



## بررسی تأثیر قدرت مدیرعامل، ارتباطات سیاسی و مسئولیت پذیری اجتماعی بر حساسیت سرمایه گذاری به وجه نقد در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

فاطمه مرانی<sup>۱</sup>

اله کرم صالحی<sup>۲</sup>

علیرضا جرجززاده<sup>۳</sup>

احمد کعب عمیر<sup>۴</sup>

تاریخ دریافت: ۱۴۰۰/۰۷/۰۵ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۰/۰۹/۰۹

### چکیده

هدف از انجام پژوهش حاضر، بررسی تأثیر قدرت مدیرعامل، ارتباطات سیاسی و مسئولیت پذیری اجتماعی بر حساسیت سرمایه گذاری به وجه نقد در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. بدین منظور سه (۳) فرضیه برای بررسی این موضوع تدوین و داده های مربوط به ۱۰۴ شرکت عضو بورس اوراق بهادار تهران برای دوره زمانی بین سال های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۷ مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته است. الگوی رگرسیون پژوهش با استفاده از روش داده های ترکیبی با رویکرد تلفیقی، بررسی و آزمون شده است. نتایج نشان می دهد که قدرت مدیرعامل تأثیر منفی و معناداری بر حساسیت سرمایه گذاری به وجه نقد دارد، معیارهای ارتباطات سیاسی تأثیر منفی و معناداری بر حساسیت سرمایه گذاری به وجه نقد دارد و مسئولیت پذیری اجتماعی تأثیر منفی و معناداری بر حساسیت سرمایه گذاری به وجه نقد دارد.

**واژه های کلیدی:** قدرت مدیرعامل؛ ارتباطات سیاسی؛ مالکیت دولتی؛ مسئولیت پذیری اجتماعی؛ حساسیت سرمایه گذاری به وجه نقد.

طبقه بندی JEL: G11، C12، H16، M4

۱- گروه حسابداری، واحد اهواز دانشگاه آزاد اسلامی، اهواز، ایران. Fatemeh.marani2015@gmail.com

۲- گروه حسابداری، واحد مسجد سلیمان دانشگاه آزاد اسلامی، مسجد سلیمان، ایران. نویسنده مسئول A.k.salehi@iaumis.ac.ir

۳- گروه حسابداری، واحد اهواز دانشگاه آزاد اسلامی، اهواز، ایران arjorjor@gmail.com

۴- گروه حسابداری، واحد اهواز دانشگاه آزاد اسلامی، اهواز، ایران Kaab.acc@gmail.com

## ۱- مقدمه

مسئله سرمایه‌گذاری بهینه یکی از مهم‌ترین وظایف مدیران ارشد یک سازمان تلقی می‌شود. عدم سرمایه‌گذاری صحیح، هزینه‌های زیادی را به شرکت تحمیل خواهد کرد. اگر شرکت مبالغ زیادی را سرمایه‌گذاری کند به تبع آن، هزینه‌هایش نیز افزایش خواهند یافت و این امر در صورت بروز شرایط نامناسب اقتصادی باعث ضرر و زیان زیاد و حتی ورشکستگی شرکت خواهد شد. سرمایه‌گذاری بهینه مستلزم آن است که از یک سو، از مصرف منابع در فعالیت‌هایی که سرمایه‌گذاری در آن بیش از حد مطلوب انجام شده است، ممانعت شود (جلوگیری از بیش سرمایه‌گذاری) و از سوی دیگر، منابع به سمت فعالیت‌هایی که نیاز بیشتری به سرمایه‌گذاری دارد، هدایت گردد (جلوگیری از کم سرمایه‌گذاری). مطالعات انجام شده نشان می‌دهد تغییرات میزان جریان‌های نقدی در دسترس باعث ایجاد تغییرات (حساسیت) میزان سرمایه‌گذاری می‌شود؛ زیرا سرمایه‌گذاری جریان‌های نقدی به‌عنوان منبع ارزان قیمت تأمین مالی بیش از سایر منابع مورد توجه مدیران قرار می‌گیرد. همچنین، تئوری‌های بازار سرمایه نواقصی دارند که اصطلاحاً مالی ایجاد شده توسط مسئله نمایندگی، حساسیت مخارج سرمایه‌ای را نسبت به نوسانات تأمین مالی‌های داخلی افزایش می‌دهد (جنسن<sup>۱</sup>، ۱۹۷۶). اما برخی از محققین نشان دادند که حساسیت جریان وجه نقد سرمایه‌گذاری حتی ممکن است در بازارهای غیر حساس، به دلایلی به غیر از محدودیت‌های مالی مشاهده شود. به‌خصوص به دلیل دشواری‌هایی که در اندازه‌گیری فرصت‌های سرمایه‌گذاری نهایی (کیو (Q) توبین) وجود دارد، جریان وجه نقد ممکن است حاوی اطلاعاتی در خصوص فرصت‌های سرمایه‌گذاری باشد که در کیو (Q) توبین برآوردی، منعکس نشده است. به بیان ساده در چنین مواردی ممکن است تفاوت‌های مقطعی در حساسیت جریان نقدی به علت انحراف در خطای اندازه‌گیری کیو (Q) توبین باشد (اریکسون و ایند<sup>۲</sup>، ۲۰۰۰). همچنین برای بعضی از شرکت‌ها، ممکن است جریان وجه نقد معیار بهتری برای اندازه‌گیری فرصت‌های رشد باشد و لذا تفاوت‌های مقطعی در حساسیت جریان وجه نقد سرمایه‌گذاری مشاهده شود (آلتی<sup>۳</sup>، ۲۰۰۲). با توجه به این موضوع، حساسیت جریان نقدی سرمایه‌گذاری در زمان دسترسی مدیران به وجه نقد، منعکس کننده تمایل مدیران برای سرمایه‌گذاری بیش از میزان لازم می‌باشد (جنسن، ۱۹۸۶).

## ادبیات و مبانی نظری پژوهش

## مفهوم ارتباطات سیاسی و تأثیر آن بر حساسیت سرمایه‌گذاری به وجه نقد

اهمیت درک نقش شرکت‌های دارای روابط سیاسی در اقتصاد کشورهای در حال توسعه، ناشی از رشد آن‌ها و اهمیت متعاقب در دهه اخیر است (بیلز و گال<sup>۴</sup>، ۲۰۱۲). علاوه بر این، توجه به تأثیر روابط سیاسی در کشورهای آسیایی، از مباحث مورد توجهی است که توجه محققان را به خود جلب کرده است (برکمن و

<sup>1</sup> Jensen

<sup>2</sup> Erickson

<sup>3</sup> Altı

<sup>4</sup> Bliss and Gul

گالپودیج<sup>۱</sup>، ۲۰۱۶). مطالعات پیشین که نقش روابط سیاسی در سازمان دهی را مورد بررسی قرار داده‌اند، دامنه‌ای گسترده داشته و ارتباط بین روابط سیاسی با نتایج گوناگون مالی را مورد تجزیه و تحلیل قرار داده‌اند. برای نمونه، این مطالعات به بررسی ارتباط بین روابط سیاسی و حق الزحمه حسابرس، طی و پس از دوره بحران مالی (گال<sup>۲</sup>، ۲۰۰۶)؛ نقش کمیته حسابرسی و دوگانگی وظایف مدیرعامل در شرکت‌های دارای روابط سیاسی (بلیس و همکاران، ۲۰۱۱) عملکرد شرکت‌های دارای روابط سیاسی از منظر خصوصی‌سازی (بوبکری<sup>۳</sup> و همکاران، ۲۰۰۸)، کیفیت اطلاعات حسابداری در شرکت‌های دارای روابط سیاسی (چانی<sup>۴</sup> و همکاران، ۲۰۱۱) و نقش روابط سیاسی در تعیین هزینه‌های بهره‌مند می‌شوند برای نمونه، این قبیل شرکت‌ها می‌توانند دسترسی آسان‌تری به قانون‌گذاران داشته باشند. ادبیات نشان می‌دهد که شرکت‌های وابسته به ارتباطات سیاسی دارای دسترسی بهتر به بازارهای مالی خصوصی نسبت به همتایان خود که دارای ارتباطات سیاسی نیستند، هستند بنابراین ارتباطات سیاسی برای بهبود ارزش و عملکرد شرکت‌ها، به‌ویژه برای شرکت‌هایی که تحت کنترل دولت نیستند، هستند.

در این پژوهش جهت اندازه‌گیری ارتباطات سیاسی مدیریت، از دو معیار مالکیت دولتی و مالیات پرداختی استفاده می‌گردد. مالیات‌ها مهمترین منبع کسب درآمد برای دولت می‌باشند، علاوه بر آن ابزار مهم به کارگیری سیاست‌های مالی دولت نیز می‌باشند، از آنجا که مالکیت‌ها، تخصیص منابع را تحت تأثیر قرار می‌دهند؛ آثار مهمی بر متغیرهای واقعی اقتصادی خواهند داشت. در عمده کشورهای جهان، مالیات بر شرکت‌ها، بخش قابل توجهی از درآمد مالیاتی دولت را تشکیل می‌دهند. مالیات بر شرکت‌ها، به طور عمده، مالیات بر سود است که تخریب آن کمتر از مالیات بر پایه‌های دیگر مالیاتی است. همچنین مالیات بر شرکت‌ها، بر اساس اصل فایده در پرداخت مالیات می‌باشد، شرکت‌ها در بسیاری از موارد، از کالا و خدمات فراهم شده به وسیله دولت، بهره بیشتری می‌برند، در نتیجه بهای آن را با مالیاتی مجزا باید بپردازند. این نوع مالیات بر متغیرهای واقعی اقتصاد، از جمله سرمایه‌گذاری و تولید، تأثیر خواهد گذاشت. اینکه مالیات بر شرکت‌ها، چه آثاری بر ساختار اقتصاد، سرمایه‌گذاری و رشد دارد؛ بسیار حایز اهمیت می‌باشد. همچنین مالیات بر شرکت‌ها به عنوان ابزار کنترلی می‌باشد که اثراتی همچون کنترل انحصار، محدودیت در اندازه بنگاه، تأثیر بر سرمایه و تأثیر بر پس انداز را دارا می‌باشد. (خسروی و پژویان، ۱۳۹۲) بعلاوه از آنجاییکه هزینه‌های مالیاتی یکی از مهمترین هزینه‌های شرکت‌ها را تشکیل می‌دهد و موجب خروج نقدینگی از شرکت‌ها شده و سود سهام را کاهش می‌

<sup>1</sup> Berkman and Galporthage

<sup>2</sup> Gul

<sup>3</sup> Boubakri

<sup>4</sup> Chaney

دهد، هزینه مالیات و مالیات قابل پرداخت همواره مورد توجه مدیران اجرایی، هیأت مدیره و همچنین سهامداران شرکتها می باشد. (مولایی ایل زوله و همکاران، ۱۳۹۹)

### مفهوم مسئولیت پذیری اجتماعی و تأثیر آن بر حساسیت سرمایه‌گذاری به وجه نقد

مسئولیت اجتماعی شرکتها در دهه اخیر به پارادایم غالب و مسلط حوزه اداره شرکتها تبدیل شده است و شرکت‌های بزرگ و معتبر جهانی مسئولیت در برابر اجتماع و محیط اجتماعی را جزئی از استراتژی شرکتی خود می‌بینند. این مفهوم موضوعی است که هم‌اکنون در کشورهای توسعه‌یافته به شدت از سوی تمامی بازیگران همچون حکومتها، شرکتها، جامعه مدنی، سازمان‌های بین‌المللی و مراکز علمی دنبال می‌شود. شرکتها مسئولیت اجتماعی شرکتی را نوعی استراتژی تجاری می‌بینند که باعث می‌شود در فضای به شدت رقابتی، بر اعتبارشان افزوده شود و سهمشان در بازار فزونی گیرد.

مسئولیت اجتماعی شرکتی مفهومی است که به موجب آن شرکتها به طور داوطلبانه برای بهبود وضعیت اجتماع و کمک به داشتن جامعه‌ای بهتر و محیطی پاک‌تر تصمیم‌گیری می‌کنند. به عبارت دیگر، مفهومی که به موجب آن شرکتها در عملیات و فعالیت‌های خود و در تعامل با تمام ذینفعان، به صورت داوطلبانه در مسایل اجتماعی و زیست محیطی مشارکت می‌نمایند. از آنجاییکه، فعالیت‌های مرتبط با مسئولیت اجتماعی شرکتی اجباری و الزامی نمی‌باشد؛ لذا در خصوص دلیل مشارکت یا عدم مشارکت شرکت در فعالیت‌های مرتبط با مسئولیت اجتماعی، دیدگاه‌های مختلفی وجود دارد: دیدگاه سنتی که شامل نظریه نمایندگی است و بیان می‌کند که شرکت صرفاً نسبت به سهامداران مسئولیت دارد و از آنجاییکه مسئولیت اجتماعی شرکتی منافع سایر ذینفعان علاوه بر سهامداران را در نظر می‌گیرد؛ لذا تلاشی بدون توجه، غیرقابل قبول و نامشروع توسط مدیریت است. بخشی از مسایل نمایندگی از طریق فقدان اطلاعات مالی در دسترس سرمایه‌گذاران حاصل می‌شود. بنابراین شرکتهایی که افشای اطلاعات اضافی و داوطلبانه را درباره فعالیت‌های خویش فراهم می‌کنند، حسن روابط مشترک نماینده و کارگزار را بهبود می‌بخشد. پس می‌توان گفت که افشای داوطلبانه به مشابه کانالی است که سهامداران فعلی و بالقوه از طریق آن اطلاعات مربوط به ارزش و عملکرد شرکت و رابطه بین افراد درون سازمانی و برون سازمانی را به دست می‌آورند. (سعیدیان و همکاران، ۱۳۹۹) مسئولیت اجتماعی مجموعه وظایف و تعهداتی است که سازمان بایستی در جهت حفظ و مراقبت و کمک به جامعه‌ای که در آن فعالیت می‌کند، انجام دهد.

نقش نظارتی اطلاعات در گزارش‌های مالی به خوبی در ادبیات حسابداری بیان شده است (بیتی و لیا<sup>۱</sup>، ۲۰۱۰)، اما تحقیقات نشان می‌دهد هنگامی که شفافیت اطلاعات مالی یک شرکت پایین است، سرمایه‌گذاران ممکن است توجه پایین‌تری به چنین شرکت‌هایی اختصاص دهند. از طرف دیگر، فعالیت‌های مسئولیت اجتماعی شرکتها می‌تواند وسیله‌ای برای مدیران در جهت حل و فصل تعارض با ذینفعان باشد، که در نتیجه منجر به افزایش ثروت سهامداران و افزایش ارزش شرکت و در نتیجه کاهش حساسیت سرمایه‌گذاری

<sup>1</sup> Beatty, A., & Liao, W.

به وجه نقد شود (صامت و همکاران، ۲۰۱۷). مسئولیت اجتماعی شرکت، باور شرکت در این خصوص است که کلیه فعالیت های شرکت از جمله سیاستهای مربوط به پرداخت مالیات بر تمام ذینفعان از جمله سهامداران، کارکنان، جامعه، دولت، مشتریان و سایرین تأثیر می گذارد. از این دیدگاه، فعالیتهای مسؤله عبارتند از: توجه نمودن به تأثیرات اقدامات شرکت و تلاش جهت اثرگذاری مثبت و حفظ منافع کلیه ذینفعان و فعالیتهای غیرمسؤله. برخی معتقدند که مسؤله اجتماعی شرکت موجب افزایش عملکرد مالی، ارزش شرکت و نهایتاً افزایش سود شرکت و پاداش مدیران می شود، در مقابل عده ای معتقدند که مسؤله اجتماعی شرکت؛ موجب کاهش منابع، افزایش هزینه ها و در نهایت کاهش سود شرکت و پاداش مدیران می گردد.

### مفهوم قدرت مدیرعامل و تأثیر آن بر حساسیت سرمایه گذاری به وجه نقد

یکی دیگر از عوامل تأثیر گذار بر نقدی شونددگی سهام و حساسیت سرمایه گذاری به وجه نقد قدرت مدیرعامل می باشد؛ قدرت مدیرعامل و نتایج شرکت در طول زمان مورد بحث قرار گرفته اند. در برخی شرکت ها، مدیرعامل شرکت قدرتش را بر تصمیم های مهم شرکت غلبه کرده است، که تا حد زیادی بر شرکت ها در آینده تأثیر می گذارد. اولین مشکل برای حل این مسئله، "آیا تغییر تصمیم های مدیریتی برای درک رفتار آینده شرکت بسیار مهم است؟" فینکلستن و همبیرک<sup>۱</sup> (۱۹۹۶) دریافتند که مدیر یک فاکتور بسیار مهمی برای شرکت می باشد. بنابراین در فرضیه این پژوهش، تغییرات عملکرد و ارزش شرکت، شرایط نقدشوندگی سهام و حساسیت سرمایه گذاری به وجه نقد شرکت باید نتیجه فرآیند تصمیم گیری قدرتمند باشد. قدرت به دلیل افزایش اندازه، کاهش می یابد. علاوه بر این، لیو و جیراپرون<sup>۲</sup> (۲۰۱۰) یافته های مختلفی برای اثبات رابطه منفی بین قدرت بیشتر مدیرعامل و عملکرد شرکت دارند. آن ها دریافتند که اختلاف بین مدیرعامل و بدهکاران وجود دارد. در شرکت هایی که مدیران ارشد بیشتری دارند، هزینه بدهی به طور قابل توجهی بالاتر از حد متوسط است. علاوه بر این، احتمال دارد که این مدیران اجرایی اقداماتی را برای پنهان کردن برخی از اطلاعات لازم از شرکت های بدهکار انجام دهند. بیشتر مقالاتی نظیر پفیفر و لبلبکی<sup>۳</sup> (۱۹۷۳) رابطه ی بین سن مدیر و صنعت را مورد بررسی قرار دادند. آن ها رابطه معنی داری بین تمرکز صنعت، سن مدیرعامل شرکت و رابطه آن ها با همبستگی صفر دارند.

### پیشینه پژوهش

ملکیان و همکاران (۱۳۹۵) رابطه بین مالکیت دولتی و نهادی با مسؤله پذیری اجتماعی شرکت ها را مورد بررسی قرار دادند. جهت سنجش مسؤله پذیری اجتماعی از پرسشنامه استفاده گردید. جنبه های فرایندهای درون سازمانی، محیط زیست، محیط کار، جامعه و کشور، بازار و صنعت از مسؤله اجتماعی که در این پژوهش

<sup>۱</sup> Finkelstein and Hambrick

<sup>۲</sup> Liu and Jirapron

<sup>۳</sup> Pfeffer and Leblebici

مورد استفاده قرار گرفته است. نتایج حاصل از پژوهش بیانگر آن است که مالکیت دولتی رابطه مثبت معناداری با مسئولیت پذیری اجتماعی دارد. همچنین تمرکز مالکیت دولتی نقش مثبتی در افشای مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها ایفا می‌کند. اما نتایج پژوهش نشان می‌دهد که مالکیت نهادی و تمرکز مالکیت نهادی رابطه معناداری با مسئولیت اجتماعی ندارند.

مهربان پور و همکاران (۱۳۹۶) در پژوهشی به بررسی تأثیر روابط سیاسی شرکت‌ها بر به‌کارگیری معاملات غیرعادی با اشخاص وابسته پرداختند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد که روابط سیاسی به‌طور معناداری موجب کاهش اعتبار فروش غیرعادی به اشخاص وابسته شود. همچنین نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد که روابط سیاسی، مدیریت سود از طریق اعطای اعتبار غیرعادی به‌طور معنادار کاهش می‌دهد.

صالحی و همکاران (۱۳۹۶) در پژوهشی با عنوان خوش‌بینی مدیریتی بر حساسیت سرمایه‌گذاری به وجه نقد به بررسی معیار خوش‌بینی مدیریتی و تأثیر آن بر حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی با در نظر گرفتن وجود و یا عدم وجود محدودیت مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج پژوهش آن‌ها ارتباط مثبت و معنادار میان خوش‌بینی مدیریتی و حساسیت سرمایه‌گذاری را در میان کل نمونه، و همچنین در میان شرکت‌های طبقه بندی شده تحت عنوان دارای محدودیت مالی و بدون محدودیت مالی را نشان می‌دهد.

توانگر حمزه کلایی و اسکافی اصل (۱۳۹۷) در پژوهشی به بررسی ارتباط بین قدرت مدیر عامل، ویژگی‌های کمیته حسابرسی و کیفیت کنترل داخلی پرداختند. به این منظور اطلاعات ۹۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به صورت تحلیل لاجیت مورد آزمون قرار گرفته است. نتایج پژوهش نشان داد که قدرت مدیرعامل تأثیر تعدیل‌کننده منفی بر ارتباط مثبت بین اندازه کمیته حسابرسی و کیفیت کنترل داخلی دارد. رهنمای رودپشتی و زندی (۱۳۹۸) در پژوهشی به بررسی تأثیر قدرت مدیر عامل بر روی اهرم مالی شرکت‌ها با استفاده از یک نمونه شامل ۱۵۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در طی دوره ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۶ پرداختند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد که هرچه قدرت مدیرعامل افزایش پیدا کند به همان نسبت ساختار سرمایه شرکت‌ها و نسبت اهرم مالی در جهت منفی حرکت خواهد کرد. و باعث کاهش بدهی در ساختار سرمایه شرکت‌ها خواهد شد.

مولایی ایل زوله و همکاران (۱۳۹۹) در پژوهشی به بررسی رابطه مسئولیت اجتماعی شرکت و پاداش مدیران با گزارشگری متهورانه مالیاتی پرداختند. یافته‌های پژوهش آن‌ها نشان می‌دهد بین مسئولیت اجتماعی شرکت با گزارشگری متهورانه مالیاتی رابطه منفی و معناداری وجود دارد.

### پیشنه خارجی

مرسلند و همکاران (۲۰۱۶) در پژوهشی به بررسی تأثیر قدرت مدیر عامل بر هزینه‌های نمایندگی پرداختند. آن‌ها برای اندازه‌گیری هزینه‌های نمایندگی از چهار معیار نسبت گردش دارایی‌ها، هزینه‌های عملیاتی، نقدینگی

شرکت و نسبت دارایی‌های نامشهود استفاده کردند. نتایج آن‌ها حاکی از آن بود که قدرت مدیر عامل تأثیر منفی و معناداری بر هزینه نمایندگی دارد.

لی و همکاران (۲۰۱۶) در پژوهشی به بررسی تأثیر قدرت مدیرعامل و مسئولیت پذیری اجتماعی بر ارزش شرکت پرداختند. نتایج آن‌ها حاکی از آن بود که مسئولیت‌پذیری اجتماعی تأثیر مثبت و معناداری بر ارزش شرکت دارد، همچنین نتایج پژوهش حاکی از آن بود که قدرت مدیرعامل تأثیر مثبت و معناداری بر ارزش شرکت دارد. علاوه بر این نتایج پژوهش حاکی از آن بود که قدرت مدیر عامل تأثیر مثبت و معناداری بر مسئولیت‌پذیری اجتماعی دارد.

صامت و جاربویی<sup>۱</sup> (۲۰۱۷) در پژوهشی به بررسی رابطه بین مسئولیت اجتماعی شرکتی، هزینه های نمایندگی با حساسیت سرمایه گذاری 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 سرمایه گذاری به وجه داخلی ضعیف است. (۲) هزینه های نمایندگی جریان وجه نقد، اثر منفی مسئولیت اجتماعی شرکتی بر حساسیت سرمایه گذاری به وجه نقد را تعدیل می کند. بنابراین، این مطالعه بطور تجربی پیشنهاد می کند که شرکتها با مسئولیت اجتماعی؛ دارای موقعیت بهتری برای تامین مالی در بازارهای سرمایه از طریق کاهش اصطکاک بازار و هزینه های نمایندگی هستند.

حسین علی احمد عبد، اسکار و رالا (۲۰۱۸) در پژوهشی به بررسی تاثیر رقابت در بازار محصول بر حساسیت سرمایه گذاری به وجه نقد پرداخت. نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد که رقابت در بازار محصول تاثیر منفی و معناداری بر حساسیت سرمایه گذاری به وجه نقد دارد. علاوه بر این نتایج پژوهش حاکی از آن بود که تاثیر رقابت در بازار محصول بر حساسیت سرمایه گذاری به وجه نقد در شرکت‌های بدون محدودیت مالی نسبت به شرکت‌های با محدودیت مالی بیشتر است.

دباسکی و همکاران (۲۰۱۹) در پژوهشی به بررسی تاثیر قدرت مدیرعامل بر محتوای اطلاعاتی اعلامیه سودهای فصلی پرداختند. نتایج حاصل از پژوهش آن‌ها نشان داد که قدرت مدیرعامل تاثیر مثبت و معناداری بر محتوای اطلاعاتی سودهای فصلی دارد.

### فرضیه‌های پژوهش

**فرضیه اول:** قدرت مدیر عامل تأثیر معناداری بر حساسیت سرمایه گذاری به وجه نقد دارد.

**فرضیه دوم:** ارتباطات سیاسی تأثیر معناداری بر حساسیت سرمایه گذاری به وجه نقد دارد.

در این پژوهش جهت اندازه گیری ارتباطات سیاسی مدیریت، از دو معیار مالکیت دولتی و مالیات پرداختی استفاده می گردد. بنابراین فرضیات فرعی به شرح زیر بیان می شوند.

**فرضیه فرعی اول:** مالکیت دولتی تأثیر معناداری بر حساسیت سرمایه گذاری به وجه نقد دارد.

<sup>۱</sup> Samet and Jarbou

**فرضیه فرعی دوم:** مالیات پرداختی تأثیر معناداری بر حساسیت سرمایه گذاری به وجه نقد دارد.  
**فرضیه سوم:** مسئولیت اجتماعی شرکت تأثیر معناداری بر حساسیت سرمایه گذاری به وجه نقد دارد.

## روش‌شناسی پژوهش

### تجزیه و تحلیل اطلاعات

به دلیل اینکه نتایج حاصل از این پژوهش می‌تواند در فرآیند تصمیم‌گیری استفاده شود، این پژوهش از لحاظ هدف کاربردی است. همچنین، این پژوهش از لحاظ ماهیت، توصیفی-همبستگی است، زیرا در این نوع پژوهش‌ها پژوهشگر به دنبال ارزیابی ارتباط بین دو یا چند متغیر است. در این پژوهش به منظور تجزیه و تحلیل داده‌ها و استخراج نتایج پژوهش از نرم افزار Excel 2010 و Stata ۱۴ استفاده شده است. همچنین، سطح اطمینان مورد استفاده برای آزمون فرضیه‌ها و بررسی فروض کلاسیک رگرسیون ۹۵ درصد است. برای برآورد پارامترهای مدل‌های رگرسیون، آزمون فروض کلاسیک از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است. به منظور تشخیص وجود خود همبستگی بین باقیمانده‌ها، از آزمون آماره ولدریج استفاده شد. مقدار این آماره برای مدل‌های پژوهش، نشان-دهنده نبود همبستگی سریالی بین باقیمانده‌هاست.

### متغیرهای پژوهش

متغیرهای این پژوهش مشتمل بر سه دسته متغیر مستقل، متغیر وابسته و متغیر کنترلی به شرح زیر است:

#### • متغیرهای مستقل

**قدرت مدیر عامل:** برای اندازه‌گیری قدرت مدیر عامل مطابق پژوهش لیسیک و همکاران (۲۰۱۶) از ۶ معیار که به شرح زیر بیان می‌شوند استفاده خواهد شد.

**معیار اول: حقوق و مزایای مدیر عامل:** (Recomp\_D): مجموع حقوق و مزایای مدیر عامل اعم از (حق الزحمه، پاداش، کمک‌های مالی سهام و حق تقدم سهام) تقسیم بر حقوق و مزایای مجموع حقوق و مزایای بالاترین مدیران اجرایی. (Recomp\_D) یک متغیر دو وجهی (۰ و ۱) بوده که در صورتی مجموع حقوق و مزایای مدیرعامل شرکت I نسبت به مجموع حقوق و مزایای سایر مدیران اجرایی بیشتر از میانه همان دوره شرکت‌های صنعت مربوطه عضو نمونه باشد، بیانگر قدرت مدیریت بوده عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر را اختیار می‌نماید

**معیار دوم: دوگانگی وظیفه مدیر عامل و رئیس هیات مدیره و یا نایب رئیس هیات مدیره (Duality):** دوگانگی وظیفه مدیر عامل و رئیس هیات مدیره: متغیر مجازی اگر مدیرعامل رئیس یا نایب رئیس هیئت مدیره نیز باشد برابر ۱ و در غیر این صورت ۰

**معیار سوم: مالکیت مدیریتی (CEO\_Holding\_D):** مدیران اجرایی با مالکیت سهام بیشتر به احتمال زیاد به کاهش نفوذ هیات مدیره و افزایش اختیار عمل بیشتر در تصمیم‌گیری می‌شود. بنابراین مدیران اجرایی



با مالکیت سهام بیشتر قوی ترند (فینکلشتاین، ۱۹۹۲). (*CEO\_Holding\_D*) یک متغیر دو وجهی (۰ و ۱) بوده که در صورتی مجموع سهام در اختیار مدیرعامل شرکت آبیستر از میانه مجموع سهام در اختیار مدیرعامل همان دوره شرکت های صنعت مربوطه عضو نمونه باشد، بیانگر قدرت مدیریت بوده عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر را اختیار می نماید

**معیار چهارم: تصدی مدیرعامل (*CEO\_Tenure\_D*):** به عنوان تعداد سال های مدیرعامل در اداره شرکت بوده تعریف می شود. تصدی مدیر عامل نفوذ مدیرعامل را افزایش می دهد و در نتیجه قدرت مدیرعامل را افزایش می دهد (رایان و ویگینز، ۲۰۰۴). بدین ترتیب (*CEO\_Holding\_D*) یک متغیر دو وجهی (۰ و ۱) بوده که در صورتی که تصدی مدیرعامل شرکت I بیشتر از میانه مجموع تصدی مدیرعامل های همان دوره شرکت های صنعت مربوطه عضو نمونه باشد، بیانگر قدرت مدیریت بوده عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر را اختیار می نماید

**معیار پنجم: تعداد سمت های مدیران اجرایی (*NumExec\_D*):** در این پژوهش سمت های اجرایی از قبیل مدیرکل، وزیر کشور، ریاست جمهوری، CFO، COO، معاون رئیس جمهور، نایب رئیس با وظایف دولت و... بدین ترتیب (*NumExec\_D*) یک متغیر دو وجهی (۰ و ۱) بوده که در صورتی که تعداد سمت های مدیرعامل شرکت I بیشتر از میانه مجموع تعداد سمت های مدیرعامل های همان دوره شرکت های صنعت مربوطه عضو نمونه باشد، بیانگر قدرت مدیریت بوده عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر را اختیار می نماید

**معیار ششم: تصدی سمت های مدیران اجرایی (*NumYear\_D*):** به عنوان تعداد سال مدیر عامل آن شرکت داری سمت (رئیس جمهور، CFO، COO، معاون رئیس جمهور، نایب رئیس با وظایف دولت، و یا مدیر کل) بوده. بدین ترتیب (*NumYear\_D*) یک متغیر دو وجهی (۰ و ۱) بوده که در صورتی که تصدی تعداد سمت های مدیرعامل شرکت I بیشتر از میانه مجموع تصدی تعداد سمت های مدیرعامل های همان دوره شرکت های صنعت مربوطه عضو نمونه باشد، بیانگر قدرت مدیریت بوده عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر را اختیار می نماید. در پایان شاخص قدرت مدیر عامل شرکت (CEO power) مجموع هر یک از متغیرهای شاخص ذکر شده در بالا تقسیم بر عدد ۶ است و در نتیجه برابر است با مقداری بین ۰ تا ۱ است که هرچه به عدد ۱ نزدیکتر باشد مدیرعامل دارای قدرت بیشتری است و بالعکس.

**ارتباطات سیاسی (PCON):** در این پژوهش برای اندازه گیری ارتباطات سیاسی از دو معیار شامل مالکیت دولتی و نسبت مالیات پرداختی استفاده خواهد شد.

**مالکیت دولتی (Govown):** در پژوهش حاضر روابط سیاسی شرکت به عنوان متغیر مستقل مدل، مطابق با مطالعه حبیب و همکاران (۲۰۱۷)، های و همکاران (۲۰۱۷) و نیکومرام و همکاران (۱۳۹۲) به وسیله یک دو وجهی (۰ و ۱) اندازه گیری می شود. به طوری که اگر حداقل یکی از سهامداران عمده شرکت (با مالکیت ۱۰ درصد یا بیشتر) از شخصیت های وابسته به دولت باشد، مقدار ۱ و در غیر این صورت مقدار صفر (۰) اعمال می شود.

**مالیات پرداختی (TAX):** برابر است با نسبت مالیات پرداختی به سود قبل از کسر بهره و مالیات.

مسئولیت اجتماعی (CSR): در این پژوهش مسئولیت پذیری شرکت‌ها (CSR)، به‌عنوان متغیر مستقل در نظر گرفته شده است که برای اندازه‌گیری مسئولیت پذیری اجتماعی شرکت‌ها، براساس پژوهش حسینی و امجدیان (۱۳۹۶) برای رتبه بندی شرکت های نمونه، گزارش های هیات مدیره مورد بررسی قرار می گیرد و در قالب ۲۴ قلم و ۶ گروه زیر که نشاندهنده مسئولیت پذیری اجتماعی در شرکت هاست تجزیه و تحلیل می شود. البته نخیلی و همکاران (۲۰۱۷) برای این منظور از ۴۲ آیتم در قالب سه گروه استفاده نمود.

سیاست و جامعه: (۱) محیط حقوقی، ۲. ارتباط با سهامداران، ۳. فعالیت های فرهنگی برون سازمانی) استراتژی کارمندان: (۴) دوره های تخصصی مرتبط با کار، ۵. دوره های عمومی، ۶. بیمه و امور رفاهی کارکنان در محیط کار، ۷. تلاش برای سازندگی زندگی خانوادگی کارکنان، ۸. فعالیتهای فرهنگی درون سازمانی)

محیط زیست: (۹) اشاره به دریافت گواهینامه ها و دریافت استاندارد مربوط به کیفیت و یا محیط زیست، ۱۰. ایجاد فضای سبز و فعالیت های مربوط به آن، ۱۱. آلودگی های هوا و صوتی و فعالیت های مرتبط با آن، ۱۲. بازیافت یا جلوگیری از ضایعات و یا فعالیتهای مرتبط با پسماند، ۱۳. اشاره به رویکرد شرکت در ارتباط با کاهش مصرف در حوزه انرژی)

مشتریان و عرضه کنندگان: (۱۴) سعی در بهبود کیفیت کالا و یا خدمات ارائه شده به جامعه و مشتری، ۱۵. اشاره به ارتباط با مشتریان و خدمات پس از فروش و یا وجود CRM، ۱۶. داشتن سایت اینترنتی، ۱۷. به روز رسانی سایت، ۱۸. انجام خدمات اینترنتی شامل فروش مناقصه و ثبت سفارش و....)

سرمایه گذاری اجتماعی: (۱۹) بند گزارش عملکرد اجتماعی، ۲۰. کمک های عام المنفعه، ۲۱. اشاره به سیاست و استراتژی شرکت در مورد مسئولیت پذیری اجتماعی و تعهد اجتماعی.)

استراتژی شرکت: (۲۲) برنامه ریزی استراتژیک و تعالی سازمانی EFQM، ۲۳. سنجش و رضایت کارکنان و وجود طبقه بندی مشاغل در سازمان و توسعه منابع سازمانی، ۲۴. بیان ارزش های محوری سازمان با تأکید بر مشتری و جامعه.)

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

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

$nj$  = مجموع امتیازات مورد انتظار برای هر شرکت ز در سال t (که برای ۲۴ قلم بالا معادل ۲۴ می باشد)

$X_{ij}$  = مجموع امتیازات مکتسبه برای هر شرکت ز در سال t (شرکت به ازای هر قلمی که افشا نموده است کد یک به قلم مربوطه تعلق می گیرد و در غیر این صورت کد صفر می گیرد).

• متغیر وابسته

حساسیت سرمایه گذاری به وجه نقد: به پیروی از پژوهش صامت و جارویی (۲۰۱۷) از مدل رگرسیونی چندگانه (۱) جهت تخمین حساسیت سرمایه گذاری به وجه نقد استفاده می گردد:

مدل (۱)

$$\left(\frac{I}{K}\right)_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 \left(\frac{S}{K}\right)_{i,t-1} + \beta_2 \left(\frac{CF}{K}\right)_{i,t-1} + \beta_3 \left(\frac{I}{K}\right)_{i,t-1} + \beta_4 \left(\frac{I}{K}\right)_{i,t-1}^2 + \beta_5 \left(\frac{D}{K}\right)_{i,t-1}^2 + \varepsilon_{i,t}$$

I = سرمایه گذاری در دارایی های ثابت

K = سرمایه شرکت

S = درآمد فروش

CF = وجه نقد

D = مجموع بدهی ها

جامعه آماری و روش نمونه گیری

جامعه آماری مورد نظر در این پژوهش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۹۰-۹۷ می باشند. شرایط زیر برای انتخاب جامعه آماری به روش غربالگری گردیده است:

جدول (۱) تعداد شرکت های موجود در جامعه آماری

ردیف	شرح	تعداد شرکت ها
1	کل جامعه آماری (در پایان سال ۱۳۹۶)	۷۴۵
2	شرکت های عضو صنایع واسطه گروه مالی، هلدینگ و بانک ها و بیمه ها	(۱۵۷)
3	شرکت های که در طی دوره تحقیق از بورس حذف شده اند یا حداقل دو سال متوالی توقف نماد داشته اند یا تغییر سال مالی داده اند	(۱۳۶)
4	شرکت هایی که سال مالی آن ها پایان اسفند نمی باشد	(۱۲۲)
5	شرکت هایی که برخی اطلاعات مورد نیاز در دوره زمانی پژوهش در دسترس نبوده	(۲۲۶)
	جامعه آماری مورد بررسی	۱۰۴

منبع: یافته های پژوهشگر

با توجه به شرایط ذکر شده، ۱۰۴ شرکت در دوره زمانی ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۷ به عنوان جامعه آماری انتخاب شده است.

### الگوی پژوهش

با توجه به چارچوب نظری و پیشینه تحقیق، مدل تحقیق از نوع رگرسیون چند متغیره است. بنابراین، الگوهای زیر برای انجام آزمون فرضیه‌ها انتخاب شده است.

الگوی (۱) برای آزمون فرضیه اول پژوهش

$$\left(\frac{I}{K}\right)_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 \left(\frac{S}{K}\right)_{i,t-1} + \beta_2 \left(\frac{CF}{K}\right)_{i,t-1} + \beta_3 \text{CEO power}_{i,t} + \beta_4 \text{CEO power} * \left(\frac{CF}{K}\right)_{i,t-1} + \beta_5 \left(\frac{I}{K}\right)_{i,t-1} + \beta_6 \left(\frac{I}{K}\right)_{i,t-1}^2 + \beta_7 \left(\frac{D}{K}\right)_{i,t-1}^2 + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

الگوی (۲) برای آزمون فرضیه دوم (فرضیه فرعی اول) پژوهش

$$\left(\frac{I}{K}\right)_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 \left(\frac{S}{K}\right)_{i,t-1} + \beta_2 \left(\frac{CF}{K}\right)_{i,t-1} + \beta_3 \text{Govown}_{i,t} + \beta_4 \text{Govown} * \left(\frac{CF}{K}\right)_{i,t-1} + \beta_5 \left(\frac{I}{K}\right)_{i,t-1} + \beta_6 \left(\frac{I}{K}\right)_{i,t-1}^2 + \beta_7 \left(\frac{D}{K}\right)_{i,t-1}^2 + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

الگوی (۳) برای آزمون فرضیه دوم (فرضیه فرعی دوم) پژوهش

$$\left(\frac{I}{K}\right)_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 \left(\frac{S}{K}\right)_{i,t-1} + \beta_2 \left(\frac{CF}{K}\right)_{i,t-1} + \beta_3 \text{TAX}_{i,t} + \beta_4 \text{TAX} * \left(\frac{CF}{K}\right)_{i,t-1} + \beta_5 \left(\frac{I}{K}\right)_{i,t-1} + \beta_6 \left(\frac{I}{K}\right)_{i,t-1}^2 + \beta_7 \left(\frac{D}{K}\right)_{i,t-1}^2 + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

الگوی (۴) برای آزمون فرضیه سوم پژوهش

$$\left(\frac{I}{K}\right)_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 \left(\frac{S}{K}\right)_{i,t-1} + \beta_2 \left(\frac{CF}{K}\right)_{i,t-1} + \beta_3 \text{CSR}_{i,t} + \beta_4 \text{CSR} * \left(\frac{CF}{K}\right)_{i,t-1} + \beta_5 \left(\frac{I}{K}\right)_{i,t-1} + \beta_6 \left(\frac{I}{K}\right)_{i,t-1}^2 + \beta_7 \left(\frac{D}{K}\right)_{i,t-1}^2 + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

متغیرهای الگو در جدول (۲) تعریف شده‌اند:

جدول (۲): تعریف متغیرهای الگو

متغیر مورد بررسی	نماد
سرمایه گذاری در دارایی ثابت	<i>I</i>
سرمایه شرکت	<i>K</i>
درآمد فروش	<i>S</i>
وجه نقد	<i>CF</i>
مجموع بدهی‌ها	<i>D</i>
قدرت مدیرعامل	CEO power
مالکیت دولتی	Govown
مالیات پرداختنی	TAX
مسئولیت پذیری اجتماعی	CSR

منبع: یافته‌های پژوهشگر

### آمار توصیفی

نتایج آمار توصیفی متغیرهای پژوهش در جدول (۳) نشان داده شده است. جدول (۳) آمار توصیفی مربوط به متغیرهای پژوهش را نشان می‌دهد که بیانگر پارامترهای توصیفی برای هر متغیر به صورت مجزاست. از جمله مهم‌ترین پارامترهای پراکندگی، انحراف معیار است. مقدار این پارامتر برای متغیر نسبت فروش به سرمایه شرکت ( $S/K$ ) برابر  $۰/۵۹۴$  و برای متغیر نسبت سرمایه‌گذاری در دارایی‌های ثابت به سرمایه شرکت ( $I/K$ ) برابر با  $۰/۰۳۷$  است که نشان می‌دهد در بین متغیرهای پژوهش،  $S/K$  و  $I/K$  به ترتیب دارای بیشترین و کمترین میزان پراکندگی هستند. همچنین، لازم به توضیح است به منظور اجتناب از تأثیر داده‌های نامرتب بر نتایج تحقیق، کلیه داده‌های نامرتب متغیرها در سطح یک درصد حذف شده‌اند.

جدول (۳): آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	تعداد	میانگین	انحراف معیار	کمینه	بیشینه
$I/K$	۸۶۴	$۰/۰۳۳۳$	$۰/۰۳۷$	$۰/۰۰۰$	$۰/۲۹۴$
$S/K$	۸۶۴	$۰/۸۷۵$	$۰/۵۹۴$	$۰/۰۰۲۹$	$۵/۱۴۴$
$CF/K$	۷۸۲	$۰/۰۰$	$۰/۰۴۷۰$	$۰/۰۰۰۱$	$۰/۴۶۰$
CEO power	۷۸۲	$۰/۳۱۹$	$۰/۲۲۵$	$۰/۰۰۰۰$	$۱/۰۰۰$
Govown	۷۸۲	$۰/۵۴۳$	$۰/۴۹۸$	$۰/۰۰۰۰$	$۱/۰۰۰$
TAX	۷۸۲	$۰/۰۹۵۵$	$۰/۰۹۵۷$	$۰/۰۰۰$	$۰/۶۰۷$
CSR	۷۸۲	$۰/۴۶۵$	$۰/۱۸۰$	$۰/۰۸۳۳۳$	$۰/۹۲۵$
$D/K$	۷۸۲	$۰/۶۵۸$	$۰/۳۶۰$	$۰/۰۱۲۷$	$۲/۸۷۶$

منبع: یافته‌های پژوهشگر

### آمار استنباطی

با این حال، در برآورد الگوی پژوهش با توجه به عدم معناداری آزمون چاو به ترتیب برای الگوهای (۱ تا ۴) ( $۰/۲۵۲$ ،  $۰/۴۱۷$ ،  $۰/۳۶۶$  و  $۰/۳۹۷$ ) که همه بیشتر از ۵ درصد می‌باشند با به‌کارگیری رویکرد تلفیقی برآورد شده است؛ بنابراین، به تخمین الگوی پژوهش با توجه به روش ارجح پرداخته شد. در ادامه نتایج تخمین الگوی پژوهش در نگاره (۵ تا ۸) با روش ارجح نشان داده شده است.

با توجه به نتایج قابل مشاهده در جدول (۵) و با توجه آماره  $F$  به دست آمده ( $۴۱۴/۲۰$ ) و سطح خطای آن ( $۰/۰۰۰$ )، می‌توان ادعا کرد که در مجموع الگوی تحقیق از معناداری بالایی برخوردار است. همچنین، با توجه به ضریب تعیین تعدیل شده به دست آمده برای الگو که برابر ۳۲ درصد است، می‌توان بیان کرد که در مجموع متغیرهای مستقل و کنترل تحقیق بیش از ۳۲ درصد تغییرات متغیر وابسته را توضیح می‌دهند. افزون بر این، با توجه به معنادار نبودن آماره ولدریج ( $۰/۱۰۷$ ) که بیشتر از ۵ درصد می‌باشد به این معناست که باقیمانده مدل

پژوهش با هم خود همبستگی سریالی ندارند. هم چنین مقادیر تورم واریانس (آماره vif) (محدوده استاندارد آماره vif بین عدد ۱ تا ۱۰ می باشد) بیان می کند متغیرهای مستقل، مشکل هم خطی ندارند.

جدول (۴): نتایج آزمون های انتخاب الگوی مناسب بر آورد مدل ها

آزمون چاو		الگوی مورد بررسی
معناداری	آماره	
۰/۲۵۲	۱/۳۵	الگوی (۱)
۰/۴۱۷	۱/۰۲	الگوی (۲)
۰/۳۶۶	۱/۰۹	الگوی (۳)
۰/۳۹۷	۱/۰۵	الگوی (۴)

\* منبع: یافته های پژوهشگر

جدول (۵): نتایج حاصل از بر آورد الگوی (۱) پژوهش برای آزمون فرضیه اول

متغیر	ضریب متغیر	آماره تی	سطح خطا	آماره vif
$\alpha_0$	۰/۰۲۲۴	۵/۹۶	۰/۰۰۰	
$\left(\frac{S}{K}\right)_{i,t-1}$	۰/۰۰۲۱	۱/۱۳	۰/۲۵۸	۱/۰۶
$\left(\frac{CF}{K}\right)_{i,t-1}$	۰/۰۴۶۲	۱/۸۹	۰/۰۵۸	۱/۱۰
CEO power	-۰/۰۱۶۷	-۳/۴۰	۰/۰۰۱	۱/۰۶
CEO power * $\left(\frac{CF}{K}\right)_{i,t-1}$	-۰/۰۵۶۱	-۲/۰۱	۰/۰۴۵	۱/۱۰
$\left(\frac{I}{K}\right)_{i,t-1}$	۰/۸۳۶	۱۶/۲۱	۰/۰۰۰	۲/۷۷
$\left(\frac{I}{K}\right)_{i,t-1}^2$	-۱/۶۰۰	-۷/۶۲	۰/۰۰۰	۲/۷۶
$\left(\frac{D}{K}\right)_{i,t-1}^2$	-۰/۰۱۰۶	-۳/۴۱	۰/۰۰۱	۱/۰۶
ضریب تعیین تعدیل شده				۰/۳۲۶
آماره ولدریج				۳/۴۰۱
احتمال آماره ولدریج				۰/۱۰۷
آماره F				۴۱۴/۲۰
احتمال آماره F				۰/۰۰۰

منبع: یافته های پژوهشگر

با توجه به نتایج قابل مشاهده در جدول (۶) و با توجه آماره F به دست آمده (۴۱۴/۶۰) و سطح خطای آن (۰/۰۰۰)، می توان ادعا کرد که در مجموع الگوی تحقیق از معناداری بالایی برخوردار است. همچنین، با توجه به

ضریب تعیین تعدیل شده به دست آمده برای الگو که برابر ۳۲ درصد است، می توان بیان کرد که در مجموع متغیرهای مستقل و کنترل تحقیق بیش از ۳۲ درصد تغییرات متغیر وابسته را توضیح می دهند. افزون بر این، با توجه به معنادار نبودن آماره ولدریج (۰/۱۰۲) که بیشتر از ۵ درصد می باشد به این معناست که باقیمانده مدل پژوهش با هم خود همبستگی سریالی ندارند. هم چنین مقادیر تورم واریانس (آماره vif) (محدوده استاندارد آماره vif بین عدد ۱ تا ۱۰ می باشد) بیان می کند متغیرهای مستقل، مشکل هم خطی ندارند.

جدول (۶): نتایج حاصل از برآورد الگوی (۲) پژوهش برای آزمون فرضیه دوم (فرعی اول)

متغیر	ضریب متغیر	آماره تی	سطح خطا	آماره vif
$\alpha_0$	۰/۰۱۹۸	۵/۵۹	۰/۰۰۰	
$\left(\frac{S}{K}\right)_{i,t-1}$	۰/۰۰۱۸	۱/۰۱	۰/۳۱۵	۱/۰۵
$\left(\frac{CF}{K}\right)_{i,t-1}$	۰/۰۷۴	۲/۷۸	۰/۰۰۵	۱/۱
Govown	-۰/۰۰۶۳	-۲/۶۹	۰/۰۰۷	۱/۱۶
$Govown * \left(\frac{CF}{K}\right)_{i,t-1}$	-۰/۰۵۰	-۲/۱۷	۰/۰۳۰	۱/۴۵
$\left(\frac{I}{K}\right)_{i,t-1}$	۰/۸۱۶	۱۵/۹۱	۰/۰۰۰	۲/۷۴
$\left(\frac{I}{K}\right)_{i,t-1}^2$	-۱/۴۹۸	-۷/۱۷	۰/۰۰۰	۲/۷۳
$\left(\frac{D}{K}\right)_{i,t-1}^2$	-۰/۰۰۹۷	-۳/۱۲	۰/۰۰۲	۱/۰۵
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۳۲۷			
آماره ولدریج	۳/۵۲۹			
احتمال آماره ولدریج	۰/۱۰۲			
آماره F	۴۱۴/۶۰			
احتمال آماره F	۰/۰۰۰			

منبع: یافته های پژوهشگر

با توجه به نتایج قابل مشاهده در جدول (۷) و با توجه آماره F به دست آمده (۴۰۶/۳۵) و سطح خطای آن (۰/۰۰۰)، می توان ادعا کرد که در مجموع الگوی تحقیق از معناداری بالایی برخوردار است. همچنین، با توجه به ضریب تعیین تعدیل شده به دست آمده برای الگو که برابر ۳۲ درصد است، می توان بیان کرد که در مجموع متغیرهای مستقل و کنترل تحقیق بیش از ۳۲ درصد تغییرات متغیر وابسته را توضیح می دهند. افزون بر این، با توجه به معنادار نبودن آماره ولدریج (۰/۰۶۹) به این معناست که باقیمانده مدل پژوهش با هم خود همبستگی سریالی ندارند. هم چنین مقادیر تورم واریانس (آماره vif) (محدوده استاندارد آماره vif بین عدد ۱ تا ۱۰ می باشد)، بیان می کند متغیرهای مستقل، مشکل هم خطی ندارند.

جدول (۷): نتایج حاصل از برآورد الگوی (۳) پژوهش برای آزمون فرضیه دوم (فرعی دوم)

متغیر	ضریب متغیر	آماره تی	سطح خطا	آماره vif
$\alpha_0$	۰/۰۲۰	۵/۶۱	۰/۰۰۰	
$\left(\frac{S}{K}\right)_{i,t-1}$	۰/۰۰۲۲	۱/۱۹	۰/۲۳۴	۱/۰۶
$\left(\frac{CF}{K}\right)_{i,t-1}$	۰/۰۵۰۱	۲/۱۰	۰/۰۳۵	۱/۰۴
TAX	-۰/۰۳۴۴	-۲/۹۲	۰/۰۰۴	۱/۰۵
$TAX * \left(\frac{CF}{K}\right)_{i,t-1}$	-۰/۰۶۵۹	-۲/۰۹	۰/۰۳۷	۱/۰
$\left(\frac{I}{K}\right)_{i,t-1}$	۰/۸۳۶	۱۶/۱۶	۰/۰۰۰	۲/۷۷
$\left(\frac{I}{K}\right)_{i,t-1}^2$	-۱/۵۹۲	-۷/۵۷	۰/۰۰۰	۲/۷۶
$\left(\frac{D}{K}\right)_{i,t-1}^2$	-۰/۰۱۲	-۳/۷۸	۰/۰۰۰	۱/۰۹
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۳۲۱			
آماره ولدريج	۴/۵۹۱			
احتمال آماره ولدريج	۰/۰۶۹۴			
آماره F	۴۰۶/۳۵			
احتمال آماره F	۰/۰۰۰			

منبع: یافته‌های پژوهشگر

با توجه به نتایج قابل مشاهده در جدول (۸) و با توجه آماره F به دست آمده (۴۳/۲۵) و سطح خطای آن (۰/۰۰۰)، می‌توان ادعا کرد که در مجموع الگوی تحقیق از معناداری بالایی برخوردار است. همچنین، با توجه به ضریب تعیین تعدیل شده به دست آمده برای الگو که برابر ۳۳ درصد است، می‌توان بیان کرد که در مجموع متغیرهای مستقل و کنترل تحقیق بیش از ۳۳ درصد تغییرات متغیر وابسته را توضیح می‌دهند. افزون بر این، با توجه به معنادار نبودن آماره ولدريج (۰/۰۷۱۳) به این معناست که باقیمانده مدل پژوهش با هم خود همبستگی سریالی ندارند. همچنین مقادیر تورم واریانس (آماره vif) (محدوده استاندارد آماره vif بین عدد ۱ تا ۱۰ می‌باشد) بیان می‌کند متغیرهای مستقل، مشکل هم خطی ندارند.



جدول (۸): نتایج حاصل از برآورد الگوی (۴) پژوهش برای آزمون فرضیه سوم

متغیر	ضریب متغیر	آماره تی	سطح خطا	آماره vif
$\alpha_0$	۰/۰۲۹۱	۶/۷۷	۰/۰۰۰	
$\left(\frac{S}{K}\right)_{i,t-1}$	۰/۰۰۲۷	۱/۴۴	۰/۱۴۹	۱/۰۹
$\left(\frac{CF}{K}\right)_{i,t-1}$	۰/۰۶۸	۲/۵۶	۰/۰۱۰	۱/۱۱
CSR	-۰/۰۲۶۹	-۴/۵	۰/۰۰۰	۱/۰۶
$CSR * \left(\frac{CF}{K}\right)_{i,t-1}$	-۰/۰۶۴۰	-۲/۱۰	۰/۰۳۶	۱/۰۸
$\left(\frac{I}{K}\right)_{i,t-1}$	۰/۸۱۶	۱۶/۰۰	۰/۰۰۰	۲/۸۰
$\left(\frac{I}{K}\right)_{i,t-1}^2$	-۱/۵۵۵	-۷/۴۹	۰/۰۰۰	۲/۸۰
$\left(\frac{D}{K}\right)_{i,t-1}^2$	-۰/۰۱۰۶	-۳/۴۳	۰/۰۰۱	۱/۱۳
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۳۳۵			
آماره ولدریج	۴/۵۱۲			
احتمال آماره ولدریج	۰/۰۷۱۳			
آماره F	۴۲۹/۰۵			
احتمال آماره F	۰/۰۰۰			

منبع: یافته‌های پژوهشگر

### نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش

#### • آزمون فرضیه اول

به بررسی تأثیر قدرت مدیرعامل بر حساسیت سرمایه‌گذاری به وجه نقد می‌پردازد. با توجه به نتایج به دست آمده در جدول (۴) از برآورد الگوی (۱)، ضریب قدرت مدیرعامل برابر است با (۰/۰۵۶۱-) و با توجه به سطح خطای آن که برابر است با (۰/۰۴۵) که کمتر از سطح خطای ۰/۰۵ هست. بنابراین، ضریب منفی قدر مدیرعامل بیانگر آن است که افزایش قدرت مدیرعامل موجب کاهش حساسیت سرمایه‌گذاری به وجه نقد می‌شود. در نتیجه، این فرضیه در سطح اطمینان ۰/۹۵ مورد تأیید قرار می‌گیرد. نتیجه آزمون این فرضیه، منطبق با مبانی نظری تحقیق و با پژوهش بامبرگ و همکاران (۲۰۱۷) مطابقت دارد.

#### • آزمون فرضیه دوم

با توجه به نتایج به دست آمده در جدول (۵ و ۶) از برآورد الگوی (۲ و ۳)، ضریب ارتباطات سیاسی (مالکیت دولتی و مالیات پرداختی) به ترتیب برابر هستند با (۰/۰۵۰-) و (۰/۰۶۵۹-) و با توجه به سطح خطای آن‌ها که به ترتیب برابر است با (۰/۰۳۰ و ۰/۰۳۷) که کمتر از سطح خطای ۰/۰۵ هستند. بنابراین، ضریب منفی ارتباطات سیاسی بیانگر آن است که افزایش ارتباطات سیاسی موجب کاهش حساسیت سرمایه‌گذاری به وجه نقد

می‌شود. در نتیجه، این فرضیه در سطح اطمینان ۰/۹۵ مورد تأیید قرار می‌گیرد. نتیجه آزمون این فرضیه، منطبق با مبانی نظری تحقیق و با پژوهش بامبرگ و همکاران (۲۰۱۷) مطابقت دارد.

#### • آزمون فرضیه سوم

با توجه به نتایج به دست آمده در جدول (۸) از برآورد الگوی (۴)، ضریب مسئولیت پذیری اجتماعی برابر است با (-۰/۰۶۴) و با توجه به سطح خطای آن که برابر است با (۰/۰۳۶) که کمتر از سطح خطای ۰/۰۵ هست. بنابراین، ضریب منفی مسئولیت پذیری اجتماعی بیانگر آن است که افزایش مسئولیت پذیری اجتماعی موجب کاهش حساسیت سرمایه گذاری به وجه نقد می‌شود. در نتیجه، این فرضیه در سطح اطمینان ۰/۹۵ مورد تأیید قرار می‌گیرد. نتیجه آزمون این فرضیه، منطبق با مبانی نظری تحقیق و با پژوهش صامت و همکاران (۲۰۱۷) مطابقت دارد.

#### نتیجه‌گیری و پیشنهادات پژوهش

نتایج پژوهش حاکی از آن است که قدرت مدیرعامل تأثیر منفی و معناداری بر حساسیت سرمایه‌گذاری به وجه نقد دارد. بدین معنی است که مدیران قدرتمند دارای استقلال بیشتر و داری نقش نظارتی بیشتر بر هیات مدیره دارند که این امر موجب کاهش تزییع حقوق ذی‌نفعان و کاهش هزینه نمایندگی شود و در نتیجه کاهش هزینه نمایندگی موجب کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و کاهش عدم شفافیت اطلاعات مالی و در نتیجه افزایش ارزش شرکت می‌شوند. همچنین مدیرعامل قوی‌تر یک محیط اطلاعاتی شفاف‌تر را تجربه می‌کند که منجر به اقداماتی برای افشای اطلاعات بیشتر خواهد شد؛ و عدم تقارن اطلاعات حاصل، قیمت سهام را در شکل‌گیری بالاتر خواهد کرد که این امر موجب افزایش ارزش شرکت و در نهایت موجب کاهش حساسیت سرمایه‌گذاری به وجه نقد می‌شود. علاوه بر این نتایج پژوهش حاکی از آن است که ارتباطات سیاسی تأثیر منفی و معناداری بر حساسیت سرمایه‌گذاری به وجه نقد دارد. بنابراین بر اساس مبانی نظری شرکت‌های برخوردار از حمایت‌های سیاسی از مزایای بودجه نرم برخوردار می‌شوند. علاوه بر این می‌توان استدلال نمود که در اقتصادی که رانت جویی از طریق ارتباطات سیاسی، نه تنها برای کسب و کار ضروری است بلکه برای رسیدن به آن رقابت وجود دارد، سرمایه‌گذاران در بازار سهام چنین کشورهایی به صورت نظام‌مندی تمایل دارند برای به دست آوردن سهام شرکت‌هایی که به لحاظ سیاسی دارای ارتباط هستند با همدیگر در ارائه پیشنهاد قیمتی بالاتر رقابت کنند. به عبارت دیگر، ارتباطات سیاسی می‌تواند این پیام را برای سرمایه‌گذاران داشته باشد که در جایی که روابط سیاسی هست، رانت‌های اقتصادی برای شرکت‌های دارای روابط سیاسی وجود خواهد داشت و وجود چنین ارتباطاتی میان شرکت‌ها و دولت، صرف‌نظر از سایر مزایا و معایبی که در تحقیقات گذشته به آن‌ها پرداخته شده است، می‌تواند تأثیر با اهمیتی بر تخصیص بهینه منابع در بازار سرمایه داشته باشد.

سرمایه‌گذاری در مسائل اجتماعی می‌تواند موجب کاهش هزینه سرمایه شرکت شود. زیرا هر چقدر مسئولیت‌پذیری شرکت بیشتر شود اعتبار شرکت نیز در جامعه افزایش خواهد یافت و بنابراین هزینه سرمایه نیز کاهش خواهد یافت و در نتیجه‌ی کاهش هزینه سرمایه سودآوری و عملکرد شرکت نیز افزایش خواهد یافت.

بنابراین می توان استدلال نمود که افشای گزارشهای مسئولیت پذیری اجتماعی موجب افزایش کیفیت اطلاعات حسابداری یا کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین درون سازمانی و برون سازمانی خواهد بود و کیفیت بالای اطلاعات حسابداری موجب کاهش ریسک برآوردی سرمایه گذاری و هزینه های نمایندگی می گردد و در نهایت موجب کاهش حساسیت سرمایه گذاری به وجه نقد می شود.

در ارتباط با موضوع پژوهش پیشنهادهای زیر ارائه می شود.

- با توجه به نتایج آزمون فرضیه های پژوهش مبنی بر وجود رابطه معنادار میان قدرت مدیرعامل، ارتباطات سیاسی، مسئولیت پذیری اجتماعی و حساسیت سرمایه گذاری به وجه نقد پیشنهاد می شود که استفاده کنندگان در تصمیمات سرمایه گذاری خود همواره باید این نکته را مدنظر قرار دهند که به موازات افزایش حساسیت سرمایه گذاری به وجه نقد به هر دلیلی (از جمله ضعف قدرت مدیرعامل، ضعف ارتباطات سیاسی و افشای ضعیف در مسئولیت پذیری اجتماعی) منجر به افزایش ریسک سرمایه گذاری می شود. به عبارت دیگر سرمایه گذاران ریسک گریز هیچ گاه شرکت هایی را که در آنها حساسیت سرمایه گذاری در سطح حداکثر (قوی) می باشد به عنوان شرکت های مطلوب جهت سرمایه گذاری در نظر نمی گیرند.

#### محدودیت های پژوهش

مهم ترین محدودیت های پژوهش حاضر به شرح زیر است:

- (۱) عدم تعدیل اقلام صورت های مالی به واسطه وجود تورم که ممکن است بر نتایج پژوهش مؤثر باشد.
- (۲) عدم کنترل بعضی از عوامل مؤثر بر نتایج تحقیق از جمله تأثیر متغیرهایی چون عوامل اقتصادی، شرایط سیاسی، وضعیت اقتصاد جهانی، قوانین و مقررات و... که خارج از دسترس محقق بوده و ممکن است بر بررسی روابط اثرگذار باشد.

### فهرست منابع

- ۱) افلاطونی، عباس. (۱۳۹۲). تجزیه و تحلیل آماری با Eviews در تحقیقات حسابداری مالی. مدیریت مالی و علوم اقتصادی. چاپ اول. تهران: انتشارات ترمه.
- ۲) توانگر حمزه کلایی، افسانه و مهدی اسکافی اصل (۱۳۹۷) ارتباط بین قدرت مدیر عامل، ویژگی های کمیته حسابرسی و کیفیت کنترل داخلی، پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی، ۱۰(۳۸): ۱۸۷-۲۰۷.
- ۳) رهنمای رودپشتی، فریدون؛ علی خانی، راضیه؛ مران جوری، مهدی. (۱۳۸۸). بررسی کاربرد مدل های پیش بینی ورشکستگی آلتمن و فالمر در شرکت بهادار های پذیرفته شده در بورس اوراق تهران. بررسی های حسابداری و حسابرسی، ۱۶(۵۵): ۱۹-۳۴.
- ۴) مولایی ایل ذوله؛ علی، نوراله زاده؛ نوروز، جعفری؛ سیدمحبوبه، دارابی؛ رویا. (۱۳۹۹). بررسی رابطه مسئولیت اجتماعی شرکت و پاداش مدیران با گزارشگری متهورانه مالیاتی، فصلنامه اقتصاد مالی، سال چهاردهم، شماره ۵۲، صص ۱۰۱-۱۲۷.
- ۵) صالحی، اله کرم، موسوی، روح اله، و محمد مرادی. (۱۳۹۶). بررسی تأثیر خوش بینی مدیریتی بر حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی. دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، ۱۰(33), 65-76.
- ۶) ملکیان، اسفندیار، سلمانی، رسول، شهسواری، معصومه. (۱۳۹۵). مطالعه رابطه بین مالکیت دولتی و نهادی با مسئولیت پذیری اجتماعی شرکت ها (شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران)، فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه گذاری، سال پنجم، شماره هفدهم، صص ۷۴-۵۵.
- ۷) سعیدیان؛ مسعود، سعیدی؛ پرویز، سمیعی؛ روح اله، اشرفی؛ مجید. (۱۳۹۹). معرفی الگویی از حاکمیت شرکتی با تمرکز بر نقش واسطه گری کارافرینی، فصلنامه اقتصاد مالی، سال چهاردهم، شماره ۵۰، بهار ۱۳۹۹، صص ۱۹۰-۱۷۱.
- ۸) ملکیان، اسفندیار، سلمانی، رسول، شهسواری، معصومه. (۱۳۹۵). مطالعه رابطه بین مالکیت دولتی و نهادی با مسئولیت پذیری اجتماعی شرکت ها (شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران)، فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه گذاری، سال پنجم، شماره هفدهم، صص ۷۴-۵۵.
- ۹) مهربانپور، جندقی قمی، محمد و منصور محمدی. (۱۳۹۶). بررسی اثر روابط سیاسی شرکتها بر یکارگیری معاملات غیرعادی با اشخاص وابسته. فصلنامه دستاوردهای حسابداری ارزشی و رفتاری. 2(3), 147-168.
- ۱۰) خسروی؛ تانیا، پژویان، جم شید. (۱۳۹۲). تأثیر مالیات بر شرکتها بر سرمایه گذاری بخش خصوصی با استفاده از رهیافت کرانه ها، فصلنامه علوم اقتصادی، سال هفتم، شماره بیست و پنجم.
- 11) Alti, A., 'How sensitive is investment to cash flow when financing is frictionless?' Journal of Finance, Vol. 58, (2003), pp. 707-724.
- 12) Baker, T. A., Lopez, T. J., Reitenga, A. L., & Ruch, G. W. (2018). The influence of CEO and CFO power on accruals and real earnings management. Review of Quantitative Finance and Accounting. doi:10.1007/s11156-018-0711-z.

- 13) Beatty, A., Liao, S., & Weber, J. (2010). Financial reporting quality, private information, monitoring and the lease-versus-buy decision. *The Accounting Review*, 85 (4): 1215-1238
- 14) Bebchuk, L., Y. Grinstein, and U. Peyer. (2011). Lucky CEOs and lucky directors. *Journal of Finance*. 2363-2401.
- 15) Bliss, M. A., Gul, F. A. and Majid, A. (2011). Do Political Connections Affect the Role of Independent Audit Committees and CEO Duality? Some Evidence from Malaysian Audit Pricing. *Journal of Contemporary Accounting and Economics*, 7, 82-98.
- 16) Bliss, Mark A. and Gul, Ferdinand A. (2012), "Political connection and cost of debt: Some Malaysian evidence", *Journal of Banking & Finance*, Vol. 36 (5), pp. 1520-1527.
- 17) Boubakri, N., Cosset, J. and Saffar, W. (2008). Political Connections of Newly Privatized Firms. *Journal of Corporate Finance*, 14 (5), 654-673.
- 18) Boubakri, N., Guedhami, O., Mishrs, D. R. and Saffar, W. (2012). Political connections and the cost of equity capital. *Journal of Corporate Finance*, 18 (3), 541-559.
- 19) Chaney, P.K., Faccio, M. and Parsley, A. (2011). The Quality of Accounting Information in Politically Connected Firms. *Journal of Accounting and Economics*, 51 (1 and 2), 58-76
- 20) Chur Chao, C., HU, M., Munir, Q & LI, T. (2017). The impact of CEO power on corporate capital structure: New evidence from dynamic panel threshold analysis. 51(2): 107-120.
- 21) D'Mello, R., Miranda, M., (2010), "Long-term Debt and Overinvestment Agency Problem", *Journal of Banking and Finance*, Vol.34, PP. 324-335.
- 22) DeBoskey, D. G., Luo, Y., & Zhou, L. (2019). CEO power, board oversight, and earnings announcement tone. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 52(2), 657-680.
- 23) DeFond, M., & Hung, M. (2003). "An empirical analysis of analysts' cash flow forecasts". *Journal of Accounting Economics*, 35, 73-100.
- 24) Dittmar, A., & Mahrt-Smith, J. (2007). "Corporate governance and the value of cash holdings". *Journal of Financial Economics*, 83(3), 599-634.
- 25) Dro betz, W., Gruninger, M. & Hirschvogel, S. (2010). Information Asymmetry and the Value of Cash. *Journal of Banking & Finance*, 34, 2168-2184
- 26) Durnev, A., & Kim, H. (2005). "To steal or not to steal: Firm attributes, legal environment, and valuation". *Journal of Finance*, 60, 1461-1493.
- 27) Erickson, T. and Whited, T. M., "Measurement error and the relationship between investment and Q", *Journal of Political Economy*, Vol. 108, (2000), pp. 1027-1040.
- 28) Fabrizi, M., Mallin, C., & Michelon, G. (2014). "The role of CEO's personal incentives in driving corporate social responsibility". *Journal of Business Ethics*, 124(2), 311-326.
- 29) Faccio, M. (2006). Politically Connected Firms. *The American Economic Review*, 96(1).
- 30) Faccio, M. (2010). Differences between politically connected and nonconnected firms: A crosscountry analysis. *Financial Management*, 39(3), 905-927.
- 31) Fazzari S., Hubbard R., Petersen B., (1988), "Financing Constraints and Corporate Investment", *Brooking Papers on Economic Activity*, 1(2), PP. 141-95.
- 32) Goldman, E., Rocholl, J., & So, J. (2009). Do politically connected boards affect firm value? *The Review of Financial Studies*, 22 (6), 2331-2360.
- 33) Gul, F.A. (2006). Auditors' Response to Political Connections and Cronyism in Malaysia. *Journal of Accounting Research*, 44 (5), 931-63.
- 34) Hayashi, F. (1982). Tobin's Marginal Q and Average Q: A Neoclassical Interpretation. *Econometrica*, 50 (1): 213-224.
- 35) Houston, J. F., Jiang, L., Lin, C., & Ma, Y. (2014). Political connections and the cost of bank loans. *Journal of Accounting Research*, 52 (1), 193-243.
- 36) Jiraporn, P., & Chintrakarn, P. (2013). "How do powerful CEOs view corporate social responsibility (CSR)? An empirical note". *Economics Letters*, 119(3), 344-347.

- 37) Journal of Practice & Theory, 34 (4), 1-32. \* Berkman, H. and Galpoththage, V. (2016). Political connections and firm value: an analysis of listed firms in Sri Lanka. Pacific Accounting Review, 28 (1), (in-press), <http://dx.doi.org/10.1108/PAR-06-2014-0020>.
- 38) Lisic, L.L., T.L. Neal, I.X. Zhang, and Y. Zhang.( 2016). CEO power, internal control quality, and audit committee effectiveness in substance versus in forms. Contemporary Accounting Research 33, 1199-1237.
- 39) Liu, Y., and P. Jiraporn, (2010), “The impact of CEO power on bond ratings and yields”, Journal of Empirical Finance 17, 744-762.
- 40) Mersland. R. Pascal. D., and L.A. Beisland. (2016). The influence of CEO power on agency costs in non-profit organisations: evidence from the global microfinance industry.
- 41) Nandini, R. and K. Deepak. (1996). CEO Characteristic: Does Industry Matter?. The Academy of Management Journal 39(1): 197-255
- 42) Nekhili. M, Chtioui, T. Nagati. H. (2017). CSR reporting, CSR assurance and CSR performance.
- 43) Pagano, M., & Volpin, P. F. (2005). “Managers, workers, and corporate control”. The Journal of Finance, 60(2), 841–868.
- 44) Pfeffer, J. (1997). New Directions fir Organization Theory: Problems and Prospects. Oxford University Press, New York.
- 45) Pradit, W. and P. Jiraporn. (2015). The Effect of CEO Power on Informativeness of Stock Prices: An Empirical Note. Social Science Research Network.
- 46) Sah, R.K., and J. Stiglitz. (1986). The Architecture of Economic System: Hierarchies and Polyarchies. American Economic Review 106: 289-295
- 47) Sah, R.K., and J. Stiglitz. (1991). The Quality of Managers in Centralized versus Decentralized Organizations. Quarterly Journal of Economics 106: 289-295
- 48) Samet, M., & Jarboui, A. (2017). How does corporate social responsibility contribute to investment efficiency?. Journal of Multinational Financial Management, 40, 33-46.

**Investigating the Impact of CEO Power, Political Communication and Social Responsibility on Cash Investment Sensitivity in Companies Listed on Tehran Stock Exchange**

Fatemeh Marani<sup>1</sup>  
Allahkaram Salehi<sup>2</sup>  
Ahmad Kaab omeir<sup>3</sup>  
Alireza Jorjorzadeh<sup>4</sup>

Received: 27/ September /2021 Accepted: 30/ November /2021

**Abstract**

The purpose of this study is to investigate the effect of CEO power, political communication and social responsibility on the sensitivity of investing in cash in companies listed on the Tehran Stock Exchange. To determine the extent of political communication, two criteria have been used, including government ownership and taxes paid.

For this purpose, three (3) hypotheses have been developed to study this issue and the data related to 104 member companies of Tehran Stock Exchange for the period between 1390 and 1397 have been analyzed. The research regression model has been investigated and tested using a combined data method with an integrated approach.

The results show that the power of the CEO has a negative and significant effect on the sensitivity of investing in cash, the criteria of political communication have a negative and significant effect on the sensitivity of investing in cash and social responsibility has a negative and significant effect on It has the sensitivity of investing in cash.

**Keywords:** CEO power; Political communication; governmental possession; Social Responsibility ; Cash investment sensitivity.

**JEL Classification:** G11 . C12 . H16 . M4

---

1- Ahvaz Azad Islamic university-Iran. Fatemeh.marani2015@gmail.com

2- Department of Accounting, Islamic Azad University, Masjed Soleiman, Masjed Soleiman, Iran. A.k.salehi@iaumis.ac.ir

3- Department of Accounting, Islamic Azad University, Ahvaz, ahvaz, Iran. arjorjor@gmail.com

4- Department of Accounting, Islamic Azad University, Ahvaz, ahvaz, Iran. Kaab.acc@gmail.com

