت بیشتری ارتباط مثبت بین بشردوستی شرکتی و کارایی سرمایه‌گذاری را مستند کند. دوم، بررسی دیگر پیامدهای اقدامات خیرخواهانه به ادبیات بشردوستی کمک می‌کند. یافته‌های مطالعات قبلی در زمینه رابطه بین بشردوستی شرکتی و عملکرد مورد اختلاف است (وکوتچ و اسپنسر، ۱۹۸۷؛ برامر و میلینگتون، ۲۰۰۸؛ وانگ و همکاران، ۲۰۰۸؛ وانگ و کیان، ۲۰۱۱). یکی از مهمترین دلایل این است که بررسی عملکرد شرکت از طریق شاخص‌های مختلف با توجه به محیط عملیاتی کشورها انجام می‌شود. بنابراین بررسی مکانیزم‌های خاص همچون کارایی سرمایه‌گذاری که بر ارزشیابی شرکت اثر می‌گذارد، مهم است. در نهایت، با در نظر گرفتن اینکه رابطه بین بشردوستی شرکتی و کارایی سرمایه‌گذاری ممکن است در شرکت‌هایی با سرمایه‌گذاران نهادی بالا، بیشتر باشد، این پژوهش تاکید بیشتری بر اهمیت سرمایه‌گذاران نهادی دارد زیرا بدون در نظر گرفتن سرمایه‌گذاران نهادی نقش بشردوستی ممکن است، محدود باشد.

۲- مبانی نظری و پیشینه پژوهش

بشردوستی شرکتی به عنوان اهدای منابع شرکت (به عنوان مثال، پول، کالا، زمان، آموزش و استفاده از امکانات یا خدمات) به بخش‌های اجتماعی با هدف رسیدگی به علل اساسی مشکلات اجتماعی و تغییر شرایط اجتماعی تعریف می‌شود (ماسولیس و رضا، ۲۰۱۵؛ گادفری، ۲۰۰۵؛ وانگ و کیان، ۲۰۱۱). شرکت‌ها انگیزه‌های مختلفی برای کارهای بشردوستانه دارند. برای مثال برخی شرکت‌ها اقدامات بشردوستی را برای ترویج تصویر عمومی خود و تولید

پروژه‌های ناکارآمد را انتخاب می‌کنند و بدین ترتیب، انتظار می‌رود که یک رابطه مثبت بین بشردوستی شرکتی و کارایی سرمایه‌گذاری برقرار شود. علاوه بر این، بشردوستی شرکتی، شرکت‌ها را در معرض طیف گسترده‌ای از مخاطبین قرار می‌دهد (پورتر و کرامر، ۲۰۰۲). بنابراین، شرکت‌هایی که در جوامع بشردوستانه فعالیت می‌کنند، بطور گسترده‌تری توسط عموم مورد نظارت قرار می‌گیرند.

ادبیات موجود نشان می‌دهد که شرکت‌ها دیدگاه سیاسی خود را تقویت می‌کنند. این دیدگاه آنها را تحت فشار و نظارت عموم قرار می‌دهد (کمپل و اسلک، ۲۰۰۸). بطور مشابه، پن و همکاران (۲۰۱۸) معتقدند که شرکت‌های با مسئولیت اجتماعی بالا، شفافیت بیشتری در معاملات دارند و گزارش‌های مالی آنها کمتر از مشکلات نمایندگی رنج می‌برند. این منطق نشان می‌دهد که بشردوستی شرکتی به کاهش عدم تقارن اطلاعاتی کمک می‌کند و نظارت را بوسیله افراد خارج از سازمان تقویت می‌کنند و در نتیجه کارایی سرمایه‌گذاری افزایش می‌یابد. با در نظر گرفتن فعالیت‌های بشردوستانه، مبالغ جریان‌های نقد آزاد در شرکت‌های با اندازه کوچک، توسط افراد درون سازمان کنترل می‌شود و به این ترتیب، انگیزه‌های مدیریتی را برای هدر دادن منابع از طریق سرمایه‌گذاری‌های نامطلوب کاهش می‌دهد. در این مورد، میزان ناکارایی سرمایه‌گذاری برای شرکت‌هایی با فعالیت‌های بشردوستانه کاهش چشم‌گیری می‌یابد و منجر به ایجاد ارتباط مثبت میان بشردوستی شرکتی و کارایی سرمایه‌گذاری می‌گردد. با این وجود، بشردوستی شرکتی می‌تواند به عنوان ابزاری برای محافظت افراد درون سازمان از نظارت‌های خارجی باشد. مطالعات قبلی نشان می‌دهد که از طریق فعالیت‌های بشردوستانه، شرکت‌ها می‌توانند یک تصویر مثبت را به ذینفعان کلیدی نشان دهند و از این طریق سطح مشروعیت خود را افزایش دهند. شرکت‌هایی که از اعتماد و اعتبار بالایی برخوردار هستند، ممکن است از سطح پایین نظارت خارجی و دولتی لذت ببرند (چن و همکاران، ۲۰۱۸). در این دیدگاه، مشروعیت شرکت

بوسیله بشردوستی شرکتی افزایش می‌یابد و وضعیت مطلوبی را ایجاد می‌کند که مدیران غیرمسئول می‌توانند مزایایی برای وارد شدن در رفتارهای غیرقانونی کسب کنند. این استدلال به این معنی است که استفاده از فعالیت‌های بشردوستانه می‌تواند تبدیل به روش‌های حمایت همچون بیمه شدن شرکت برای شهرت و روابط آن با ذینفعان اصلی شود (گادفری، ۲۰۰۵). به عبارت دیگر، فعالیت‌های بشردوستانه می‌تواند به کاهش انتقادهای عمومی یا پاسخ به ذینفعان مخالف در برابر خطرها و بحران‌های مالی منجر شود (گارد برگ و فومبرن، ۲۰۰۶). علاوه بر این، ممکن است مدیران شرکت از بشردوستی برای ایجاد روابط سیاسی خود استفاده کنند. اگر بشردوستی شرکت برای کاهش تاثیرات منفی سرمایه‌گذاری‌های ناکارآمد یا تقویت ارتباطات سیاسی مدیران ارشد بکار رود، انتظار می‌رود که ارتباط منفی بین بشردوستی شرکتی و کارایی سرمایه‌گذاری برقرار شود. در نهایت بشردوستی شرکتی ممکن است موجب کاهش جریان‌های نقد آزاد شود و باعث شود شرکت‌ها، فرصت‌های سرمایه‌گذاری خود را از دست دهند که در نهایت منجر به کاهش کارایی سرمایه‌گذاری گردد.

بطور خلاصه اگر بشردوستی بوسیله شرکت‌ها به عنوان یک مکانیزم اعتباردهی برای حفظ شهرت عمومی یا به عنوان ابزاری برای افزایش تصویر فردی مدیران مورد استفاده قرارگیرد، انتظار می‌رود که رابطه مثبتی بین بشردوستی شرکتی و کارایی سرمایه‌گذاری وجود داشته باشد. در صورتی که بشردوستی شرکتی برای پنهان‌سازی اقدامات نادرست بکار رود، انتظار می‌رود که رابطه بین بشردوستی شرکتی و کارایی سرمایه‌گذاری منفی باشد. علاوه بر این، زمانی که مدیران وارد فعالیت‌های بشردوستانه شوند، بلافاصله از فشارهای سیاسی رها می‌شوند که به موجب آن هرگونه سرمایه‌گذاری ناکارا محدود می‌شود. از این رو رابطه بین بشردوستی شرکتی و کارایی سرمایه‌گذاری به عنوان یک سوال تجربی باقی مانده است. بیدل و همکاران (۲۰۰۹) بیان می‌کنند که مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی تاثیر مثبتی بر

کارایی سرمایه‌گذاری دارد. فاما و جنسن (۱۹۸۳) پیشنهاد می‌کنند که بدون وجود مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی مناسب احتمال بیشتری وجود دارد که مدیران از حداکثرسازی منافع سهامداران منحرف شوند و ممکن است تصمیماتی را اتخاذ نمایند که در راستای منافع سهامداران و سرمایه‌گذاران نباشد. با وجود سرمایه‌گذاران نهادی نظارت بر عملیات مدیران بیشتر می‌شود و از هر گونه رفتارهای فرصت‌طلبانه جلوگیری می‌کند (امیرحسینی و قبادی، ۱۳۹۵). وجود سرمایه‌گذاران نهادی مانع ساختن امپراتوری جدید مدیران و سرمایه‌گذاری در پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی منفی می‌شود (چئونگ و همکاران، ۲۰۱۱). این پژوهش استدلال می‌کند که شرکت‌هایی با مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی مناسب می‌توانند کارایی سرمایه‌گذاری را از طریق کاهش محدودیت تامین مالی و هزینه‌های سرمایه و از طریق فراهم آوردن مکانیزم‌های نظارتی و کنترلی مناسب در انتخاب پروژه‌های سرمایه‌گذاری، بهبود بخشند. بنابراین در محیط‌هایی که از وجود سرمایه‌گذاران نهادی استفاده می‌شود توجه به مسائل بشردوستی زیاد می‌شود و در نتیجه کارایی سرمایه‌گذاری در چنین محیط‌هایی بهبود می‌یابد.

ژانگ و همکاران (۲۰۱۵) ارتباط بین بشردوستی شرکتی و خطر سقوط قیمت سهام را در چارچوب نهادی کشور چین مورد بررسی قرار دادند. نتایج نشان داد که بشردوستی شرکتی موجب کاهش خطر سقوط قیمت سهام می‌شود. همچنین نتایج نشان می‌دهد که رابطه منفی بین بشردوستی شرکتی و خطر سقوط قیمت سهام برای شرکت‌هایی که مالکیت دولتی بالایی دارند، بیشتر است. چنین ارتباطی برای شرکت‌هایی با ریسک‌های مالی بیشتر و عملکرد ضعیف، بیشتر است.

ایاتریدیس (۲۰۱۵) با تمرکز بر بشردوستی شرکتی و بررسی ویژگی‌های مالی شرکت‌هایی که در فعالیت‌های خیرخواهانه درگیر می‌شوند، نشان داد که ویژگی‌هایی همچون کمک‌های غیر نقدی، اندازه، نقدشوندگی و امکان دادخواهی موجب تشویق به

فعالیت‌های بشردوستانه می‌شود در حالی که اهرم مالی، هزینه‌های نمایندگی و حاکمیت شرکتی، شرکت را از اقدامات خیرخواهانه دلسرد می‌کند. همچنین نتایج نشان داد که شرکت‌هایی که در فعالیت‌های خیرخواهانه وارد می‌شوند مدیریت سود پایینی دارند. سامت و جاربویی (۲۰۱۷) در پژوهشی رابطه بین مسئولیت‌پذیری اجتماعی و کارایی سرمایه‌گذاری را بررسی کردند. آنان شرکت‌های نمونه را به دو بخش شرکت‌های کم سرمایه‌گذار و بیش سرمایه‌گذار تقسیم کردند. نتایج پژوهش آنها نشان داد که با بهبود مسئولیت‌پذیری اجتماعی، کارایی سرمایه‌گذاری افزایش می‌یابد. در شرکت‌های کم سرمایه‌گذار، مسئولیت‌پذیری اجتماعی، سطح سرمایه‌گذاری را از طریق کاهش نامتقارنی اطلاعات افزایش می‌دهد. همچنین، در شرکت‌های بیش سرمایه‌گذار، مسئولیت‌پذیری اجتماعی، سرمایه‌گذاری مازاد را از طریق کم‌تر شدن مشکلات ناشی از جریان‌های نقد آزاد کاهش می‌دهد.

چن و همکاران (۲۰۱۸) ارتباط بین بشردوستی شرکتی و کارایی سرمایه‌گذاری را در کشور چین بررسی کردند. نتایج آنها نشان می‌دهد که بین بشردوستی شرکتی و کارایی سرمایه‌گذاری ارتباط مثبت و معنی‌داری وجود دارد. همچنین رابطه مثبت بین بشردوستی شرکتی و کارایی سرمایه‌گذاری زمانی که شرکت در منطقه‌ای با محیط سازمانی قوی فعالیت می‌کند، شدیدتر است. نتایج آنها بیان می‌کند شرکت‌هایی که در فعالیت‌های بشردوستانه شرکت می‌کنند، انگیزه‌هایی برای افزایش شهرت و یا ارتقاء روابط خود با سهامداران دارند که موجب کاهش مشکلات نمایندگی می‌شود.

وی و همکاران (۲۰۱۸) تاثیر ویژگی‌های مدیرعامل (مالکیت، تحصیلات، وابستگی سیاسی، شهرت) بر استراتژی‌های بشردوستی (کمک‌های مالی، به موقع بودن و افشای اطلاعات) شرکتی را بررسی کردند. این تحقیق در پاسخ به زلزله ون چوان ۲۰۰۸ کشور چین انجام شد. آنها بیان می‌کنند که مدیرعامل شرکت به عنوان مهمترین تصمیم‌گیرنده شرکت،

پژوهش، نقش مهم و برجسته مسئولیت اجتماعی در شکل دادن به رفتار سرمایه‌گذاری و کارا بودن آن را نشان می‌دهد.

شهسواری و سلمانی (۱۳۹۷) پیامدهای اقتصادی مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت‌ها (با تأکید بر کارایی سرمایه‌گذاری) را بررسی کردند. یافته‌ها نشان می‌دهد مسئولیت اجتماعی بالا، ناکارآمدی سرمایه‌گذاری را تا حدی کاهش و در نتیجه کارایی سرمایه‌گذاری را افزایش می‌دهد. در واقع این یافته نشان می‌دهد که مسئولیت‌پذیری اجتماعی با کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیریت و سرمایه‌گذاران و برطرف کردن مشکلات نمایندگی، به افزایش کارایی سرمایه‌گذاری منجر می‌شود.

۳- فرضیه‌های پژوهش

فرضیه اول: بین بشردوستی شرکتی و کارایی سرمایه‌گذاری ارتباط مثبت وجود دارد.

فرضیه دوم: سرمایه‌گذاران نهادی بر رابطه بین بشردوستی شرکتی و کارایی سرمایه‌گذاری تاثیر دارد.

۴- روش پژوهش

جامعه آماری این پژوهش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را تشکیل می‌دهند. به سبب تفاوت در افشای اطلاعات و ساختارهای راهبردی شرکتی، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، بانک‌ها، مؤسسات مالی، شرکت‌های هلدینگ و لیزینگ از جامعه آماری پژوهش حذف شده‌اند. در این پژوهش شرکت‌هایی مد نظر قرار گرفتند که از شرایط ذیل برخوردار بودند:

- (۱) به منظور همگن بودن نمونه سال مالی آنها پایان اسفند هر سال باشد؛
- (۲) برای مقایسه نتایج، شرکت‌ها طی سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۶ تغییر سال مالی نداشته باشند؛
- (۳) تا پایان سال مالی ۱۳۹۰ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند.
- (۴) اطلاعات تمام متغیرها در طول دوره پژوهش در دسترس باشد.

نقش مهمی ایفا می‌کند. یافته‌های آنها نشان می‌دهد که مدیرعاملانی با تحصیلات و شهرت بالا و وابستگی سیاسی بیشتر، سرمایه‌گذاری بیشتری در فعالیت‌های بشردوستانه دارند.

بنلملیح و بیتر (۲۰۱۸) در پژوهشی رابطه بین مسئولیت اجتماعی شرکت و کارایی سرمایه‌گذاری را بررسی کردند. نتایج پژوهش آنان نشان داد که مسئولیت‌پذیری اجتماعی بالا به وسیله شرکت، ناکارایی سرمایه‌گذاری را کاهش می‌دهد. اجزای مسئولیت‌پذیری اجتماعی که به طور مستقیم به ذینفعان اولیه شرکت (به عنوان نمونه، روابط کارکنان، ویژگی‌های محصول، محیط زیست و تنوع) مرتبط است تأثیر بیشتری بر کاهش ناکارایی سرمایه‌گذاری در مقایسه با ذینفعان ثانویه (به عنوان نمونه، حقوق انسانی و مشارکت اجتماعی) دارد. هم‌چنین، نتایج پژوهش آنها نشان داد که تأثیر مسئولیت‌پذیری اجتماعی در طول بحران‌های بزرگ، شدیدتر است.

تقی‌زاده خانقاه و زینالی (۱۳۹۵) تأثیر مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت‌ها بر کارایی سرمایه‌گذاری و نوآوری را بررسی کردند. نتایج پژوهش نشان داد که مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت تأثیر مثبت و معناداری بر کارایی سرمایه‌گذاری و تأثیر منفی و معناداری بر سرمایه‌گذاری بیشتر از حد و کم‌تر از حد دارد. هم‌چنین، مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت تأثیر مثبت و معناداری بر نوآوری دارد. افشای مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت‌ها تضادهای نمایندگی و هرگونه سوءاستفاده مدیران از جریان‌های نقد آزاد و وام‌های اخذ شده در قالب بدهی را کاهش می‌دهد. از این رو، ناکارایی سرمایه‌گذاری کاهش می‌یابد.

فخاری و همکاران (۱۳۹۵) تاثیر افشای مسئولیت اجتماعی شرکت بر کارایی سرمایه‌گذاری را بررسی کردند. یافته‌های پژوهش بیانگر آن است که افشای مسئولیت اجتماعی به بهبود کارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها خواهد انجامید. نتیجه حاصل، مورد حمایت تئوری ذینفعان نیز می‌باشد. به‌طورکلی یافته‌های

۵-۱- متغیر وابسته

کارایی سرمایه‌گذاری

در این پژوهش از مدل ارائه شده توسط بادآورنهندی و همکاران (۱۳۹۷) برای سنجش کارایی سرمایه‌گذاری استفاده شد. مدل ارائه شده شامل متغیرهای سرمایه‌گذاری سال قبل، بازده سالانه سهام در سال قبل، رشد فروش، فرصت‌های رشد و سود تقسیمی است. مطابق مدل بیدل و همکاران (۲۰۰۹) تنها رشد فروش عامل موثر بر سرمایه‌گذاری است. در حالیکه مطابق پژوهش بادآورنهندی و همکاران (۱۳۹۷) به دلیل شرایط محیطی ایران چهار عامل دیگر نیز در انجام سرمایه‌گذاری موثر هستند. انتخاب این پنج متغیر در مدل نهایی از بین ۱۸ متغیر بررسی شده انجام گرفته است. صحت انتخاب این پنج متغیر توسط این محققان از طریق آزمون منشأها و پیامدهای اقتصادی کارایی سرمایه‌گذاری صورت پذیرفته است. بطوری که در ابتدا از طریق دو شاخص نقدینگی (نسبت وجه نقد و اهرم مالی) شرکت‌های مستعد بیش و کم سرمایه‌گذار مشخص شدند، این شرکت‌ها مشاهدات واقعی را نشان می‌دهد. سپس مدل‌های کارایی بر اساس متغیرهای انتخاب شده آزمون شدند و پسماندهای مدل که نشان دهنده سرمایه‌گذاری بیشتر و کمتر از حد است، استخراج شدند. این پسماندها نیز مشاهدات مورد انتظار محسوب می‌شدند. سپس تعداد مشاهدات مورد انتظار با مشاهدات واقعی مورد مقایسه قرار گرفت تا قدرت تشخیص شرکت‌های بیش و کم سرمایه‌گذار مشخص گردد. مدلی که دارای خطای تشخیص دهندگی کمتری باشد، به عنوان مدل بهینه انتخاب شد. همچنین آنها به منظور بررسی اعتبار مدل از پیامدهای اقتصادی هزینه‌های نمایندگی، محدودیت مالی، ارزش افزوده اقتصادی و ارزش شرکت استفاده کردند تا مدل مورد نظر از طریق تئورهای مختلف مالی و حسابداری نیز تایید گردد. با توجه به این که پیامدهای انتخاب شده توسط محققانی همچون ریچارسون (۲۰۰۶)؛ بیدل و همکاران (۲۰۰۹)؛ چن و همکاران (۲۰۱۱)؛ چن و همکاران (۲۰۱۳) ارائه و در

با توجه به معیارهای ذکر شده، ۹۰ شرکت (۶۳۰ سال - شرکت) طی هفت سال جهت آزمون فرضیه‌ها انتخاب شدند.

۵- مدل و متغیرهای پژوهش

به منظور آزمون فرضیه اول و دوم به ترتیب از رابطه ۱ و ۲ استفاده می‌شود:

$$INVEFFI_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 PHIL_{i,t} + \alpha_2 SIZE_{i,t} + \alpha_3 LEV_{i,t} + \alpha_4 ROA_{i,t} + \alpha_5 INDE_{i,t} + \alpha_6 CASH_{i,t} + \alpha_7 AGE_{i,t} + \alpha_8 TANG_{i,t} + \alpha_9 CFO_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad \text{رابطه (۱)}$$

$$INVEFFI_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 PHIL_{i,t} + \alpha_2 INSOWN_{i,t} + \alpha_3 PHLI \times INSOWN_{i,t} + \alpha_4 SIZE_{i,t} + \alpha_5 LEV_{i,t} + \alpha_6 ROA_{i,t} + \alpha_7 INDE_{i,t} + \alpha_8 CASH_{i,t} + \alpha_9 AGE_{i,t} + \alpha_{10} TANG_{i,t} + \alpha_{11} CFO_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad \text{رابطه (۲)}$$

که در این رابطه:

$INVEFFI_{i,t}$: کارایی سرمایه‌گذاری؛ $PHIL_{i,t}$: بشردوستی شرکتی؛ $INSOWN_{i,t}$: سرمایه‌گذاران نهادی؛ $SIZE_{i,t}$: اندازه شرکت؛ $LEV_{i,t}$: اهرم مالی؛ $ROA_{i,t}$: بازده دارایی؛ $INDE_{i,t}$: استقلال هیات مدیره؛ $CASH_{i,t}$: نسبت وجه نقد؛ $AGE_{i,t}$: سن شرکت؛ $TANG_{i,t}$: دارایی‌های مشهود؛ $CFO_{i,t}$: جریان‌های نقد عملیاتی. در ادامه نحوه اندازه‌گیری این متغیرها ارائه می‌شود:

رابطه ۵)

فرصت‌های رشد

$$= \frac{\text{حقوق صاحبان سهام} - \text{کل دارایی‌ها} + \text{ارزش بازار حقوق صاحبان سهام}}{\text{کل دارایی‌ها}}$$

$DIV_{i,t}$ (سود تقسیمی): نسبت سود پرداختنی هر سهم به سود هر سهم

$INV_{i,t-1}$ (سرمایه‌گذاری کل سال قبل): جمع نسبت خالص مخارج تحقیقات و توسعه، مخارج تحصیل و مخارج سرمایه‌ای به کل دارایی‌ها در سال قبل؛ $\varepsilon_{i,t}$ (خطای باقیمانده): نشان دهنده پسماند مدل است که بیان‌کننده ناکارایی سرمایه‌گذاری است. از ضرب پسماندهای مدل در منفی یک، کارایی سرمایه‌گذاری بدست می‌آید.

برای اندازه‌گیری ناکارایی سرمایه‌گذاری ابتدا متغیر سرمایه‌گذاری کل و متغیرهای تعیین شده، محاسبه گردید و سپس ضرایب (β_0) ، (β_1) و (β_2) و شرکت‌ها از طریق نرم افزار آماری Eviews بدست می‌آید. تخمین ضرایب بصورت سال-صنعت انجام پذیرفت. بنابراین ضرایب بدست آمد. نماینده ضرایب هر صنعت در سال مورد نظر هستند. در نهایت از طریق جای‌گذاری ضرایب در رابطه (۲) پسماندهای مدل محاسبه شدند. پسماندهای مثبت (انحراف مثبت از سرمایه‌گذاری مورد انتظار) بیانگر انتخاب پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی منفی یا همان سرمایه‌گذاری بیشتر از حد و پسماندهای منفی (انحراف منفی از سرمایه‌گذاری مورد انتظار) بیانگر عدم انتخاب پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی مثبت یا همان سرمایه‌گذاری کمتر از حد است.

۵-۲- متغیر مستقل

بشر دوستی شرکتی

بشر دوستی شرکتی یک رویکرد برای خدمت به جامعه است که از طریق کمک‌های نقدی و غیر نقدی مانند اختصاص زمان، تخصص و کالاهای مشهودی همچون کامپیوتر، دارو، مواد غذایی و کتاب‌های درسی انجام می‌شود. شرکت‌ها می‌توانند کمک‌های نقدی و

طول زمان تبدیل به تئوری‌های پذیرفته شده‌اند، به همین دلیل مدل کارایی سرمایه‌گذاری باید با تئوری‌های موجود در ادبیات پژوهشی سازگار باشد، در نتیجه مدل ارائه شده توسط بادآورنهندي و همکاران (۱۳۹۷) سازگاری بیشتری با محیط سرمایه‌گذاری ایران دارد. این مدل مطابق رابطه ۳ ارائه شده است:

$$INV_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 INV_{i,t-1} + \beta_2 RET_{i,t-1} + \beta_3 SG_{i,t} + \beta_4 MBV_{i,t} + \beta_5 DIV_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad \text{رابطه ۳}$$

$INV_{i,t}$ (سرمایه‌گذاری کل): نسبت خالص افزایش در دارایی‌های مشهود و نامشهود به کل دارایی‌ها در ابتدای سال جاری؛

$SG_{i,t}$ (رشد فروش): نسبت تغییرات فروش سال جاری و سال قبل بر فروش سال قبل؛

$RET_{i,t-1}$ (بازده سالانه سهام): بازده سهام به معنای کسب پاداش در ازای سرمایه‌گذاری است. بازده سال گذشته به عنوان یک محرک و عامل انگیزشی برای مدیران است و آنها می‌توانند سرمایه‌گذاری سال جاری را بر اساس بازده سال قبل انجام دهند. بازده سالانه سهام از رابطه ۴ بدست می‌آید:

$$RET_{t-1} = \frac{[P_{i,t-1} (1 + \alpha + \beta) - (P_{i,t-2} + C\alpha) + DPS]}{(P_{i,t-2} + C\alpha)} \quad \text{رابطه ۴}$$

$RET_{i,t-1}$: بازده سالانه سهام در سال قبل، $P_{i,t-1}$: قیمت سهم شرکت i در دوره $t-1$ ؛ $P_{i,t-2}$: قیمت سهم شرکت i در دوره $t-2$ ؛ α : درصد افزایش سرمایه از محل آورده نقدی و مطالبات؛ β : درصد افزایش سرمایه از محل اندوخته‌ها و سود سهمی؛ C : مبلغ پذیره‌نویسی سهام (معمولاً ۱۰۰۰ ریالی)؛ DPS : سود نقدی هر سهم.

$MBV_{i,t}$ (فرصت‌های رشد): یکی از مهمترین عوامل موثر بر سرمایه‌گذاری است که از طریق رابطه ۵ بدست می‌آید:

اهرم مالی

اهرم مالی میزان بدهی‌های شرکت را نشان می‌دهد. وجود بدهی‌های بالا ممکن است شرکت را با ریسک مالی مواجه کند. متورم شدن بیش از حد بدهی ممکن است موجب سرمایه‌گذاری کمتر از حد (ناکارایی سرمایه‌گذاری) شود. بنابراین، افزایش اهرم مالی کاهش کارایی سرمایه‌گذاری را موجب می‌شود. اهرم مالی از طریق تقسیم کل بدهی‌ها بر کل دارایی‌ها محاسبه می‌شود.

بازده دارایی

بازده دارایی منعکس کننده سودآوری شرکت است. مطابق پژوهش گائو و سیدهو (۲۰۱۸) بین بازده دارایی و سرمایه‌گذاری کمتر و بیشتر از حد به ترتیب یک ارتباط مثبت و منفی وجود دارد. در حقیقت سودآوری پایین منجر به سرمایه‌گذاری کمتر از حد بهینه و افزایش سودآوری منجر به سرمایه‌گذاری بیشتر از حد بهینه می‌شود. بازده دارایی از تقسیم سود قبل از کسر مالیات بر کل دارایی‌ها بدست می‌آید.

استقلال هیات مدیره

استقلال هیات مدیره شاخص تشخیص میزان نظارت داخلی در سازمان است و از جمله مکانیزم‌های نظارتی درون سازمان محسوب می‌شود. انتظار می‌رود که با وجود اعضای غیرموظف عدم تقارن اطلاعاتی کاهش یابد و کارایی سرمایه‌گذاری افزایش یابد. استقلال هیات مدیره از تقسیم تعداد اعضای غیرموظف هیات مدیره بر کل تعداد اعضای هیات مدیره بدست می‌آید.

نسبت وجه نقد

نسبت وجه نقد به میزان وجه نقد در اختیار شرکت اشاره می‌کند. مطابق نظریه جنسن (۱۹۸۶) افزایش وجه نقد دلیلی برای افزایش سرمایه‌گذاری بیشتر از حد (ناکارایی سرمایه‌گذاری) است. بنابراین با افزایش وجه نقد در دسترس مدیران، امکان کاهش کارایی سرمایه‌گذاری، بیشتر است. نسبت وجه نقد از تقسیم وجه نقد بر کل دارایی‌ها بدست می‌آید.

غیرنقدی خود را به سازمان‌های خیریه و سازمان‌های غیرانتفاعی تحویل دهند. آگراول و همکاران (۲۰۱۲) معتقدند که شرکت‌ها اهداف خیرخواهانه از جمله توسعه و رفاه جامعه و حفاظت از محیط زیست را برای حداکثرسازی ارزش سهامداران انجام می‌دهند. در این پژوهش بشردوستی شرکت (PHIL) مطابق پژوهش سو و هی (۲۰۱۰) از طریق تقسیم مبالغ مربوط به کمک‌های اهدائی شرکت به ارزش بازار حقوق صاحبان سهام بدست می‌آید.

۵-۳- متغیر تعدیل‌گر

سرمایه‌گذاران نهادی

درصد مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی نشان دهنده میزان سهام عادی شرکت نمونه در مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی است. برای محاسبه آن، تعداد سهام مالکین نهادی بر کل تعداد سهام عادی شرکت در ابتدای دوره (پایان دوره قبل) تقسیم می‌گردد (بادآور نهندی و حشمت، ۱۳۹۷). این میزان برای هر سهامدار نهادی باید بزرگتر یا برابر با ۵ درصد کل سهام شرکت باشد. در این پژوهش سرمایه‌گذاران نهادی یک متغیر تعدیل‌گر است. بنابراین اگر مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی شرکت t در سال t بیشتر از میانه باشد عدد ۱ در غیر اینصورت عدد ۰ به آن تعلق می‌گیرد.

۵-۴- متغیرهای کنترلی

مطابق پژوهش‌های بیدل و همکاران (۲۰۰۹)؛ چن و همکاران (۲۰۱۱)؛ گوماریز و بالستا (۲۰۱۴) از متغیرهای کنترلی زیر استفاده می‌شود:

اندازه شرکت

یکی از متغیرهای اثرگذار بر کارایی سرمایه‌گذاری است بطوری که شرکت‌های بزرگ به دلیل داشتن فرصت‌های سرمایه‌گذاری و نظارت‌های بیشتر از سطوح بالای مدیریتی، کارایی سرمایه‌گذاری بالایی دارند. اندازه شرکت از طریق لگاریتم طبیعی کل دارایی‌های شرکت اندازه‌گیری می‌شود.

سن شرکت

شرکت‌های در حال رشد به نسبت شرکت‌های بالغ، سرمایه‌گذاری بیشتری دارند. به طوری که به عقیده بیدل و همکاران (۲۰۰۹) با افزایش سن شرکت احتمال سرمایه‌گذاری بیشتر از حد کمتر است و شرکت‌ها در سال‌های اولیه دچار بیش سرمایه‌گذاری می‌شوند. سن شرکت برابر لگاریتم فاصله زمانی از تاریخ تاسیس تا سال مورد پژوهش است.

نسبت دارایی‌های مشهود

دارایی‌های مشهود نشان دهنده سهم دارایی‌های ثابت از کل دارایی‌های شرکت است. بکارگیری بیشتر دارایی‌ها موجب افزایش توان عملیاتی شرکت می‌گردد. با بهره‌وری بیشتر از دارایی‌ها احتمال افزایش کارایی سرمایه‌گذاری بیشتر است. نسبت دارایی‌های مشهود از تقسیم دارایی‌های مشهود بر کل دارایی‌ها بدست می‌آید.

جریان‌های نقد عملیاتی

جریان‌های نقد عملیاتی نشان دهنده انعطاف‌پذیری سازمان در مقابل خطرات تجاری است. با افزایش جریان‌های نقد عملیاتی، احتمال بیشتری برای انجام سرمایه‌گذاری وجود دارد. انتظار می‌رود که جریان‌های نقدی نقش دوگانه‌ای بر کارایی سرمایه‌گذاری داشته باشند. جریان‌های نقد عملیاتی از تقسیم جریان‌های نقد عملیاتی بر کل دارایی‌ها بدست می‌آید.

۶- یافته‌های پژوهش

۱-۶- یافته‌های توصیفی

جدول ۲ آمار توصیفی متغیرهای آزمون شده را که شامل برخی شاخص‌های مرکزی و پراکندگی

است، نشان می‌دهد. میانگین کارایی سرمایه‌گذاری برابر ۰/۱۲۰- است. میانگین کارایی سرمایه‌گذاری در پژوهش گوماریز و بالستا (۲۰۱۴) و سامت و جاربوبی (۲۰۱۷) به ترتیب برابر ۰/۰۸۶- و ۰/۰۸۷- است. در حالیکه در پژوهش چن و همکاران (۲۰۱۸) این مقدار برابر ۳/۰۱۵- می‌باشد. میانگین بشردوستی شرکتی نشان می‌دهد حدود ۵/۲ درصد مبلغ نقدی در قالب کمک‌های اهدایی به سازمان‌های خیریه پرداخت شده است. میانگین سرمایه‌گذاران نهادی ۶۷/۸ درصد است که سهم بالایی از مالکان نهادی را در ساختار مالکیت شرکت‌ها نشان می‌دهد. این سرمایه‌گذاران در نظارت بر عملکرد مدیران شرکت بیشتر فعال هستند. همچنین به خاطر توانایی که در دسترسی به منابع اطلاعاتی مختلف دارند، آگاهتر از دیگران می‌باشند. از بین متغیرهای مورد بررسی نسبت وجه نقد و اندازه شرکت به ترتیب با انحراف معیار ۰/۰۵۰ و ۰/۶۱۵ دارای کمترین و بیشترین پراکندگی هستند. حداقل مقدار بشردوستی شرکتی برابر با ۰/۰۰۰ است و نشان می‌دهد که برخی شرکت‌های در طول دوره زمانی تحقیق سرمایه‌گذاری را در قالب کمک‌های اهدائی انجام نداده‌اند. همچنین بزرگترین مقدار برای متغیر اندازه شرکت برابر ۱۴/۱۳ می‌باشد. میانگین بازده دارایی‌ها ۰/۱۵۱ و نشان می‌دهد که شرکت‌های نمونه از طریق بکارگیری دارایی‌ها توانایی ایجاد ۱۵ درصد سود را داشته‌اند. همچنین میانگین استقلال هیات مدیره ۵۹ درصد است که نشان دهنده وزن بیشتر اعضای غیرموظف هیات مدیره نسبت به اعضای موظف هیات مدیره است.

جدول ۱- آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

نام متغیرها	میانگین	انحراف معیار	میان	حداقل	حداکثر	ضریب چولگی	ضریب کشیدگی
کارایی سرمایه‌گذاری	-۰/۱۲۰	۰/۱۵۹	-۰/۰۶۸	-۰/۰۰۰۳	-۰/۸۹۵	-۱/۶۴۱	۱/۷۸۸
بشردوستی شرکتی	۰/۰۵۲	۰/۰۴۹	۰/۰۳۷	۰/۰۰۰	۰/۲۲۶	-۰/۶۴۷	۱/۸۹۵
سهامداران نهادی	۰/۶۷۸	۰/۲۱۸	۰/۷۱۹	۰/۰۶۱	۰/۸۱۵	-۱/۰۹۶	۳/۶۳۵
اندازه شرکت	۱۲/۱۲	۰/۶۱۵	۱۲/۰۸	۸/۰۰۰	۱۴/۱۳	-۰/۰۷۸	۲/۸۶۳
اهرم مالی	۰/۶۵۶	۰/۳۳۲	۰/۶۴۲	۰/۰۱۳	۳/۰۶۰	۰/۸۷۵	۳/۲۶۲

نام متغیرها	میانگین	انحراف معیار	میانه	حداقل	حداکثر	ضریب چولگی	ضریب کشیدگی
لگاریتم سن شرکت	۱/۲۲۲	۰/۱۹۷	۱/۲۳۰	۰/۶۹۹	۱/۶۹۰	۰/۲۰۰	۲/۸۲۹
بازده دارایی	۰/۱۵۱	۰/۱۶۲	۰/۱۳۶	-۰/۶۴۴	۰/۶۹۳	-۰/۰۸۱۶	-۵/۸۱۶
نسبت وجه نقد	۰/۰۳۵	۰/۰۵۰	۰/۰۲۱	۰/۰۰۰۵	۰/۵۳۴	-۰/۷۸۸	۳/۵۹۸
استقلال هیات مدیره	۰/۵۹۰	۰/۲۰۴	۰/۶۰۰	۰/۲۰۰	۰/۸۰۰	-۰/۶۴۷	-۳/۲۷۵
نسبت دارایی‌های مشهود	۰/۲۴۰	۰/۱۸۹	۰/۱۹۰	۰/۰۰۴	۰/۸۶۷	۱/۱۹۰	۳/۸۲۳
نسبت جریان‌های نقد عملیاتی	۰/۱۲۲	۰/۱۳۳	۰/۱۱۲	-۰/۲۹۸	۰/۵۷۰	۰/۳۵۴	۳/۹۴۴

۲-۶- یافته‌های استنباطی

ابتدا با استفاده از آزمون لوین، لین و چو مانایی متغیرهای پژوهش مورد آزمون قرار گرفت. مانا نبودن متغیرها، چه در مورد داده‌های سری زمانی و چه داده‌های ترکیبی باعث بروز مشکل رگرسیون کاذب می‌شود. برای تعیین الگوی مناسب برای تخمین مدل پژوهش از آزمون F لیمر و هاسمن استفاده شده است. همچنین برای بررسی هم خطی از آماره VIF، جهت بررسی ناهمسانی واریانس از آزمون بروش پاگان گادفری و برای بررسی نرمال بودن جملات اخلال از آزمون جارک-برا استفاده گردید.

نتایج جدول ۲ آزمون مانایی متغیرهای پژوهش را با استفاده از آزمون لوین، لین و چو نشان می‌دهد. نتایج آزمون نشان می‌دهد که تمامی متغیرها مانا هستند.

نتایج جدول ۳ نشان می‌دهد که بین بشردوستی شرکتی و کارایی سرمایه‌گذاری ارتباط مثبت (۰/۳۹۹) و معنی‌داری (۰/۰۰۲) در سطح اطمینان ۹۵ درصد دارد. بدین معنا، اقدامات خیرخواهانه شرکت به دلیل ارائه یک تصویر مناسب از شرکت، کارایی سرمایه‌گذاری شرکت را بهبود می‌بخشد. بنابراین فرضیه اول پژوهش در سطح معنی‌داری ۵٪ مورد تأیید قرار می‌گیرد. ضریب تعیین تعدیل شده مدل فرضیه اول نشان می‌دهد که ۲۲/۱ درصد از تغییرات متغیر وابسته کارایی سرمایه‌گذاری توسط متغیر مستقل و سایر متغیرها قابل تبیین است. آماره دوربین واتسون برابر ۱/۹۲۳ است. از این رو در تخمین مدل یادشده، مشکل خودهمبستگی یا همبستگی سریالی بین جمله‌های خطا دیده نمی‌شود. مقدار سطح

معنی‌داری F برابر با ۰/۰۰۰ و کوچکتر از ۵٪ می‌باشد که حاکی از معنی‌داری کل مدل است. سطح معنی‌داری آماره F لیمر و هاسمن نشان می‌دهد که برازش مدل پژوهش بصورت داده‌های پانلی به کمک مدل اثرهای تصادفی انجام گرفته است. سطح معنی‌داری آماره جارک - برا نشان می‌دهد که اجزای خطا از توزیع نرمال برخوردارند. نتایج آماره ناهمسانی واریانس بروش پاگان گادفری حاکی از آن است که ناهمسانی واریانس وجود ندارد. همچنین مقدار آماره VIF برای همه متغیرها کمتر از ۱۰ بود، بنابراین مشکل هم خطی بین متغیرهای مستقل پژوهش وجود نداشت.

از بین متغیرهای کنترلی افزایش سودآوری، سن شرکت و بهره‌گیری از اعضای غیرموظف هیات مدیره موجب بهبود کارایی سرمایه‌گذاری می‌گردد. استقلال هیات مدیره یک نوع مکانیزم نظارتی درون سازمانی محسوب می‌شود که نقش مهمی در کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سهامداران دارد. در حالیکه اهرم مالی در سازگاری با نتایج مایرز (۱۹۷۷) موجب کاهش کارایی سرمایه‌گذاری می‌گردد. همچنین نسبت بالای وجه نقد انحراف از سرمایه‌گذاری مطلوب را موجب می‌شود و کارایی سرمایه‌گذاری را کاهش می‌دهد. همچنین در شرکت‌های کوچک به دلیل تضاد منافع کم و هم وجود عدم تقارن پایین، کارایی سرمایه‌گذاری نیز بالا است.

جدول ۲- آزمون مانایی متغیرهای پژوهش

نام متغیر	مقدار آماره	احتمال	نام متغیر	مقدار آماره	احتمال
کارایی سرمایه‌گذاری	-۵۷/۹۶۰	۰/۰۰۰	اهرم مالی	-۸/۵۲۵	۰/۰۰۰
بشردوستی شرکتی	-۲۲/۹۱۰	۰/۰۰۰	نسبت وجه نقد	-۱۸/۱۳۱	۰/۰۰۰
سرمایه‌گذاران نهادی	-۳۲۷/۱۸۱	۰/۰۰۰	نسبت جریان‌های نقد عملیاتی	-۱۵/۰۵۶	۰/۰۰۰
اندازه شرکت	-۷/۳۳۷	۰/۰۰۰	استقلال هیات مدیره	-۵/۴۹۲	۰/۰۰۰
بازده دارایی	-۸/۸۶۷	۰/۰۰۰	نسبت دارایی‌های مشهود	-۱۲/۰۲۲	۰/۰۰۰
سن شرکت	-۶۰/۸۳۲	۰/۰۰۰			

جدول ۳- ارتباط بین بشردوستی شرکتی و کارایی سرمایه‌گذاری

علائم اختصاری	بتا	خطا	آماره t	معناداری	هم‌خطی
عدد ثابت	۰/۱۸۸	۰/۱۶۰	۱/۱۷۱	۰/۲۴۲	-
بشردوستی شرکتی	۰/۳۹۹	۰/۱۳۰	۳/۰۶۵	۰/۰۰۲	۱/۰۱۷
اندازه شرکت	-۰/۰۳۵	۰/۰۱۳	-۲/۶۷۵	۰/۰۰۷	۱/۰۳۱
اهرم مالی	-۰/۰۸۶	۰/۰۲۱	-۳/۹۵۰	۰/۰۰۰	۱/۰۱۴
بازده دارایی	۰/۱۹۰	۰/۰۵۱	-۳/۷۲۷	۰/۰۰۰	۱/۰۳۵
نسبت وجه نقد	-۰/۳۶۵	۰/۱۲۶	-۳/۸۹۲	۰/۰۰۴	۱/۰۲۸
نسبت جریان‌های نقد عملیاتی	۰/۰۶۷	۰/۰۵۴	۱/۲۴۰	۰/۲۴۲	۱/۰۴۵
نسبت دارایی‌های مشهود	-۰/۰۱۸	۰/۰۳۹	-۰/۴۷۰	۰/۶۳۸	۱/۴۳۱
سن شرکت	۰/۰۹۵	۰/۰۴۰	۲/۳۷۵	۰/۰۱۸	۱/۰۴۸
استقلال هیات مدیره	۰/۱۲۴	۰/۰۳۳	۳/۷۲۷	۰/۰۰۰	۱/۱۵۴
R ² تعدیل شده			۰/۲۲۱		
دوربین واتسون			۱/۹۲۳		
آماره F			۸/۵۷۲		
احتمال آماره F			۰/۰۰۰		
سطح معنی‌داری F لیمر			۰/۰۰۰		
سطح معنی‌داری هاسمن			۰/۲۵۲		
ناهمسانی - معنی‌داری	۰/۰۷۳			۰/۰۸۲	
چارک برا- معنی‌داری	۰/۰۶۵			۰/۱۱۲	

که ارتباط سرمایه‌گذاران نهادی و کارایی سرمایه‌گذاری نیز مثبت است. در حقیقت سرمایه‌گذاران نهادی نقش نظارتی دارند و با ایجاد نظارت در سازمان موجب کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین گروه‌های مختلف سازمان می‌شوند.

ضریب تعیین تعدیل شده مدل فرضیه دوم نشان می‌دهد که ۲۸/۶ درصد از تغییرات متغیر وابسته کارایی سرمایه‌گذاری توسط متغیر مستقل و سایر متغیرها قابل تبیین است. آماره دوربین واتسون برابر ۱/۹۲۴ است. از این رو در تخمین مدل یادشده،

نتایج جدول ۴ نشان می‌دهد که سهامداران نهادی بر رابطه بین بشردوستی شرکتی و کارایی سرمایه‌گذاری تاثیر مثبت (۰/۷۹۰) و معنی‌داری (۰/۰۰۴) در سطح اطمینان ۹۵ درصد دارد. بدین معنا، اقدامات خیرخواهانه در شرکت‌هایی با سرمایه‌گذاران نهادی بالا به دلیل نظارت و حمایت این سرمایه‌گذاران از ارائه تصویر مطلوب شرکت، کارایی سرمایه‌گذاری شرکت را بهبود می‌بخشد. بنابراین فرضیه دوم پژوهش در سطح معنی‌داری ۵٪ مورد تأیید قرار می‌گیرد. همچنین جدول ۴ نشان می‌دهد

نشان می‌دهد که اجزای خطا از توزیع نرمال برخوردارند. نتایج آماره ناهمسانی واریانس برش پاگان گادفری حاکی از آن است که ناهمسانی واریانس وجود ندارد. همچنین مقدار آماره VIF برای همه متغیرها کمتر از ۱۰ بود، بنابراین مشکل هم‌خطی بین متغیرهای مستقل پژوهش وجود نداشت.

مشکل خودهمبستگی یا همبستگی سریالی بین جمله‌های خطا دیده نمی‌شود. مقدار سطح معنی‌داری F برابر با ۰/۰۰۰ و کوچکتر از ۰/۰۵ می‌باشد که حاکی از معنی‌داری کل مدل است. سطح معنی‌داری آماره F لیمر و هاسمن نشان می‌دهد که برازش مدل پژوهش بصورت داده‌های پانلی به کمک مدل اثرهای تصادفی انجام گرفته است. سطح معنی‌داری آماره جاک - برا

جدول ۴- تاثیر سرمایه‌گذاران نهادی بر رابطه بین بشردوستی شرکتی و کارایی سرمایه‌گذاری

علائم اختصاری	بتا	خطا	آماره t	معناداری	هم‌خطی
عدد ثابت	۰/۱۱۲	۰/۱۶۰	۰/۷۰۲	۰/۴۸۳	-
بشردوستی شرکتی	۱/۰۲۶	۰/۲۶۲	۳/۹۱۴	۰/۰۰۰	۱/۰۶۴
سرمایه‌گذاران نهادی	۰/۱۶۲	۰/۰۳۷	۴/۳۶۵	۰/۰۰۰	۱/۱۷۴
بشردوستی شرکتی × سرمایه‌گذاران نهادی	۰/۷۹۰	۰/۲۷۸	۲/۸۳۹	۰/۰۰۴	۱/۹۴۲
اندازه شرکت	-۰/۰۳۷	۰/۰۱۳	-۲/۸۷۰	۰/۰۰۴	۱/۴۴۲
اهرم مالی	-۰/۰۹۰	۰/۰۲۱	-۴/۱۹۰	۰/۰۰۰	۱/۰۱۴
بازده دارایی	۰/۱۸۳	۰/۰۵۰	-۳/۶۲۲	۰/۰۰۰	۱/۶۴۳
نسبت وجه نقد	-۰/۳۸۰	۰/۱۲۵	-۳/۰۴۷	۰/۰۰۲	۱/۶۴۴
نسبت جریان‌های نقد عملیاتی	۰/۰۶۱	۰/۰۵۳	۱/۱۶۶	۰/۲۴۴	۱/۲۱۴
نسبت دارایی‌های مشهود	۰/۰۰۲	۰/۰۳۹	۰/۰۴۴	۰/۹۶۴	۱/۷۷۵
سن شرکت	۰/۰۹۵	۰/۰۴۰	۲/۳۸۶	۰/۰۱۷	۱/۰۸۶
استقلال هیات مدیره	۰/۱۱۳	۰/۰۳۳	۳/۴۵۹	۰/۰۰۰	۱/۴۵۲
R ² تعدیل شده	۰/۲۸۶				
دوربین واتسون	۱/۹۲۴				
آماره F	۸/۹۲۰				
احتمال آماره F	۰/۰۰۰				
سطح معنی‌داری F لیمر	۰/۰۰۰				
سطح معنی‌داری هاسمن	۰/۲۵۲				
ناهمسانی- معنی‌داری	۰/۰۷۳		۰/۰۸۲		
جاک - برا- معنی‌داری	۰/۰۶۵		۰/۱۱۲		

۷- نتیجه‌گیری و پیشنهادها

بشردوستی شرکتی در راستای تئوری ذینفعان مطرح شده است و به این معنا است که اقدامات بشردوستانه راهی برای نمایش مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت به جامعه و افزایش منافع ذینفعان است. مطابق با تئوری نمایندگی، بشردوستی شرکتی یک نوع سرمایه‌گذاری شخصی برای مدیران است درحالی‌که طبق تئوری ارزش آفرینی، اقدامات خیرخواهانه ارزش سهامداران را افزایش می‌دهد.

انگیزه برای تامین اهداف بشردوستانه در جهت افزایش مسئولیت‌پذیری اجتماعی، ممکن است به عنوان یک نوع هزینه نمایندگی تلقی شود زیرا اقدامات خوب توسط مدیریت ممکن است فرصت زیان را برای سهامداران ایجاد کند به طوری که سهامداران قدرتمند ممکن است بطورکلی سطوح کمک‌های خیرخواهانه را کاهش دهند. با این وجود، بشردوستی هدفمند منافع افراد را همسو می‌کند و هر گونه تضاد را کاهش داده و منجر به تعادل جدید بین گروه‌های

با توجه به نتایج پژوهش به شرکت‌ها پیشنهاد می‌کند که جهت ارائه تصویر مطلوب از شرکت و جذب سرمایه‌گذاران مبالغی را جهت کمک‌های بشردوستانه به موسسات خیریه و نهادهای مربوطه در نظر بگیرند. همچنین افزایش این مبالغ در قالب سرمایه‌گذاری، موجب رشد سرمایه‌گذاری و بهبود کارایی سرمایه‌گذاری می‌شود. در حقیقت با انجام اقدامات بشردوستانه و کمک‌های اهدائی، شرکت‌ها علاوه بر محبوبیت بین ذینفعان می‌توانند به سرمایه‌گذاری‌های مطلوب نیز دست یابند. همچنین به شرکت‌ها توصیه می‌شود به سهم سهامداران نهادی توجه ویژه‌ای داشته باشند، زیرا افزایش درصد سرمایه‌گذاران نهادی برقراری مکانیزم‌های نظارتی را افزایش می‌دهد و موجب توجه به منافع ذینفعان می‌گردد. در نهایت به سرمایه‌گذاران توصیه می‌شود که جهت سرمایه‌گذاری شرکت‌هایی را انتخاب کنند که به دنبال ارزش آفرینی برای شرکت هستند، نتایج این پژوهش نشان داد که یکی از رویکردهای مهم جهت ارزش آفرینی در نظر گرفتن وجه نقد یا کمک‌های غیرنقدی در قالب اقدامات خیرخواهانه به موسسات مجاز است.

فهرست منابع

- * امیرحسینی، زهرا. قبادی، معصومه. (۱۳۹۵). گزارشگری مسئولیت اجتماعی، عملکرد مالی و مالکیت نهادی، حسابداری مدیریت، ۹ (۲۸): ۶۶-۵۵.
- * بادآور نهندی، یونس. حشمت، نسا. (۱۳۹۷). اثر سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر ارتباط بین توانایی مدیران و ایجاد ارزش برای سهام داران، حسابداری مدیریت، ۱۱ (۳۸): ۹۳-۱۰۸.
- * تقی‌زاده خانقاه، وحید. (۱۳۹۷). ارائه مدل سنجش کارایی سرمایه‌گذاری در مدل بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه دکتری حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد تبریز.
- * تقی‌زاده خانقاه، وحید. زینالی، مهدی. (۱۳۹۵). بررسی تأثیر مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت‌ها

مختلف ذینفع می‌شود. در این پژوهش ارتباط بشردوستی شرکتی و کارایی سرمایه‌گذاری در چارچوب سرمایه‌گذاران نهادی در بورس اوراق بهادار تهران بررسی شد. نتایج نشان داد که بین بشردوستی شرکتی و کارایی سرمایه‌گذاری ارتباط مثبت و معنی‌داری وجود دارد بدین معنا که کمک‌های بلاعوض در قالب پول یا سایر دارایی‌ها منجر به ارائه تصویر مطلوب از شرکت می‌گردد و هر گونه تضاد منافع را در شرکت کاهش می‌دهد زیرا بشردوستی شرکتی منافع ذینفعان را پوشش می‌دهد. با انجام چنین رویه‌ای، عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سهامداران کاهش می‌یابد و سرمایه‌گذاری‌های شرکت به مرزهای کارا نزدیک می‌شود زیرا، شرکت‌ها برای حفظ تصویر مطلوب از خود و گسترش سرمایه‌گذاری‌های خود، باید منافع ذینفعان را در نظر بگیرند. نتایج سازگار با یافته‌های ژانگ و همکاران (۲۰۱۵)؛ ایت‌ریدیس (۲۰۱۵)؛ بنلملیح و بیتر (۲۰۱۵)؛ سامت و جارویی (۲۰۱۷)؛ وی و همکاران (۲۰۱۸) و تقی‌زاده خانقاه و زینالی (۱۳۹۵) می‌باشد.

همچنین نتایج نشان می‌دهد که در شرکت‌هایی که مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی بالا است تاثیر بشردوستی شرکتی بر کارایی سرمایه‌گذاری مثبت است. در حقیقت سرمایه‌گذاران نهادی با نقش نظارتی خود توجه بیشتری به منافع ذینفعان دارند و با نظارت بر رفتارهای مدیران هر گونه وجه نقد در دسترس مدیران را در جهت سرمایه‌گذاری نظارت می‌کنند و این موجب می‌شود که کمک‌های بشردوستانه مدیران و نظارت بر مصرف این مبالغ در جهت اهداف سهامداران باشد، به این ترتیب کارایی سرمایه‌گذاری افزایش می‌یابد. نتایج سازگار با یافته‌های اشنربین و همکاران (۲۰۱۶)؛ والر و زاسووا (۲۰۱۷)؛ لاتیریدوس (۲۰۱۵)؛ چن و همکاران (۲۰۱۸) و چن و همکاران (۲۰۱۵) است. آنها نشان دادند که افزایش فعالیت‌های نوع دوستانه هر گونه تضاد منافع را کاهش داده و منجر به ارزش آفرینی برای سهامداران می‌شود و با کاهش هزینه‌های سرمایه‌گذاری، عملکرد شرکت بهبود می‌یابد.

- emerging markets. The accounting review 86 (4):1255-1288.
- Chen, J. C., D. M. Patten, and R. W. Roberts. (2008). Corporate charitable contributions: A corporate social performance or legitimacy strategy? *Journal of Business Ethics* 82 (1):131-144.
- Chen, J. Dong, W. Tong, J.Y. Zhang, F.F. (2018). Corporate philanthropy and evidence investment efficiency: Empirical from China, *Pacific-Basin Finance Journal*, 51 (October): 392-409.
- Cheung, Y., Stouraitis, A., and Tan, W. (2011). Corporate governance, investment, and firm valuation in Asian emerging markets. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 22 (3): 246-273.
- Du, X. (2014). Is Corporate Philanthropy Used as Environmental Misconduct Chinese Family- Dressing? Evidence from Owned Firms. *Journal of Business Ethics*:1-21.
- Fakhari, H. Rezaei Pitenoiei, Y. Noroozi, M. (2017). Corporate Social Responsibility Disclosure and Investment Efficiency, *Journal of Financial Management Strategy*, 4 (4): 85-106. (In Persian)
- Fama, E. , & Jensen, M. (1983). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, vol 26,301-325.
- Gao, R. Sidhu, B. (2018). The Impact of Mandatory International Financial Reporting Standards Adoption on Investment Efficiency: Standards, Enforcement, and Reporting Incentives, *A Journal of Accounting, Finance and Business Studies*, 54 (3):227-318.
- Gardberg, N.A., Fombrun, C.J., (2006). Corporate citizenship: creating intangible assets across institutional environments. *Academy of Management Review* 31 (2), 329-346.
- Godfrey, P. C. (2005). The relationship between corporate philanthropy and management shareholder wealth: A risk perspective. *Academy of management review* 30 (4):777-798.
- Griffin, J. and Mahon, F. (1997). The corporate social performance and corporate financial performance debate: twenty-five years of incomparable research. *Business and Society*, 36 (1): 5-32.
- Iatridis, G.E., (2015). Corporate Philanthropy in the US Stock Market: Evidence on Corporate Governance, Value Relevance and Earnings Manipulation, بر کارایی سرمایه‌گذاری و نوآوری، حسابداری سلامت، ۵ (۲): ۲۷-۱.
- * شهسوار، معصومه. سلمانی، رسول. (۱۳۹۷). بررسی پیامدهای اقتصادی مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت‌ها (با تأکید بر کارایی سرمایه‌گذاری)، دانش سرمایه‌گذاری، ۷ (۳): ۲۴۰-۲۲۵.
- * فخاری، حسین. رضائی پسته نوئی، یاسر. نوروزی، محمد. (۱۳۹۵). تاثیر افشای مسئولیت اجتماعی شرکت بر کارایی سرمایه‌گذاری، راهبرد مدیریت مالی، ۴ (۴): ۱۰۶-۸۵.
- * گودرزی، احمد. بابازاده شیروان، هانی (۱۳۹۴). بررسی رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی و سررسید بدهی‌ها با کارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، حسابداری مدیریت، ۸ (۲۷): ۱۱۷-۱۰۵.
- * Aggarwal, R., M. Evans and D. Nanda (2012), "Nonprofit Boards: Size, and Managerial Incentives", *Performance Journal of Accounting and Economics*, 53 466-487. (1-2), pp.
- * Benlemlih, M. and M. Bitar (2018). "Corporate Social Responsibility and Investment Efficiency", *Journal of Business Ethics*, 148 (3): 647-671.
- * Biddle, G. C., G. Hilary, and R. S. Verdi. (2009). How does financial reporting quality investment efficiency? *Journal of relate to accounting and economics* 48 (2):112-131.
- * Brammer, S., and A. Millington. (2008). Does it pay to be different? An analysis of the relationship between corporate social and financial performance. *Strategic Management Journal* 29 (12):1325-1343.
- * Campbell, D. and Slack, R. (2008), "Corporate 'philanthropy strategy' and some insights from 'strategic philanthropy': voluntary disclosures in annual reports", *Business & Society*, 47 (2): 187-212.
- * Chen, C., D. Young, and Z. Zhuang. (2013). Externalities of Mandatory IFRS Adoption: Evidence from Cross-Border Spillover Effects of Financial Information on Investment Efficiency. *The Accounting Review* 88 (3):881-914.
- * Chen, F., O.-K. Hope, Q. Li, and X. Wang. (2011a). Financial reporting quality and investment efficiency of private firms in

- philanthropy, *Social Responsibility Journal*, 12 (2): 280 – 294.
- Shahsavari, M. Salmani, R. (2018). Evaluate the Economic Consequences of the Social Responsibility of Firms (With Emphasis on Investment Efficiency), *Investment Knowledge*, 7 (3): 225-245. (In Persian)
- Su, J., & He, J. (2010). Does giving lead to Chinese Private getting? Evidence from *Journal of Business Ethics*, Enterprises. 73–90. 93(1),
- Taghizadeh Khanqah, V. Zeinali, Mahdi. (2016). Investigating the Effect of Corporate Social Responsibility on the Investment Efficiency and Innovation, *Journal of Health Accounting*, 5 (2): 1-27. (In Persian)
- Tan, J., and Y. Tang. (2014). Donate money, but whose? An empirical study of ultimate control rights, agency problems, and corporate philanthropy in China. *Journal of Business Ethics*:1-18.
- Valor, Grzegorz Zasuwa, G. (2017). Quality reporting of corporate philanthropy, *Corporate Communications: An International Journal*, 24 (2): 486-506.
- Wang, H., and C. Qian. (2011). Corporate philanthropy and corporate financial performance: The roles of stakeholder response and political access. *Academy of Management Journal* 54 (6):1159-1181.
- Wang, H., J. Choi, and J. Li. (2008). Too little or too much? Untangling the relationship between corporate philanthropy and firm financial performance. *Organization Science* 19 (1):143-159.
- Wei, J. Ouyang, Z. Chen, H.A. (2018). CEO characteristics and corporate philanthropic giving in an emerging market: The case of China, *Journal of Business Research*, 87 (June):1-11.
- Wokutch, R. E., and B. A. Spencer. (1987). Corporate saints and sinners: The effects of philanthropic and illegal activity on organizational performance. *California Management Review* 29 (2):62-77.
- Zhang, M. Xie, L. Xu, H. (2015). Corporate Philanthropy and Stock Price Crash Risk: Evidence from China, *Journal of Business Ethics*, 3 (2): 1-23.
- Zhang, M., L. Ma, J. Su, and W. Zhang. (2014). Do suppliers applaud corporate social performance? *International Review of Financial Analysis*, 13 (May): 113 126.
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review* 76 (2):323-329.
- Journal of Business Ethics* 121 (4):543-557.
- Lev, B., C. Petrovits, and S. Radhakrishnan. (2010). Is doing good good for you? How charitable contributions enhance corporate revenue growth. *Strategic Management Journal* 31 (2):182-200.
- Lu, T., and H. Sapa. (2009). Auditor conservatism and investment efficiency. *The accounting review* 84 (6):1933-1958.
- Markóczy, L., S. Li Sun, M. W. Peng, and B. Ren. (2013). Social network contingency, management, and boundary symbolic stretching. *Strategic Management Journal* 34 (11):1367-1387.
- Masulis, R. W., and S. W. Reza. (2015). Agency problems of corporate philanthropy. *Review of Financial Studies: Review of* : 592-636.) *Financial Studies*, 28(2
- omariz, M.F.C., Ballesta, J.P.C, (2014), “Financial Reporting Quality, Debt Maturity and Investment Efficiency”, *Journal of Banking & Finance*, 40 (3): 494-506.
- Orlitzky, M., F. L. Schmidt, and S. L. Rynes. (2003). Corporate social and financial performance: A meta analysis. *Organization studies* 24 (3):403-441.
- Pan, Y., Weng, R. Xu, N. Chan, K. C. (2018). The role of corporate philanthropy in family firm succession: A social outreach perspective, *Journal of Banking and Finance*, 88 (March): 423-441.
- Petrovits, C. M. (2006). Corporate-sponsored foundations and earnings management. *Journal of Accounting and Economics* 41 (3):335-362.
- Porter, M.E. and Kramer, M.R. (2002), “The competitive advantage of corporate Business Review, 80 philanthropy”, *Harvard Business Review* (12): 56-68.
- Richardson, S. 2006. Over-investment of free cash flow. *Review of Accounting Studies* 11 (2-3):159-189.
- Samet, M., Jarboui, A (2017). “How Does Corporate Social Responsibility Contribute to Investment Efficiency?”, *Journal of Multinational Financial Management*, Vol. 40, No. (June), pp. 33-46.
- Schnurbein, G.V. Seele, P. Lock, I. (2016). Exclusive corporate philanthropy: rethinking the nexus of CSR and corporate