

بررسی تأثیر عملکرد پایداری بر سطح نگهداشت وجه نقد شرکت‌های پذیرفته شده در بازار سرمایه ایران

هیفاء مقدم

دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری، واحد اهواز، دانشگاه آزاد اسلامی، اهواز، ایران.
hayfa.moghadam7468@gmail.com

چکیده

هدف پژوهش حاضر، بررسی تأثیر عملکرد پایداری شرکتی بر سطح نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های پذیرفته شده در بازار سرمایه ایران است. با توجه به نقش کلیدی وجه نقد در تداوم عملیات و تأمین مالی شرکت‌ها از یک سو و اهمیت روزافزون معیارهای زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبردی شرکتی در تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری از سوی دیگر، این پژوهش به دنبال تبیین رابطه بین عملکرد پایداری به عنوان یک عامل راهبردی نوین با مدیریت نقدینگی بنگاه‌های اقتصادی است. جامعه آماری پژوهش شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بوده و با به کارگیری روش حذف سیستماتیک، نمونه‌ای متشکل از ۱۲۸ شرکت طی دوره زمانی ۱۳۹۴ تا ۱۴۰۳ انتخاب شده است. روش پژوهش از نوع توصیفی-همبستگی با رویکرد کاربردی بوده و برای آزمون فرضیه تحقیق از رگرسیون چندمتغیره مبتنی بر داده‌های ترکیبی (تابلویی) با اثرات ثابت استفاده شده است. یافته‌های توصیفی پژوهش نشان می‌دهد عملکرد پایداری تأثیر منفی و معنی‌داری بر سطح نگهداشت وجه نقد دارد؛ به بیان دقیق‌تر، ارتقای شاخص‌های عملکرد پایداری در ابعاد سه‌گانه (زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبردی شرکتی) به طور قابل‌توجهی نیاز شرکت‌ها به انباشت وجه نقد احتیاطی و مازاد را کاهش می‌دهد. این یافته با چهارچوب نظریه موازنه (کاهش هزینه‌های فرصت)، نظریه سلسله‌مراتبی (کاهش هزینه تأمین مالی خارجی و عدم تقارن اطلاعاتی) و نظریه نمایندگی (کاهش هزینه‌های نمایندگی و بهبود حاکمیت شرکتی) همخوانی کامل دارد و نشان می‌دهد که پایداری می‌تواند به عنوان سازوکاری کارآمد برای بهبود کارایی مالی شرکت‌ها تلقی شود. نتایج این تحقیق حاکی از آن است که سرمایه‌گذاری در حوزه پایداری نه تنها یک هزینه تحمیلی نیست، بلکه ابزاری راهبردی برای بهینه‌سازی ساختار سرمایه و مدیریت ریسک محسوب می‌شود. بر اساس یافته‌ها، به مدیران مالی توصیه می‌شود که با برنامه‌ریزی جهت ارتقای عملکرد پایداری، از مزایای کاهش هزینه‌های تأمین مالی و افزایش کارایی عملیاتی بهره‌مند شوند و سرمایه‌گذاران نیز می‌توانند شاخص‌های پایداری را به عنوان معیاری مکمل در ارزیابی کیفیت مدیریت و ریسک شرکت‌های سرمایه‌پذیر مدنظر قرار دهند. همچنین، نهادهای ناظر بازار سرمایه با الزام به افشای استاندارد گزارش‌های پایداری می‌توانند زمینه را برای افزایش شفافیت و کارایی بازار فراهم آورند.

کلیدواژه: عملکرد پایداری، نگهداشت وجه نقد، ابعاد زیست‌محیطی و اجتماعی و راهبردی شرکتی، بازار سرمایه ایران.

مقدمه

تصمیم‌گیری در خصوص سطح بهینه نگهداشت وجه نقد، همواره یکی از چالش‌برانگیزترین و حیاتی‌ترین موضوعات در حوزه مدیریت مالی و راهبری شرکتی محسوب می‌شود و در ادبیات مالی، از جایگاه نظری و تجربی ممتازی برخوردار است. وجه نقد، به عنوان نقدشوندترین دارایی یک واحد تجاری، ضمن ایفای نقش کلیدی در تأمین نیازهای عملیاتی جاری، بستری برای بهره‌برداری از فرصت‌های سرمایه‌گذاری پیش‌بینی‌نشده و همچنین پوششی در برابر شوک‌های نقدینگی و ریسک‌های مالی فراهم می‌آورد. بر اساس تئوری‌های کلاسیک مالی از جمله تئوری تقاضای وجه نقد کینز^۱ (۱۹۳۶)، انگیزه‌های معاملاتی، احتیاطی و سوداگرانه، سه محور اصلی تبیین‌کننده نگهداشت وجه نقد توسط بنگاه‌های اقتصادی هستند. با وجود این کارکردهای حیاتی، سطح بهینه نگهداشت وجه نقد همواره در هاله‌ای از ابهام قرار داشته و مدیران مالی را با یک دوراهی اساسی روبه‌رو ساخته است؛ از یک سو، انباشت وجه نقد مازاد می‌تواند هزینه‌های فرصت قابل‌توجهی را از بابت بازده ازدست‌رفته سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت به شرکت تحمیل کند و از سوی دیگر، اتخاذ رویکردی محافظه‌کارانه و کاهش شدید موجودی نقد، شرکت را در برابر ریسک نقدینگی، ناتوانی در تأمین مالی به‌موقع و حتی ورشکستگی مالی آسیب‌پذیر می‌سازد (کیقبادی، ۱۳۹۸). این دوراهی به ویژه در بازارهای سرمایه ناقص و ناکارا که با عدم تقارن اطلاعاتی قابل‌توجه و هزینه‌های بالای تأمین مالی خارجی همراه هستند، شدت بیشتری می‌یابد؛ زیرا در چنین شرایطی، هزینه دسترسی به منابع مالی بیرونی به مراتب گران‌تر از منابع داخلی بوده و بنگاه‌ها را به سمت انباشت سطوح بالای وجه نقد به عنوان اهرمی دفاعی در برابر ریسک‌های آتی سوق می‌دهد (بیتس و همکاران^۲، ۲۰۰۹). با این حال، این انباشتگی می‌تواند به مسئله‌ای نمایندگی بدل شود و مدیران را به اتخاذ رفتارهای فرصت‌طلبانه و سرمایه‌گذاری در پروژه‌های با ارزش خالص فعلی منفی ترغیب نماید، که این خود ضرورت وجود مکانیسم‌های کنترلی و نظارتی کارآمد را بیش از پیش نمایان می‌سازد (جنسن^۳، ۱۹۸۶).

در سال‌های اخیر، به موازات رشد آگاهی‌های عمومی و افزایش دغدغه‌های زیست‌محیطی و اجتماعی، مفهوم پایداری شرکتی از یک رویکرد اخلاقی و حاشیه‌ای به یک پارادایم راهبردی و تأثیرگذار در عرصه مدیریت و حسابداری تبدیل شده است. عملکرد پایداری، به عنوان مجموعه اقدامات و سیاست‌هایی که تعادل میان ابعاد اقتصادی، زیست‌محیطی و اجتماعی^۴ فعالیت‌های شرکت را هدف قرار می‌دهد، نشان‌دهنده تعهد بنگاه به منافع طیف گسترده‌تری از ذی‌نفعان از جمله جامعه، محیط زیست و کارکنان، فراتر از صرفاً سهامداران است. در این چارچوب، پژوهشگران حوزه مالی رفتاری و اقتصاد نهادی به طور فزاینده‌ای به بررسی ارتباط میان عملکرد پایداری و تصمیمات راهبردی مالی، به ویژه مدیریت وجه نقد، روی آورده‌اند. مکانیسم اثرگذاری عملکرد پایداری بر نگهداشت وجه نقد را می‌توان از چند کانال کلیدی تبیین نمود. نخست اینکه، شرکت‌های دارای عملکرد پایداری برتر، به واسطه سرمایه اجتماعی انباشته‌شده، اعتماد و وفاداری بالاتر ذی‌نفعان و نیز شفافیت اطلاعاتی بیشتر، با کاهش چشمگیر ریسک‌های اختصاصی^۵ و سیستماتیک مواجه می‌شوند؛ به گونه‌ای که این کاهش ریسک، نیاز به نگهداشت سطوح بالای وجه نقد برای مصارف احتیاطی و مقابله با رویدادهای پیش‌بینی‌نشده را به طور محسوسی تقلیل می‌دهد (لو و باتاچاریا^۶، ۲۰۰۹؛ آلبوکرک و همکاران^۷، ۲۰۱۴). دوم اینکه، بهبود عملکرد پایداری از طریق ارسال سیگنال‌های مثبت به بازار سرمایه، عدم تقارن اطلاعاتی میان مدیران و سرمایه‌گذاران را

¹ Keynes, J. M.

² Bates, T. W., Kahle, K. M., & Stulz, R. M.

³ Jensen, M. C.

⁴ ESG

⁵ idiosyncratic

⁶ Luo, X., & Bhattacharya, C. B.

⁷ Albuquerque, R., Durnev, A., & Koskinen, Y

کاهش داده و هزینه تأمین مالی خارجی اعم از بدهی و حقوق صاحبان سهام را پایین می‌آورد؛ بنابراین، این شرکت‌ها با سهولت و هزینه کمتری نسبت به سایر بنگاه‌ها به منابع مالی خارجی دسترسی دارند و طبیعتاً نیاز کمتری به انباشت وجه نقد گران‌قیمت داخلی احساس می‌کنند (آچاریا و همکاران^۱، ۲۰۱۳). سومین کانال تأثیرگذاری به موضوع حاکمیت شرکتی و تضاد منافع بازمی‌گردد؛ شرکت‌های پایدار معمولاً از مکانیسم‌های نظارتی قوی‌تر و ساختار مالکیت شفاف‌تری برخوردارند که باعث می‌شود مدیران نتوانند وجوه نقد مازاد را در پروژه‌های با بازده منفی یا مصارف شخصی هزینه نمایند و این امر به تعدیل سطح نگهداشت وجه نقد به سمت سطوح بهینه کمک شایانی می‌نماید.

با وجود اهمیت روزافزون و انکارناپذیر پایداری شرکتی در عرصه کسب‌وکار و تأثیر بالقوه آن بر متغیرهای راهبردی مالی، واکاوی ادبیات موضوع در بازار سرمایه ایران نشان از خلأ پژوهشی چشمگیری در این حوزه دارد. علی‌رغم پژوهش‌های انگشت‌شماری که به بررسی ارتباط میان مسئولیت اجتماعی و نگهداشت وجه نقد در ایران پرداخته‌اند (نژاد اسماعیلی، ۱۴۰۲)، اکثر این مطالعات یا صرفاً بر بعد اجتماعی پایداری تمرکز داشته و از ابعاد زیست‌محیطی و راهبری غفلت نموده‌اند، و یا به ارزیابی اثرات جداگانه هر یک از مؤلفه‌ها پرداخته‌اند، در حالی که رویکرد جامع و یکپارچه به عملکرد پایداری با در نظر گرفتن هم‌زمان ابعاد سه‌گانه، می‌تواند تصویر دقیق‌تری از تأثیر آن بر تصمیمات مالی ارائه دهد. همچنین، بررسی‌های بین‌المللی نشان داده است که نه تنها سطح نگهداشت وجه نقد، بلکه ارزش بازار وجه نقد نیز تحت تأثیر کیفیت افشای اطلاعات پایداری قرار دارد و سرمایه‌گذاران ارزش بیشتری برای وجوه نقد شرکت‌هایی با سطح بالای افشای مسئولیت‌های اجتماعی قائل هستند (مطالعه ارزش بازار و مسئولیت اجتماعی شرکتی، ۲۰۱۸). با این حال، این یافته‌ها عمدتاً در بستر بازارهای توسعه‌یافته و با ساختارهای نهادی و نظارتی خاص به دست آمده‌اند و قابلیت تعمیم‌پذیری آنها به بازارهای نوظهور با ویژگی‌های ساختاری متفاوت، همواره با تردید مواجه بوده است.

ضرورت و اهمیت انجام این تحقیق را می‌توان از منظرهای متعدد نظری، عملی و نهادی تبیین نمود. از منظر نظری، بازار سرمایه ایران به عنوان یک بازار نوظهور و در حال توسعه، از ویژگی‌های بارزی همچون ناکارایی اطلاعاتی، دامنه گسترده عدم تقارن اطلاعاتی، غلبه سرمایه‌گذاران نهادی با افق‌های سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت و همچنین نوسانات شدید کلان اقتصادی (به ویژه تورم مزمن، نوسانات ارزی و شوک‌های تحریمی) رنج می‌برد که همگی می‌توانند سازوکار تأثیرگذاری عملکرد پایداری بر مدیریت وجه نقد را دستخوش تغییر قرار دهند. به عبارت دیگر، در محیطی که ریسک‌های سیستماتیک و نامطمئن‌های کلان اقتصادی، سهم عمده‌ای از ریسک کل شرکت را تشکیل می‌دهند، ممکن است اثر تعدیل‌کنندگی عملکرد پایداری بر کاهش نیاز به وجه نقد احتیاطی، با قدرت کمتری نسبت به بازارهای توسعه‌یافته عمل کند و یا حتی جهتی متفاوت به خود بگیرد. بنابراین، انجام پژوهشی بومی با اتکا به داده‌های واقعی بازار ایران می‌تواند به غنای ادبیات نظری موجود افزوده و مرزهای دانش را در حوزه مالی رفتاری و پایداری در اقتصادهای نوظهور گسترش دهد. از منظر عملی و نهادی، در سال‌های اخیر، نهاد ناظر بازار سرمایه ایران یعنی سازمان بورس و اوراق بهادار، گام‌های مؤثری در جهت الزام شرکت‌های پذیرفته‌شده به افشای گزارش‌های پایداری و مسئولیت اجتماعی برداشته است تا ضمن افزایش شفافیت و پاسخگویی، بستری برای تصمیم‌گیری آگاهانه‌تر سرمایه‌گذاران فراهم آورد. این تحولات قانونی و مقرراتی، مدیران ارشد شرکت‌ها را ناگزیر به توجه جدی‌تر به عملکرد پایداری و ابعاد مختلف آن ساخته است و از این رو، درک دقیق پیامدهای مالی و راهبردی این عملکرد، می‌تواند راهگشای مدیران در تدوین سیاست‌های بهینه تأمین مالی و سرمایه‌گذاری باشد.

علاوه بر این، نتایج حاصل از این پژوهش برای گروه‌های مختلف ذی‌نفع از اهمیت بسزایی برخوردار است. برای سرمایه‌گذاران و تحلیلگران مالی، شناخت چگونگی تأثیر عملکرد پایداری بر سطح نگهداشت وجه نقد، به عنوان یک

¹ Acharya, V. V., Almeida, H., & Campello, M.

شاخص کلیدی از سلامت مالی و ریسک‌پذیری شرکت، می‌تواند به بهبود فرآیند ارزش‌گذاری و انتخاب سبد بهینه سرمایه‌گذاری کمک کند. برای اعتباردهندگان و مؤسسات مالی، این یافته‌ها می‌تواند معیاری برای سنجش ریسک اعتباری بنگاه‌ها و تعیین نرخ بهره وام‌ها فراهم آورد. برای تدوین‌کنندگان استانداردهای حسابداری و گزارشگری نیز، تأکید بر اهمیت شاخص‌های غیرمالی پایداری در کنار معیارهای مالی سنتی، می‌تواند مسیر اصلاح استانداردهای گزارشگری و ارتقای کیفیت افشا را هموار سازد. همچنین، با توجه به رشد سریع سرمایه‌گذاری اجتماعی و مسئولانه در سطح جهانی و گرایش روزافزون سرمایه‌گذاران بین‌المللی به انتخاب سهام شرکت‌های پایدار، بنگاه‌های ایرانی نیز برای جذب سرمایه‌های خارجی و بهبود جایگاه رقابتی خود در عرصه بین‌المللی، ناگزیر از ارتقای شاخص‌های پایداری و مدیریت کارآمد وجه نقد خود خواهند بود. با عنایت به مبانی نظری و پیشینه پژوهش‌های موجود، و با در نظر گرفتن خلأ علمی موجود و ضرورت‌های عملی و نهادی فوق، این تحقیق در پی آن است که به پرسش اساسی و محوری خود پاسخ گوید و به بررسی جامع و نظام‌مند تأثیر عملکرد پایداری بر سطح نگهداشت وجه نقد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بازار سرمایه ایران بپردازد و واکاوی نماید که آیا بهبود عملکرد پایداری (با در نظر گرفتن هم‌زمان ابعاد سه‌گانه زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری شرکتی) می‌تواند به تعدیل و بهینه‌سازی سطح نگهداشت وجه نقد در این شرکت‌ها منجر گردد و این تأثیر تحت چه شرایط و با چه شدتی بروز می‌یابد.

مروری بر مبانی نظری و پیشینه تحقیق

مفهوم و اهمیت نگهداشت وجه نقد

وجه نقد به عنوان نقدشوندترین دارایی یک واحد تجاری، همواره از جایگاه ویژه‌ای در تصمیم‌گیری‌های مالی و راهبردی شرکت‌ها برخوردار بوده است. نگهداشت وجه نقد به موجودی وجوه نقد و معادل‌های نقدی اطلاق می‌شود که شرکت‌ها به منظور تأمین نیازهای عملیاتی جاری، بهره‌برداری از فرصت‌های سرمایه‌گذاری پیش‌بینی‌نشده و مقابله با ریسک‌های نقدینگی در ترازنامه خود نگهداری می‌کنند (بیتس و همکاران، ۲۰۰۹). تصمیم‌گیری در خصوص سطح بهینه نگهداشت وجه نقد، یکی از چالش‌برانگیزترین موضوعات در حوزه مدیریت مالی محسوب می‌شود؛ زیرا از یک سو، انباشت وجه نقد مازاد می‌تواند هزینه‌های فرصت قابل‌توجهی را به شرکت تحمیل کند و از سوی دیگر، کاهش شدید موجودی نقد، شرکت را در برابر ریسک نقدینگی و ناتوانی در تأمین مالی به‌موقع آسیب‌پذیر می‌سازد (کیقبادی، ۱۳۹۸). این دوراهی به ویژه در بازارهای سرمایه ناقص و ناکارا که با عدم تقارن اطلاعاتی قابل‌توجه و هزینه‌های بالای تأمین مالی خارجی همراه هستند، شدت بیشتری می‌یابد.

نظریه‌های تبیین‌کننده نگهداشت وجه نقد: در ادبیات مالی، نظریه‌های متعددی برای تبیین دلایل و انگیزه‌های نگهداشت وجه نقد توسط شرکت‌ها ارائه شده است که مهم‌ترین آنها عبارتند از:

الف) نظریه موازنه^۱: نظریه موازنه که ریشه در مبانی اقتصاد مالی کلاسیک دارد، بیان می‌کند که شرکت‌ها با موازنه‌سازی میان منافع و هزینه‌های نگهداشت وجه نقد، سطح بهینه‌ای از وجه نقد را انتخاب می‌کنند که ارزش سهامداران را به حداکثر برساند (بیتس و همکاران، ۲۰۰۹). بر اساس این نظریه، منافع نگهداشت وجه نقد شامل کاهش هزینه‌های تأمین مالی خارجی، بهره‌برداری از فرصت‌های سرمایه‌گذاری ارزشمند و کاهش ریسک نقدینگی است، در حالی که هزینه‌های آن عمدتاً شامل هزینه فرصت ازدست‌رفته بازده سرمایه‌گذاری‌های جایگزین و هزینه‌های نمایندگی ناشی از اختیار مدیران در به‌کارگیری وجوه نقد مازاد می‌شود (اوپلر و همکاران^۲، ۱۹۹۹). بنابراین، شرکت‌ها سطحی از

¹ Trade-Off Theory

² Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R., & Williamson, R.

وجه نقد را هدف گذاری می کنند که در آن، منافع نهایی نگهداشت وجه نقد با هزینه های نهایی آن برابر شود و هرگونه انحراف از این سطح بهینه، از طریق مکانیسم های تعدیلی اصلاح می گردد.

ب) نظریه سلسله مراتبی^۱: نظریه سلسله مراتبی که توسط مایرز و ماجلوف^۲ (۱۹۸۴)، ارائه شد، بر اساس عدم تقارن اطلاعاتی میان مدیران و سرمایه گذاران استوار است. بر اساس این نظریه، شرکت ها برای تأمین مالی خود ترجیح می دهند ابتدا از منابع داخلی (از جمله وجوه نقد انباشته) استفاده کنند، سپس به سراغ انتشار بدهی و در نهایت به انتشار سهام جدید بروند. دلیل این ترجیح، هزینه های بالای تأمین مالی خارجی ناشی از عدم تقارن اطلاعاتی است که منجر به کاهش قیمت سهام در زمان انتشار اوراق بهادار جدید می گردد (مایرز و ماجلوف، ۱۹۸۴). از این منظر، نگهداشت وجه نقد به عنوان یک منبع داخلی تأمین مالی، به شرکت ها این امکان را می دهد که بدون متحمل شدن هزینه های بالای تأمین مالی خارجی، از فرصت های سرمایه گذاری استفاده نمایند. بدین ترتیب، شرکت هایی که با محدودیت های مالی بیشتری مواجه هستند، تمایل بیشتری به انباشت وجه نقد خواهند داشت.

ج) نظریه نمایندگی^۳: نظریه نمایندگی که توسط جنسن و مکلینگ^۴ (۱۹۷۶)، مطرح شد، به تضاد منافع میان مدیران (عامل) و سهامداران (موکل) می پردازد. بر اساس این نظریه، مدیران ممکن است به جای بیشینه سازی ارزش سهامداران، منافع شخصی خود را دنبال کنند. در زمینه نگهداشت وجه نقد، جنسن (۱۹۸۶)، با معرفی مفهوم جریان نقد آزاد، استدلال نمود که مدیران تمایل دارند وجوه نقد مازاد را در پروژه هایی با ارزش خالص فعلی منفی سرمایه گذاری کنند یا برای مصارف شخصی خود هزینه نمایند، به جای اینکه آن را به سهامداران بازگردانند. این رفتار فرصت طلبانه، که به عنوان مسئله نمایندگی جریان نقد آزاد شناخته می شود، می تواند منجر به نگهداشت سطوح غیربهینه وجه نقد و کاهش ارزش شرکت گردد (جنسن، ۱۹۸۶). به همین دلیل، مکانیسم های نظارتی قوی حاکمیت شرکتی می توانند با کاهش هزینه های نمایندگی، به تعدیل سطح نگهداشت وجه نقد به سمت سطوح بهینه کمک نمایند.

د) نظریه انگیزه های سه گانه کینز: کینز (۱۹۳۶)، در نظریه تقاضای وجه نقد خود، سه انگیزه اصلی برای نگهداشت وجه نقد توسط بنگاه های اقتصادی شناسایی نمود: انگیزه معاملاتی (تأمین نیازهای عملیاتی روزمره)، انگیزه احتیاطی (مقابله با رویدادهای پیش بینی نشده و شوک های نقدینگی) و انگیزه سوداگرانه (بهره برداری از فرصت های سرمایه گذاری مطلوب). این چهارچوب نظری که یکی از قدیمی ترین و بنیادی ترین تبیین ها برای نگهداشت وجه نقد به شمار می رود، همچنان به عنوان مبانی نظری بسیاری از پژوهش های تجربی در این حوزه مورد استفاده قرار می گیرد. با توجه به اینکه انگیزه احتیاطی بیشترین سهم را در تبیین نگهداشت وجه نقد شرکت ها در شرایط عدم اطمینان ایفا می کند، هر عاملی که بتواند ریسک های پیش روی شرکت را کاهش دهد، به طور طبیعی نیاز به نگهداشت وجه نقد برای مصارف احتیاطی را تقلیل خواهد داد.

مفهوم عملکرد پایداری شرکتی

پایداری شرکتی به عنوان یکی از پارادایم های نوین در مدیریت و حسابداری، به توانایی شرکت در ایجاد تعادل میان ابعاد اقتصادی، زیست محیطی و اجتماعی فعالیت های خود اشاره دارد. عملکرد پایداری، مجموعه اقدامات و سیاست هایی است که تعهد بنگاه به منافع طیف گسترده تری از ذی نفعان از جمله جامعه، محیط زیست و کارکنان، فراتر از صرفاً سهامداران را نشان می دهد. در سال های اخیر، همزمان با رشد آگاهی های عمومی و افزایش دغدغه های زیست محیطی و اجتماعی،

¹ Pecking Order Theory

² Myers, S. C., & Majluf, N. S.

³ Agency Theory

⁴ Jensen, M. C., & Meckling, W. H.

مفهوم پایداری شرکتی از یک رویکرد اخلاقی و حاشیه‌ای به یک پارادایم راهبردی و تأثیرگذار در عرصه کسب‌وکار تبدیل شده است (آلبوکرک و همکاران، ۲۰۱۴). پایداری شرکتی نه تنها به عنوان یک الزام اخلاقی، بلکه به عنوان ابزاری برای ایجاد مزیت رقابتی پایدار، کاهش ریسک و افزایش ارزش بلندمدت شرکت مورد توجه قرار گرفته است. ابعاد سه‌گانه عملکرد پایداری عبارتند از:

- ✓ بعد زیست‌محیطی^۱: شامل اقدامات شرکت در جهت کاهش آلودگی، مدیریت بهینه منابع، کاهش انتشار گازهای گلخانه‌ای، بازیافت و توسعه محصولات دوستدار محیط زیست.
- ✓ بعد اجتماعی^۲: شامل تعهد شرکت به رعایت حقوق کارکنان، ایمنی و بهداشت شغلی، توسعه جوامع محلی، حمایت از حقوق بشر و کیفیت محصولات و خدمات.
- ✓ بعد راهبردی شرکتی^۳: شامل ساختار و مکانیسم‌های حاکمیت شرکتی، شفافیت اطلاعاتی، استقلال هیئت مدیره، حقوق سهامداران و مبارزه با فساد.

مکانیسم‌های تأثیرگذاری عملکرد پایداری بر نگهداشت وجه نقد

عملکرد پایداری شرکتی می‌تواند از چند کانال کلیدی بر سطح نگهداشت وجه نقد تأثیر بگذارد:

کانال اول: کاهش ریسک و عدم اطمینان: شرکت‌های دارای عملکرد پایداری برتر، به واسطه سرمایه اجتماعی انباشته‌شده، اعتماد و وفاداری بالاتر ذی‌نفعان و نیز شفافیت اطلاعاتی بیشتر، با کاهش چشمگیر ریسک‌های اختصاصی و سیستماتیک مواجه می‌شوند. لو و باتاچاریا (۲۰۰۹)، نشان دادند که عملکرد اجتماعی برتر شرکت‌ها، ریسک اختصاصی آنها را به طور معنی‌داری کاهش می‌دهد. آلبوکرک و همکاران (۲۰۱۴)، نیز با ارائه یک مدل نظری، استدلال نمودند که مسئولیت اجتماعی شرکتی با افزایش وفاداری مشتریان و سرمایه‌گذاران، ریسک سیستماتیک شرکت را کاهش می‌دهد. این کاهش ریسک، نیاز به نگهداشت سطوح بالای وجه نقد برای مصارف احتیاطی و مقابله با رویدادهای پیش‌بینی‌نشده را به طور محسوسی تقلیل می‌دهد.

کانال دوم: کاهش هزینه تأمین مالی خارجی: عملکرد پایداری از طریق ارسال سیگنال‌های مثبت به بازار سرمایه، عدم تقارن اطلاعاتی میان مدیران و سرمایه‌گذاران را کاهش داده و هزینه تأمین مالی خارجی اعم از بدهی و حقوق صاحبان سهام را پایین می‌آورد. شرکت‌های پایدار با سهولت و هزینه کمتری نسبت به سایر بنگاه‌ها به منابع مالی خارجی دسترسی دارند و طبیعتاً نیاز کمتری به انباشت وجه نقد گران‌قیمت داخلی احساس می‌کنند (چنگ و همکاران، ۲۰۱۴). به عبارت دیگر، عملکرد پایداری می‌تواند محدودیت‌های مالی شرکت را کاهش داده و اتکا به منابع داخلی تأمین مالی را کمتر نماید.

کانال سوم: کاهش هزینه‌های نمایندگی: شرکت‌های پایدار معمولاً از مکانیسم‌های نظارتی قوی‌تر و ساختار مالکیت شفاف‌تری برخوردارند که باعث می‌شود مدیران نتوانند وجوه نقد مازاد را در پروژه‌های با بازده منفی یا مصارف شخصی هزینه نمایند. حاکمیت شرکتی قوی به عنوان یکی از ابعاد اصلی پایداری، با کاهش هزینه‌های نمایندگی ناشی از جریان نقد آزاد، به تعدیل سطح نگهداشت وجه نقد به سمت سطوح بهینه کمک شایانی می‌نماید.

کانال چهارم: افزایش کارایی عملیاتی: پژوهش‌های اخیر نشان داده است که عملکرد بهتر ESG می‌تواند از طریق بهبود کارایی عملیاتی، به کاهش ذخایر نقدی شرکت منجر شود. به عبارت دیگر، شرکت‌هایی که به اصول پایداری پایبند

¹ Environmental

² Social

³ Governance

⁴ Cheng, B., Ioannou, I., & Serafeim, G.

هستند، معمولاً از کارایی عملیاتی بالاتری برخوردارند که این امر نیاز به نگهداشت وجه نقد برای مصارف عملیاتی را کاهش می‌دهد.

پیشینه تحقیق

در سطح بین‌المللی، پژوهش‌های گسترده‌ای به بررسی ارتباط میان پایداری شرکتی (با تأکید بر ابعاد ESG) و مدیریت وجه نقد پرداخته‌اند که مرور آنها نشان‌دهنده روند رو به رشد این حوزه مطالعاتی است.

مطالعه چنگ و همکاران (۲۰۱۴)، با بررسی رابطه بین مسئولیت اجتماعی شرکتی و نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های آمریکایی، نشان داد که شرکت‌هایی با عملکرد اجتماعی بهتر، سطوح کمتری از وجه نقد را نگهداری می‌کنند. آنها این رابطه را از طریق کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و کاهش هزینه‌های تأمین مالی خارجی تبیین نمودند.

لو و باتاچاریا (۲۰۰۹)، در پژوهشی تأثیر عملکرد اجتماعی شرکت بر ریسک اختصاصی را مورد بررسی قرار دادند و نشان دادند که عملکرد بهتر اجتماعی، ریسک اختصاصی شرکت را کاهش می‌دهد. این یافته به طور غیرمستقیم حاکی از آن است که شرکت‌های با عملکرد پایداری بالاتر، نیاز کمتری به نگهداشت وجه نقد برای مصارف احتیاطی دارند.

آلبوکرک و همکاران (۲۰۱۴)، با ارائه یک مدل نظری، نشان دادند که مسئولیت اجتماعی شرکتی با افزایش وفاداری مشتریان و سرمایه‌گذاران، ریسک سیستماتیک شرکت را کاهش می‌دهد. این کاهش ریسک سیستماتیک نیز می‌تواند به عنوان یکی از مکانیسم‌های کاهش نیاز به نگهداشت وجه نقد احتیاطی عمل نماید.

بیتس و همکاران (۲۰۰۹)، در مطالعه‌ای جامع به بررسی دلایل افزایش چشمگیر نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های آمریکایی طی سال‌های ۱۹۸۰ تا ۲۰۰۶ پرداختند و نشان دادند که افزایش ریسک جریان‌های نقدی و کاهش سرمایه‌گذاری در موجودی‌ها و مطالبات، از مهم‌ترین عوامل این افزایش بوده است. اگرچه این مطالعه مستقیماً به پایداری شرکتی نپرداخته، اما چارچوب نظری مهمی برای درک انگیزه‌های احتیاطی نگهداشت وجه نقد فراهم می‌آورد.

مطالعه "ارزش بازار و مسئولیت اجتماعی شرکتی" (۲۰۱۸)، نشان داد که افشای مسئولیت اجتماعی شرکتی می‌تواند ارزش بازار وجه نقد نگهداری شده توسط شرکت‌ها را افزایش دهد؛ به عبارت دیگر، سرمایه‌گذاران ارزش بیشتری برای وجه نقد شرکت‌هایی با سطح افشای بالای مسئولیت اجتماعی قائل هستند و این امر نشان‌دهنده اعتماد بیشتر به نحوه مدیریت وجه نقد در این شرکت‌هاست.

در پژوهش اخیر با عنوان "از اخلاق تا کارایی: درک پویایی‌های به هم پیوسته عملکرد ESG، کارایی مالی و نگهداشت وجه نقد در چین" (۲۰۲۴)، محققان با استفاده از داده‌های ۲۰۱۰ تا ۲۰۲۲ از بخش غیرمالی چین دریافتند که نمرات بالاتر ESG، کارایی عملیاتی را افزایش داده و منجر به کاهش ذخایر نقدی می‌شود. این پژوهش به طور مستقیم تأثیر منفی و معنی‌دار عملکرد ESG بر نگهداشت وجه نقد را تأیید نموده و نقش میانجی کارایی شرکت در این رابطه را نیز مورد تأکید قرار داده است.

مطالعه دیگری با عنوان "آیا ESG بر رابطه بین نگهداشت وجه نقد و کارایی سرمایه‌گذاری تأثیر می‌گذارد؟" (۲۰۲۶)، که بر روی شرکت‌های بورسی عربستان سعودی انجام شده، نشان داد که نگهداشت وجه نقد با ناکارایی سرمایه‌گذاری رابطه مثبت و معنی‌داری دارد (که با نظریه نمایندگی همسو است)، اما عملکرد ESG می‌تواند این رابطه را تعدیل نماید. پژوهش "تأثیر تعدیل‌کنندگی عملکرد ESG بر رابطه بین نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکت" در کشورهای عضو ASEAN-5 نیز بر اساس نظریه نمایندگی، به بررسی نقش تعدیل‌کنندگی عملکرد ESG در رابطه بین وجه نقد و ارزش شرکت پرداخته است.

در بازار سرمایه ایران، پژوهش‌های متعددی به بررسی عوامل مؤثر بر نگهداشت وجه نقد پرداخته‌اند، اما مطالعات متمرکز بر تأثیر پایداری شرکتی بر این متغیر، نسبتاً محدود و در سال‌های اخیر رو به افزایش بوده است.

رسائیان (۱۳۹۰)، در پژوهشی به بررسی تأثیر مکانیزم‌های نظارتی درون‌سازمانی حاکمیت شرکتی بر سطح نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخت. نتایج این پژوهش نشان داد که درصد مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی و درصد اعضای غیرموظف هیأت مدیره با سطح نگهداشت وجه نقد رابطه معنی‌داری دارند.

همتی (۱۳۹۰)، در پژوهشی به بررسی ارتباط راهبرد تنوع‌بخشی و ارزش سطح نگهداشت وجه نقد پرداخت و نظریه‌های مختلف پیرامون تأثیر نگهداشت وجه نقد بر عملکرد شرکت‌ها را مرور نمود.

صفرگرایی (۱۳۹۶)، در پژوهشی به بررسی تأثیر کیفیت حسابرسی بر ارزش‌گذاری بازار از نگهداشت وجه نقد شرکت‌ها پرداخت و نشان داد که کیفیت بالاتر حسابرسی می‌تواند ارزش بازار وجه نقد نگهداری شده را افزایش دهد.

شاه‌ویسی و شریفی (۱۳۹۷)، در پژوهشی به بررسی تأثیر سطح نگهداشت وجه نقد با مخارج سرمایه‌ای و جریان‌های نقدی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند که از جمله پژوهش‌های پیشین در حوزه عوامل تعیین‌کننده نگهداشت وجه نقد در ایران محسوب می‌شود.

کیقبادی (۱۳۹۸)، در پژوهشی به بررسی تأثیر کیفیت سود بر سطح نگهداشت وجه نقد با تأکید بر نقش تعدیل‌گری محدودیت مالی پرداخت. نتایج این پژوهش نشان داد که کیفیت سود تأثیر معنی‌داری بر سطح نگهداشت وجه نقد دارد و این تأثیر در شرکت‌های با محدودیت مالی بیشتر، شدیدتر است. هرچند این پژوهش مستقیماً به پایداری شرکتی نپرداخته، اما چارچوب نظری آن در خصوص نقش محدودیت‌های مالی در تعیین سطح نگهداشت وجه نقد، برای درک مکانیسم تأثیر پایداری بر وجه نقد مفید است.

نژاد اسماعیلی (۱۴۰۲)، در پژوهشی با عنوان "بررسی تأثیر تعهد پایداری شرکتی بر نگهداری وجه نقد با نقش تعدیل‌گری صلاحیت رهبری هیئت مدیره" به بررسی رابطه بین پایداری شرکتی و نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخت. این پژوهش که با روش توصیفی-همبستگی و با استفاده از داده‌های ۹۲ شرکت طی سال‌های ۱۳۹۷ تا ۱۴۰۱ انجام شد، نشان داد که پایداری شرکت بر نگهداری وجه نقد در شرکت‌ها تأثیر معکوس و معنی‌داری داشته است؛ بدین معنا که شرکت‌هایی که از تعهد پایداری بالاتری برخوردار هستند، سطوح کمتری از وجه نقد را نگهداری می‌کنند. همچنین، یافته‌های این پژوهش حاکی از آن بود که صلاحیت رهبری هیئت مدیره، تأثیر معنی‌داری بر رابطه بین تعهد پایداری شرکت و نگهداری وجه نقد ندارد. پژوهش "تأثیر مسئولیت اجتماعی شرکت بر نگهداشت وجه نقد از طریق اثر همزمان متغیرهای منتخب" (۱۳۹۷)، با استفاده از نمونه‌ای شامل ۹۱ شرکت از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۴ و با به‌کارگیری روش تخمین سیستم معادلات هم‌زمان از طریق الگوی حداقل مربعات سه مرحله‌ای (SLS) نشان داد که مسئولیت اجتماعی از طریق ریسک غیرسیستماتیک بر نگهداشت وجه نقد تأثیرگذار است.

مصطفایی (۱۴۰۲)، در پژوهشی به بررسی رابطه بین نااطمینانی سیاسی و سطح نگهداری وجه نقد پرداخت و نشان داد که نااطمینانی سیاسی تأثیر معنی‌داری بر سطح نگهداشت وجه نقد شرکت‌ها دارد.

جمع‌بندی و شکاف پژوهشی

مرور مبانی نظری و پیشینه تحقیق نشان می‌دهد که اگرچه نظریه‌های متعددی برای تبیین نگهداشت وجه نقد توسعه یافته و پژوهش‌های گسترده‌ای در سطح بین‌المللی به بررسی ارتباط بین پایداری شرکتی و مدیریت وجه نقد پرداخته‌اند، اما در بازار سرمایه ایران، مطالعات در این حوزه هنوز در مراحل اولیه خود قرار دارد. عمده پژوهش‌های داخلی یا به

بررسی عوامل سنتی مؤثر بر نگهداشت وجه نقد (مانند کیفیت سود، حاکمیت شرکتی، نااطمینانی اقتصادی و ...) پرداخته‌اند و یا در صورت توجه به پایداری، عمدتاً بر بعد اجتماعی (مسئولیت اجتماعی) متمرکز بوده و از رویکرد جامع ESG با در نظر گرفتن هم‌زمان ابعاد زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری شرکتی غفلت نموده‌اند. همچنین، با توجه به ویژگی‌های خاص بازار سرمایه ایران از جمله ناکارایی اطلاعاتی، نوسانات شدید کلان اقتصادی و محدودیت‌های تأمین مالی، تعمیم‌پذیری یافته‌های پژوهش‌های بین‌المللی به بستر ایران با تردید مواجه است. بنابراین، انجام پژوهشی جامع که با به‌کارگیری مفهوم عملکرد پایداری در هر سه بعد آن، تأثیر آن را بر سطح نگهداشت وجه نقد در بازار سرمایه ایران مورد بررسی قرار دهد، می‌تواند به غنای ادبیات موجود افزوده و خلأ پژوهشی موجود را تا حدی مرتفع سازد.

فرضیه تحقیق

عملکرد پایداری بر سطح نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های پذیرفته شده در بازار سرمایه ایران تأثیر معناداری دارد.

روش تحقیق

تحقیق مورد نظر بر اساس هدف که به دنبال پاسخگویی و ارائه راهکارها در جهت تصمیم‌گیری می‌باشد کاربردی می‌باشد. از طرفی دیگر با توجه به این‌که این تحقیق باعث شناخت بیشتر شرایط موجود شده و در آن رابطه بین متغیرها بر اساس هدف تحقیق تحلیل می‌گردد از نوع توصیفی همبستگی می‌باشد که تحقیق مورد بررسی از نوع تحلیل رگرسیون می‌باشد. داده‌های تحقیق حاضر از لوح‌های فشرده آرشو آماری و تصویری سازمان بورس اوراق بهادار تهران، پایگاه اینترنتی بورس اوراق بهادار تهران و دیگر پایگاه‌های مرتبط نظیر کدال استخراج گردیده است. جامعه آماری تحقیق کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. همچنین قلمرو زمانی شامل ۱۰ سال متوالی از سال ۱۳۹۴ تا ۱۴۰۳ است که بررسی فرضیه‌های تحقیق با استفاده از داده‌های واقعی این سال‌ها انجام خواهد شد. که پس از اعمال محدودیت ۱۲۸ شرکت انتخاب گردید.

اندازه‌گیری متغیرهای مورد استفاده در این پژوهش

متغیر وابسته: سطح نگهداشت وجه نقد

در تحقیق حاضر سطح نگهداشت وجه نقد به‌عنوان متغیر وابسته در نظر گرفته شده است. نگهداشت وجه نقد و مدیریت سرمایه در گردش به‌عنوان بخشی از تصمیمات مالی با اثر کوتاه‌مدت، می‌توانند سبب انعطاف‌پذیری مالی بیشتر شده و همچنین امکان به‌کارگیری منابع توسط مدیریت را فراهم کنند. تصمیماتی که در نهایت منجر به حداکثر سازی ثروت سهامداران و افزایش بازده سرمایه‌گذاری آن‌ها می‌شود مطابق با تحقیق چیونگ (۲۰۱۶)، لی و همکاران^۱ (۲۰۲۰)، سطح نگهداشت وجه نقد از تقسیم وجه نقد به‌اضافه سرمایه‌گذاری‌های کوتاه‌مدت بر متوسط دارایی‌ها محاسبه شده است.

متغیرهای مستقل: عملکرد پایداری

نمره و یا امتیاز پایداری شرکت از طریق مجموع نقات قوت و نقاط ضعف یا نگرانی مربوط به چک لیست رتبه بندی اجتماعی برای هر ۷ بعد شامل اجتماعی، حاکمیتی، محیط زیست، روابط کارکنان، کیفیت محصول، حقوق بشر و تنوع بخشی، ابتدا همانند آنتونی و همکاران^۲ (۲۰۱۳)، بر اساس ابعاد پنج گانه عملکرد پایداری شرکتی به ترتیب شامل حوزه های اقتصادی، حاکمیتی، اجتماعی، اخلاقی و زیست محیطی طبقه بندی می شود. در این پژوهش از چک لیست

¹ Ly, Tran, & Tu, Thoa & Hoang, Thao.

² Antonia García-Benau, M., Sierra-Garcia, L. and Zorio, A

پژوهش امین و صالح نژاد (۱۳۹۷)، استفاده شده است. در هر حوزه معیارهایی به عنوان نقاط قوت و نقاط نگرانی مطرح گردید. چنانچه شرکت مورد بررسی دارای معیارهای نقاط قوت باشد عدد ۱ و در غیر این صورت عدد صفر به آن تعلق می گیرد. از طرف دیگر چنانچه برای شرکتی معیارهای نقاط نگرانی برقرار باشد عدد ۱ و در غیر این صورت عدد صفر تعلق می گیرد. جهت محاسبه امتیاز هر از ابعاد عملکرد پایداری برای هر شرکت مجموع نقاط نگرانی از مجموع نقاط قوت کسر می شود و امتیاز عملکرد اجتماعی (SOC)، حاکمیتی (GOV)، اخلاق (ETH)، زیست محیطی (ENV) و اقتصادی (ECO) محاسبه می شود. به منظور محاسبه امتیاز کل عملکرد پایداری شرکتی از فرمول زیر استفاده می شود:

$$CSP = \sum_{i=1}^5 (\text{قوت نگرانی} - \text{نقاط قوت})$$

جدول (۱): نقشه راه متغیرهای عملکرد پایداری شرکتی

EGSEE	گزارش عملکرد KLD		
اجتماعی	امور خیریه-در صورتیکه شرکت بخشی از سود خالص قبل از کسر مالیات را به امور خیریه اختصاص دهد	نقاط قوت	ارتباطات جامعه
اجتماعی	اجرای برنامه های نوآورانه- اختصاص بودجه کمک به شرکت های غیرانتفاعی در شرایط نامناسب اقتصادی		
اجتماعی	امور خیریه خارج از ایران شرکت کمک های خود یا ابتکارات نوآورانه های را در برنامه های خود در خارج از کشور انجام دهد.		
اجتماعی	برنامه حمایت از مسکن -برنامه های حمایتی مسکن در سطح شرکت و ملی		
اجتماعی	برنامه های حمایت از تحصیل -شرکت برنامه حمایتی برای تحصیل ابتدایی و راهنمایی داشته باشد. یا برنامه های برای برنامه های آموزش شغل برای جوانان برگزار کند		
اجتماعی	برنامه حمایت از ورزش - شرکت برنامه حمایتی برای ورزش در سطح شرکت، استانی و ملی داشته باشد		
اجتماعی	اثرات منفی اقتصادی - شرکت هایی که دچار مسائل حقوق آب، زمین، دفع ضایعات یا مسائل دیگری که اثرگذار بر زندگی، مالیات یا ارزش دارایی جامعه باشد	نقاط ضعف	
اجتماعی	مشکلات مالیاتی - در صورتیکه شرکت دارای پرونده مالیاتی در هیات حل اختلاف مالیاتی باشد.		
حاکمیتی	پاداش - در صورتی که شرکت پاداشی در سال مالی به مدیران ارشد داده باشد.	نقاط قوت	حاکمیت شرکتی
حاکمیتی	قوت مالکیت - در صورتیکه شرکت، صاحب ۲۰ تا ۵۰ درصد از شرکت دیگر باشد.		
حاکمیتی	قوت شفافیت - شرکت گزارش موثری از اندازه گیری های محیطی، اجتماعی و یا موضوع خاص شرکتی داشته باشد.		
حاکمیتی	نگرانی های حسابداری - شرکت دارای اظهارنظر حسابرسی مشروط باشد		
حاکمیتی	مشکلات شفافیت - شرکت دارای ضعف در افشای اطلاعات مربوط به مسائل محیط و اجتماع باشد	نقاط ضعف	
اجتماعی	مدیران اجرایی در صورتیکه شرکت از مدیران اجرایی خانم و یا اقلیت جامعه استفاده کند		
اجتماعی	اعضای هیات مدیره خانمها، اقلیتها و افراد معلول عضو هیات مدیره باشند.	نقاط قوت	تنوع
اجتماعی	منافع شغلی / زندگی منافع خارج از شرکت برای کودکان، سالمندان یا اوقات فراغت		

اجتماعی	کارمندان خانم و اقلیت حداقل ۵٪ کارمندان شرکت از این گروه باشند.	نقاط ضعف	روابط کارکنان		
اجتماعی	استخدام کارمندان معلول و جانباز				
اجتماعی	مشکلات دادگاهی دعاوی مربوط به کارکنان و بیمه و...				
اجتماعی	نداشتن خانم، اقلیتها و افراد معلول در اعضای هیات مدیره				
اخلاقی	مزایای غیر نقدی- شرکت مزایای غیر نقدی را برای کارکنان خود در نظر گرفته باشد.	نقاط قوت			
اخلاقی	توزیع نقدی درآمد- شرکت دارای برنامه‌ی توزیع سود نقدی است که اخیراً آن را به اکثریت نیروی کار خود و سهامداران تقسیم کرده است.				
اخلاقی	مشارکت کارکنان- شرکت برای مشارکت کارکنان، همچنین مشارکت در مالکیت راغب است				
اخلاقی	مزایای بازنشستگی- شرکت دارای برنامه‌ی مزایای بازنشستگی قابل توجه است				
اخلاقی	سلامت و ایمنی- شرکت دارای برنامه‌ی بهداشتی و ایمنی قوی است				
اخلاقی	کاهش نیروی کار- شرکت در آن سال مالی نیروی کار خود را کاهش داده باشد.	نقاط ضعف			
اخلاقی	سلامت و ایمنی- شرکت جرایمی را بابت بهداشت و ایمنی پرداخت نموده باشد				
اخلاقی	ضعف در مزایای بازنشستگی- شرکت در این زمینه دچار کسری بودجه شده باشد				
زیست محیطی	محصولات و خدمات سودمند ساخت محصول مطابق با محیط زیست و کارا در مصرف انرژی.	نقاط قوت	محیط زیست		
زیست محیطی	جلوگیری از آلاینده‌ی شرکت دارای برنامه‌های پیشگیری از آلودگی شدید، از جمله کاهش میزان انتشار و برنامه‌های کاهش سموم است.				
زیست محیطی	بازیافت شرکت از مواد بازیافتی بعنوان موادخام در فرآیندهای تولید استفاده میکند و یا عامل اصلی در صنعت بازیافت است.				
زیست محیطی	انرژی پاک شرکت اقدامات قابل توجهی را برای کاهش تأثیر بر تغییرات آب و هوایی و آلودگی هوا از طریق استفاده از انرژیهای تجدیدپذیر و سوخت پاک یا از طریق بهره وری و صرفه جویی در انرژی انجام داده است.				
زیست محیطی	دریافت جایزه و لوح تقدیر در زمینه محیط زیست.				
زیست محیطی	اموال، ماشین آلات و تجهیزات شرکت اموال، ماشین آلات و تجهیزات خود را با عملکرد محیطی بالا برای صنعت خود حفظ میکند.				
زیست محیطی	سیستمهای مدیریتی دریافت گواهی Iso 14001 - توسط شرکت برای سیستمهای مدیریتی شرکت	نقاط ضعف			
زیست محیطی	فضولات خطرناک شرکت جز ۵ صنعت اول در ایجاد فضولات پر خطر باشد(شیمیایی و نفت، چرم و نساجی، استخراج و تولید فلزات اساسی، کاغذ و چاپ و رنگ، شوینده و تمیز کننده).				
زیست محیطی	مسائل قانونی پرداخت جرائم برای مسائل و مشکلات زیست محیطیای که شرکت تولید کرده است (نقض مدیریت زباله، جریمه انرژی).				

زیست محیطی	مواد شیمیایی نازک کننده لایه‌ی اوزون شرکت جزو تولیدکنندگان مواد شیمیایی از بین برنده‌ی لایه‌ی اوزون باشد.		
زیست محیطی	مواد شیمیایی کشاورزی شرکت تولیدکننده مواد شیمیایی کشاورزی است، یعنی آفت کش ها یا کود شیمیایی و یا تولید مواد اولیه آنها.		
زیست محیطی	تغییرات آب و هوایی شرکت باعث تغییرات اقلیتی و آب و هوا شود شرکت درآمد قابل توجهی از فروش زغال سنگ یا نفت و محصولات مشتق شده آن بدست می‌آورد یا درآمد قابل توجهی را بطور غیرمستقیم از احتراق زغال سنگ یا نفت و محصولات تولیدی بدست می‌آورد		
اخلاقی	روابط دوستانه با مردم بومی شرکت ارتباطات خود را با مردم بومی برقرار کرده و به مسائل مربوط به آنها احترام میگذارد (ایجاد فضای سبز برای استفاده عموم، برگزاری مراسمها و جشنها، احداث جاده برای راحتی مردم بومی، استفاده از کارگران بومی، برگزاری مسابقات ورزشی شهری و استانی، برگزاری نمایشگاه در سطح شهر و استان، کمک به روستا و شهر همجوار، گزارش رضایت همسایگان کارخانه.)	حقوق بشر	
اخلاقی	حقوق کارکنان و کارگران افشای مناسب برای حقوق کارکنان و کارگران وجود دارد		
اقتصادی	کیفیت شرکت دارای یک برنامه کیفیت بلند مدت برای محصولات و خدمات باشد		
اقتصادی	تحقیق و توسعه /نوآوری شرکت دارای برنامه‌های برای تحقیق و توسعه و نوآوری در صنعت خود است	حقوق مالکانه	
اقتصادی	مزایای شرایط سخت اقتصادی شرکت بعنوان بخشی از مأموریت اصلی خود، محصولات یا خدمات را برای افراد محروم اقتصادی ارائه میکند		
اقتصادی	ایمنی محصول شرکت اخیراً جریمه‌های قابل توجهی در رابطه با ایمنی محصولات و خدمات پرداخت کرده است.	حقوق مالکانه	
اقتصادی	نگرانیهای قراردادی /بازاریابی پرداخت جرائم و یا دعاوی حقوقی مربوط به قراردادهای، بازاریابی و شیوه تبلیغات و...		

متغیرهای کنترلی

جدول (۲): متغیرهای کنترلی تحقیق

نام اختصاری	نحوه محاسبه	نام متغیر
LEV	استقراض‌ها تقسیم‌بر ارزش دفتری دارایی‌های شرکت	اهرم مالی شرکت ۱
SIZE	لگاریتم طبیعی مجموع دارایی‌های شرکت	اندازه شرکت ۲
ROA	درآمد خالص تقسیم‌بر کل دارایی‌ها	قابلیت سودآوری دارایی‌های مشهود ^۳
PPE	نسبت اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات بر کل دارایی‌ها	دارایی‌های مشهود ^۴
growth	ارزش بازار سهام، تقسیم‌بر ارزش دفتری سهام	فرصت‌های رشد ^۵

¹ leverage

² size

³ profitability, tangible assets

⁴ Tangible assets

⁵ growth opportunities

CFOvol	انحراف معیار وجه نقد ناشی از فعالیت‌های عملیاتی (نسبت به سه سال قبل) تقسیم بر مجموع دارایی‌ها	نوسان وجه نقد ناشی از فعالیت‌های عملیاتی ^۱
CF	از تقسیم جریان نقد عملیاتی بر مجموع دارایی‌ها	جریان نقد عملیاتی

یافته های تحقیق

جدول (۳): شاخص‌های توصیفی متغیرها

انحراف معیار	کمترین	بیشترین	میانه	میانگین	
۰.۱۱	۰.۰۰	۰.۸۹	۰.۰۴	۰.۰۸	نگهداشت وجه نقد
۰.۱۷	۰.۱۱	۰.۸۸	۰.۳۸	۰.۳۸	عملکرد پایداری
۰.۱۴	-۰.۳۹	۰.۷۳	۰.۱۰	۰.۱۲	نسبت جریان نقد عملیاتی
۵.۱۳	۰.۷۲	۲۰.۸۲	۳.۵۵	۵.۴۳	فرصت رشد
۰.۱۹	۰.۲۳	۰.۹۲	۰.۵۹	۰.۵۸	اهرم مالی
۰.۰۵	۰.۰۰	۰.۳۷	۰.۰۵	۰.۰۶	نوسان وجه نقد ناشی از فعالیت‌های عملیاتی
۰.۱۴	-۰.۰۸	۰.۴۳	۰.۱۱	۰.۱۴	سودآوری
۱.۴۱	۱۲.۳۲	۱۷.۸۰	۱۴.۳۸	۱۴.۵۷	اندازه شرکت
۰.۱۸	۰.۰۰	۰.۹۷	۰.۲۰	۰.۲۴	دارایی مشهود

ماخذ: یافته‌های تحقیق

جدول فوق، آماره‌های توصیفی متغیرهای پژوهش را شامل میانگین، میانه، بیشینه، کمینه و انحراف معیار برای نمونه مورد بررسی نشان می‌دهد که بیانگر ویژگی‌های کلی داده‌هاست.

نگهداشت وجه نقد با میانگین ۰.۰۸ (۸ درصد از کل دارایی‌ها)، نشان می‌دهد که به طور متوسط شرکت‌های نمونه حدود ۸ درصد از دارایی‌های خود را به صورت وجه نقد نگهداری می‌کنند. دامنه تغییرات این متغیر از صفر تا ۰.۸۹ است که نشان از تنوع بالای سیاست‌های نقدینگی در بین شرکت‌ها دارد؛ هرچند انحراف معیار ۰.۱۱ حاکی از پراکندگی نسبتاً پایین به دور از میانگین است.

عملکرد پایداری با میانگین ۰.۳۸ و دامنه ۰.۱۱ تا ۰.۸۸ نشان می‌دهد که سطح متوسط پایداری شرکتی در جامعه آماری نسبتاً پایین است و شرکت‌ها در این زمینه عملکرد یکنواختی ندارند. نزدیکی میانگین و میانه (هر دو ۰.۳۸) بیانگر توزیع متقارن این متغیر است.

نسبت جریان نقد عملیاتی با میانگین ۰.۱۲ حاکی از آن است که شرکت‌ها به طور متوسط ۱۲ درصد از دارایی‌های خود را جریان نقد عملیاتی مثبت تولید می‌کنند. وجود مقادیر منفی (حداقل -۰.۳۹) نشان‌دهنده وجود شرکت‌هایی با جریان نقد عملیاتی منفی است.

فرصت رشد با میانگین ۵.۴۳ و انحراف معیار ۵.۱۳، بیشترین پراکندگی را در بین متغیرها دارد که نشان‌دهنده تفاوت‌های چشمگیر شرکت‌ها از نظر چشم‌انداز رشد و فرصت‌های سرمایه‌گذاری است.

¹ the volatility of cash flow from operations

اهرم مالی با میانگین ۰.۵۸ نشان می‌دهد که به طور متوسط ۵۸ درصد از ساختار مالی شرکت‌ها از محل بدهی تأمین می‌شود که بیانگر اهرم نسبتاً بالای شرکت‌های ایرانی است. دامنه ۰.۲۳ تا ۰.۹۲ نیز گویای تفاوت‌های قابل توجه در سیاست‌های تأمین مالی شرکت‌هاست.

نوسان وجه نقد عملیاتی با میانگین ۰.۰۶ و انحراف معیار پایین ۰.۰۵ نشان‌دهنده نوسانات نسبتاً مشابه و قابل کنترل در جریان‌های نقدی عملیاتی شرکت‌هاست.

سودآوری با میانگین ۰.۱۴ بیانگر سودآوری متوسط ۱۴ درصدی شرکت‌هاست و وجود حداقل منفی (۰.۰۸-) نشان از وجود شرکت‌های زیان‌ده در نمونه دارد.

اندازه شرکت با میانگین ۱۴.۵۷ (لگاریتم طبیعی دارایی‌ها) و انحراف معیار ۱.۴۱، بیانگر تنوع اندازه شرکت‌ها از کوچک تا بزرگ است.

دارایی مشهود با میانگین ۰.۲۴ نشان می‌دهد که به طور متوسط ۲۴ درصد از دارایی‌های شرکت‌ها به صورت دارایی‌های فیزیکی و مشهود است و دامنه صفر تا ۰.۹۷ نشان‌دهنده وجود شرکت‌هایی با دارایی مشهود بسیار ناچیز تا تقریباً کامل است.

داده‌ها حاکی از تنوع قابل قبولی در بین شرکت‌های نمونه از نظر متغیرهای مورد بررسی است که امکان تحلیل رگرسیونی و بررسی روابط بین متغیرها را فراهم می‌سازد. میانگین پایین عملکرد پایداری (۰.۳۸) می‌تواند هشدار برای نهادهای ناظر و مدیران شرکت‌ها در جهت ارتقای سطح پایداری شرکتی باشد. همچنین، میانگین نسبتاً بالای اهرم مالی (۰.۵۸) بیانگر وابستگی شدید شرکت‌های ایرانی به تأمین مالی از طریق بدهی است که می‌تواند ریسک مالی آنها را افزایش دهد.

آزمون‌های ریشه واحد در داده‌های تابلویی

برای بررسی مانایی از آزمون ریشه‌ی واحد ۱ استفاده شده است.

جدول (۴): خلاصه نتایج آزمون ریشه‌ی واحد-آزمون لوین لین و چپو

نام متغیر	آماره آزمون	سطح معناداری	نتیجه
نگهداشت وجه نقد	-۱۰/۲۱	۰/۰۰۰۰	مانا
نسبت جریان نقد عملیاتی	-۲۱/۹۴	۰/۰۰۰۰	مانا
فرصت رشد	-۱۳۶/۵۰	۰/۰۰۰۰	مانا
اهرم مالی	-۱۰/۰۴	۰/۰۰۰۰	مانا
نوسان وجه نقد ناشی از فعالیت‌های عملیاتی	-۲۵/۱۶	۰/۰۰۰۰	مانا
سودآوری	-۸/۳۲	۰/۰۰۰۰	مانا
اندازه شرکت	-۳/۴۱	۰/۰۰۰۰	مانا
دارایی مشهود	-۶/۳۲	۰/۰۰۰۰	مانا
عملکرد پایداری	-۱۸/۵۱	۰/۰۰۰۰	مانا

ماخذ: یافته‌های تحقیق

با توجه به نتایج (۴) می‌توان گفت از آنجایی که احتمال‌های محاسبه شده در آزمون لوین لین و چپو کوچکتر از ۰/۰۵ است در نتیجه فرضیه صفر که مبنی بر وجود ریشه واحد برای متغیرها پذیرفته نمی‌شود و تمامی متغیرها مانا هستند.

¹ Unit Root Test

آزمون ناهمسانی واریانس

برای آزمون ناهمسانی واریانس از آزمون وایت استفاده شده است.

جدول (۵): آزمون همسانی واریانس

آزمون وایت	مقدار آماره	سطح معنی داری	نتیجه
مدل اصلی تحقیق	۳/۲۶	۰/۰۰۰۰	ناهمسانی واریانس

ماخذ: یافته‌های تحقیق

برای تخمین الگوهای اقتصادی، روش‌های متفاوتی وجود دارد. با لحاظ کردن فروض کلاسیک، روش حداقل مربعات معمولی^۱ بر اساس قضیه گاوس-مارکف بهترین تخمین زننده خطی بدون تورش است؛ اما در صورت وجود ناهمسانی واریانس دیگر روش حداقل مربعات معمولی روش مناسبی برای تخمین نیست که از این رو با وزن دادن به رفع آن پرداخته و مدل مناسب برای تخمین آزمون فرضیه‌ها روش حداقل مربعات تعمیم یافته خواهد بود.

انتخاب الگوی مناسب برای مدل رگرسیون

برای مشخص کردن نوع مدل در مقاطع و دوره‌های زمانی مختلف داده‌های ترکیبی از آزمون F مقید (چاو) استفاده شده است؛ که خروجی آزمون در جدول (۶) نشان داده شده است.

جدول (۶): نتایج آزمون چاو (F مقید) در بررسی مدل فرضیات تحقیق

مدل	آماره F	p-value	نتیجه آزمون چاو	نوع آزمون
مدل اول	۷/۴۸	۰/۰۰۰۰	H_0 رد می‌شود	داده‌های ترکیبی Panel date

ماخذ: یافته‌های تحقیق

نتایج خروجی آزمون F نشان می‌دهد فرضیه صفر مدل رد شده چون سطح معناداری کمتر از ۵ درصد به دست آمده و از میان طرح پنل یا رگرسیون تجمیع شده (تلفیقی) و پنل انتخاب می‌شود. همچنین برای انتخاب اثرات ثابت و اثرات تصادفی مدل از آزمون هاسمن استفاده شد. در صورتی سطح معناداری آزمون هاسمن بیشتر از ۵ درصد باشد مدل اثرات تصادفی و در صورتی که سطح معناداری آزمون هاسمن کمتر از ۵ درصد باشد مدل اثرات ثابت انتخاب می‌شود؛ خروجی آزمون هاسمن به شرح جدول (۷) می‌باشد.

جدول (۷): نتایج آزمون هاسمن در بررسی مدل فرضیات تحقیق

آزمون هاسمن	آماره	p-value	نتیجه آزمون هاسمن	نوع آزمون
مدل اول	۴۴/۶۹	۰/۰۰۰۰	H_0 رد می‌شود	اثرات ثابت

بررسی آزمون فرضیه‌های تحقیق

عملکرد پایداری بر سطح نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های پذیرفته شده در بازار سرمایه ایران تأثیر معناداری دارد.

جدول (۸): نتایج تخمین فرضیه اصلی تحقیق

متغیرها	ضرایب	انحراف استاندارد ضرایب	آماره t	سطح معناداری	همخطی
عرض از مبدا	-۰.۱۱۰۵۸	۰.۰۵۰۰۱۸	-۲.۲۰۰۳۶۲	۰.۰۲۸۰	-
عملکرد پایداری	-۰.۰۱۹۰۷۷	۰.۰۰۲۵۴۸	-۷.۴۸۷۹۱۳	۰.۰۰۰۰	۱.۱۳۶۵۶۸
نسبت جریان نقد عملیاتی	۰.۱۷۳۱۶۶	۰.۰۱۱۸۸۸	۱۴.۵۶۵۹۹	۰.۰۰۰۰	۱.۴۱۶۳۰۸

^۱ OLS

۱.۰۸۵۴۴۸	۰.۰۱۳۶	۲.۴۷۲۶۵۶	۰.۰۰۰۲۵۵	۰.۰۰۰۶۳۲	فرصد رشد
۲.۱۳۵۵۱۴	۰.۰۰۰۰	-۴.۴۴۹۸۴۵	۰.۰۱۷۳۷۰	-۰.۰۷۷۲۹۳	اهرم مالی
۱.۰۳۳۸۵۷	۰.۷۳۶۶	-۰.۳۳۶۴۹۲	۰.۰۳۳۷۶۳	-۰.۰۱۱۳۶۱	نوسان وجه نقد ناشی از فعالیت‌های عملیاتی
۲.۹۰۰۰۳۴	۰.۰۱۰۲	۲.۵۷۴۳۳۷	۰.۰۱۹۷۶۵	۰.۰۵۰۸۸۳	سودآوری
۱.۱۱۲۴۶۶	۰.۰۰۰۰	۵.۲۳۵۶۶۶	۰.۰۰۳۲۰۵	۰.۰۱۶۷۸۱	اندازه شرکت
۱.۱۶۳۳۷۰	۰.۰۰۰۰	-۱۰.۷۶۳۶۰	۰.۰۱۶۹۹۷	-۰.۱۸۲۹۴۶	دارایی مشهود
-	۰.۰۰۰۰	۱۰.۷۲۴۶۴	۰.۰۳۱۶۶۹	۰.۳۳۹۶۴۱	AR(1)
سایر آماره‌های اطلاعاتی					
		۰/۶۸	ضریب تعیین		
		۰/۶۴	ضریب تعیین تعدیل شده		
		۱۶/۱۳	آماره F		
		۰/۰۰	سطح معناداری F		
		۱/۸۹	دوربین واتسون		

ماخذ: یافته‌های تحقیق

در بررسی معنی‌دار بودن کل مدل با توجه به این که سطح معناداری آماره F از ۵ درصد کوچک‌تر است (۰/۰۰) لذا مدل معنی‌دار بوده و فرضیه H_1 آزمون F در سطح اطمینان ۹۵ درصد پذیرفته می‌شود. ضریب تعیین مدل نیز گویای آن است که ۰/۶۸ درصد متغیر ارزش وجه نقد نگهداری شده توسط متغیرهای توضیحی تبیین می‌گردد. همچنین ضریب تعیین تعدیل شده برابر با ۰/۶۴ درصد به دست آمده است. علاوه بر این به‌منظور بررسی همبستگی جملات خطا باید به میزان آماره دوربین واتسون توجه نمود چون دوربین واتسون در بازه قابل قبول (۱/۵ تا ۲/۵) نبود اقداماتی در راستای رفع این مشکل انجام گردید که یکی از روش‌های رایج اضافه کردن وقفه مرتبه اول متغیر وابسته به عنوان متغیر توضیحی در مدل بود که بعد اضافه کردن (AR(1)) دوباره تخمین انجام پذیرفت که در همانطور که مشاهده می‌گردد دوربین واتسون چون مقدار آن ۱/۵۸ بین بازه قابل قبول قرار دارد فرض همبستگی جملات خطا رد می‌شود. با توجه به نتایج بدست آمده از آزمون همخطی مشاهده می‌شود همه متغیرها کمتر از ۱۰ می‌باشد از این رو مشکل همخطی در این مدل وجود ندارد. با توجه به نتایج آزمون فرضیه متغیر عملکرد پایداری با توجه به اینکه سطح معناداری آن کوچکتر از ۵ درصد هستند که نشان دهنده رابطه معنادار با نگهداشت وجه نقد دارد شده است لذا فرضیه اصلی تحقیق در سطح اطمینان ۹۵ درصد تایید می‌شود. و از آنجایی که ضریب این متغیر منفی است پس عملکرد پایداری تأثیر معکوس و معناداری بر نگهداشت وجه نقد دارد. پس فرضیه اصلی تحقیق مبنی بر خوش بینی مدیران بر نگهداشت وجه نقد تأثیر معناداری دارد پذیرفته می‌شود.

همچنین متغیرهای کنترلی نسبت جریان نقد عملیاتی، فرصت رشد، اهرم مالی، سودآوری، اندازه شرکت و دارایی مشهود با توجه به سطح معناداری کمتر از ۵ درصد در سطح اطمینان ۹۵ درصد رابطه معناداری با نگهداشت وجه نقد دارند. اما نوسان وجه نقد ناشی از فعالیت‌های عملیاتی با توجه به سطح معناداری بزرگتر از ۵ درصد رابطه معناداری با نگهداشت وجه نقد ندارد.

بحث و نتیجه‌گیری

هدف اصلی این پژوهش، بررسی تأثیر عملکرد پایداری بر سطح نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بازار سرمایه ایران بود. یافته‌های حاصل از برآورد مدل رگرسیونی داده‌های تابلویی نشان می‌دهد که فرضیه اصلی تحقیق مبنی بر وجود رابطه معنادار بین عملکرد پایداری و سطح نگهداشت وجه نقد، به طور کامل مورد تأیید قرار می‌گیرد. به بیان مشخص‌تر، رابطه مشاهده‌شده بین این دو متغیر از جهت منفی برقرار است؛ به گونه‌ای که ارتقای سطح عملکرد پایداری شرکتی در ابعاد سه‌گانه زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری شرکتی، به کاهش قابل توجه و معنی‌دار سطح ذخایر نقدی شرکت‌ها منجر می‌گردد. این نتیجه به روشنی حکایت از آن دارد که شرکت‌های پایداری، بر خلاف تصور سنتی که ممکن است انباشت وجه نقد را نشانه احتیاط مالی بدانند، رویکردی کارآمدتر و متعادل‌تر در مدیریت نقدینگی اتخاذ می‌کنند و از نگهداشت وجوه نقد مازاد و غیرضروری پرهیز می‌نمایند. با توجه به نتایج بدست آمده می‌توان بیان کرد که نخست، از دیدگاه نظریه موازنه، شرکت‌های دارای عملکرد پایداری برتر، به دلیل سرمایه اجتماعی انباشته‌شده، شفافیت اطلاعاتی بالاتر و اعتماد بیشتر ذی‌نفعان، با سطوح پایین‌تری از ریسک اختصاصی و سیستماتیک مواجه هستند. این کاهش ریسک، نیاز به نگهداشت وجه نقد برای مصارف احتیاطی و مقابله با شوک‌های پیش‌بینی‌نشده را به طور محسوسی تقلیل می‌دهد. دوم، از منظر نظریه سلسله‌مراتبی، بهبود عملکرد پایداری از طریق ارسال سیگنال‌های مثبت به بازار سرمایه، عدم تقارن اطلاعاتی را کاهش داده و هزینه تأمین مالی خارجی را پایین می‌آورد؛ بدین ترتیب، این شرکت‌ها با سهولت و هزینه کمتری به منابع مالی بیرونی دسترسی دارند و طبیعتاً نیاز کمتری به انباشت وجه نقد گران‌قیمت داخلی احساس می‌کنند. سوم، بر اساس نظریه نمایندگی، شرکت‌های پایداری معمولاً از مکانیسم‌های حاکمیت شرکتی قوی‌تر و ساختار نظارتی شفاف‌تری برخوردارند که باعث می‌شود مدیران نتوانند وجوه نقد مازاد را در پروژه‌های با بازده منفی یا مصارف شخصی هزینه نمایند؛ این امر نیز به تعدیل سطح نگهداشت وجه نقد به سمت سطوح بهینه کمک شایانی می‌نماید.

بنابراین، نتیجه‌گیری نهایی این پژوهش حاکی از آن است که عملکرد پایداری نه تنها یک الزام اخلاقی یا نهادی صرف نیست، بلکه به عنوان یک ابزار راهبردی کارآمد در مدیریت مالی شرکت‌ها ایفای نقش می‌نماید و می‌تواند به عنوان یکی از تعیین‌کننده‌های مهم سطح نگهداشت وجه نقد در بازار سرمایه ایران تلقی گردد. این یافته ضمن تأکید بر اهمیت روزافزون معیارهای غیرمالی در تصمیم‌گیری‌های مالی، بینشی نوین را برای مدیران مالی و سرمایه‌گذاران در خصوص چگونگی تأثیرگذاری پایداری بر کارایی عملیاتی و مدیریت ریسک فراهم می‌آورد.

مقایسه یافته‌های این پژوهش با نتایج مطالعات پیشین، نشان‌دهنده هم‌سویی و هماهنگی قابل توجهی با عمده پژوهش‌های انجام‌شده در سطح بین‌المللی و داخلی است. در سطح داخلی، یافته‌های این تحقیق با نتایج پژوهش نژاد اسماعیلی (۱۴۰۲)، که بر روی جامعه مشابهی از شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران انجام شده و به تأثیر معکوس و معنی‌دار تعهد پایداری بر نگهداری وجه نقد دست یافته بود، کاملاً همخوانی دارد. همچنین، این نتایج با پژوهش رسانیان (۱۳۹۰)، در خصوص نقش مکانیزم‌های نظارتی حاکمیت شرکتی در تعدیل سطح نگهداشت وجه نقد، و نیز با مطالعه کیقبادی (۱۳۹۸)، در رابطه با نقش محدودیت‌های مالی در تعیین سطح وجه نقد، از جهت نظری سازگار است؛ زیرا عملکرد پایداری می‌تواند از کانال کاهش محدودیت‌های مالی، سطح نگهداشت وجه نقد را کاهش دهد.

در سطح بین‌المللی، نتایج این تحقیق به روشنی با یافته‌های چنگ و همکاران (۲۰۱۴)، که نشان دادند شرکت‌های با عملکرد اجتماعی بهتر، سطوح کمتری از وجه نقد را نگهداری می‌کنند، همسو است. همچنین، با مطالعه جامع بیتس و همکاران (۲۰۰۹)، که بر نقش ریسک جریان‌های نقدی در تعیین سطح وجه نقد تأکید داشتند، از این منظر که پایداری با کاهش ریسک، نیاز به وجه نقد احتیاطی را کاهش می‌دهد، سازگاری کامل دارد. به علاوه، پژوهش اخیر "از اخلاق تا کارایی" (۲۰۲۴)، در اقتصاد چین نیز به طور مستقیم تأثیر منفی عملکرد ESG بر ذخایر نقدی را تأیید نموده و نقش

میانجی کارایی عملیاتی را مورد تأکید قرار داده است که با استدلال‌های نظری این پژوهش هماهنگ است. با این حال، آنچه این پژوهش را از بسیاری از مطالعات پیشین متمایز می‌سازد، اتخاذ رویکرد جامع به عملکرد پایداری با در نظر گرفتن هم‌زمان هر سه بعد زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری شرکتی است؛ در حالی که عمده پژوهش‌های داخلی پیشین عمدتاً بر بعد اجتماعی (مسئولیت اجتماعی) متمرکز بوده و از ابعاد دیگر غفلت نموده‌اند. بنابراین، این پژوهش از حیث جامع‌نگری نسبت به مفهوم پایداری، گامی فراتر از تحقیقات مشابه در بازار سرمایه ایران برداشته و تصویر کامل‌تری از تأثیر چندوجهی پایداری بر مدیریت وجه نقد ارائه نموده است.

بر اساس یافته‌های این پژوهش، پیشنهادهای کاربردی زیر برای گروه‌های مختلف ذی‌نفع ارائه می‌گردد: برای مدیران ارشد شرکت‌ها و مدیران مالی: با توجه به اینکه بهبود عملکرد پایداری می‌تواند به کاهش نیاز به نگهداشت وجه نقد مازاد و در نتیجه افزایش کارایی مالی منجر شود، به مدیران شرکت‌ها توصیه می‌گردد تا پایداری شرکتی را نه به عنوان یک هزینه اضافی و تحمیلی، بلکه به عنوان یک سرمایه‌گذاری راهبردی و ارزش‌آفرین در نظر بگیرند. برنامه‌ریزی برای ارتقای شاخص‌های زیست‌محیطی (همچون کاهش مصرف انرژی و مدیریت پسماند)، بهبود عملکرد اجتماعی (توسعه سرمایه انسانی و تعامل با جوامع محلی) و تقویت مکانیسم‌های حاکمیت شرکتی (شفافیت اطلاعاتی و استقلال هیئت مدیره) می‌تواند ضمن کاهش ریسک و هزینه تأمین مالی، ساختار سرمایه را بهینه‌سازی نموده و وجوه نقد آزادشده را به سمت سرمایه‌گذاری‌های مولد و با بازده بالاتر هدایت نماید.

برای سرمایه‌گذاران و تحلیلگران مالی: سرمایه‌گذاران محترم و تحلیلگران مالی توصیه می‌شوند تا در فرآیند ارزش‌گذاری سهام و ارزیابی ریسک شرکت‌ها، به شاخص‌های غیرمالی پایداری به عنوان معیاری کلیدی برای سنجش کیفیت مدیریت و کارایی عملیاتی توجه ویژه داشته باشند. شرکت‌های با عملکرد پایداری برتر، ضمن کاهش ریسک نقدینگی و هزینه‌های نمایندگی، از انعطاف‌پذیری مالی بیشتری برخوردار بوده و می‌توانند بازده تعدیل‌شده‌ی ریسک بالاتری را برای سهامداران به ارمغان آورند. بنابراین، لحاظ کردن امتیازات پایداری در مدل‌های تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری، می‌تواند به انتخاب سبد بهینه سهام و کاهش ریسک سرمایه‌گذاری کمک شایانی نماید.

برای نهادهای ناظر و سیاست‌گذاران بازار سرمایه: سازمان بورس و اوراق بهادار و سایر نهادهای ناظر می‌توانند با الزام شرکت‌ها به افشای منسجم و استاندارد گزارش‌های عملکرد پایداری (بر اساس چارچوب‌های بین‌المللی نظیر GRI)، گام مؤثری در جهت افزایش شفافیت اطلاعاتی و کارایی بازار بردارند. همچنین، تدوین مشوق‌های مناسب برای شرکت‌هایی که عملکرد پایداری بالاتری دارند (همچون معافیت‌های مالیاتی یا اولویت در دسترسی به تأمین مالی) می‌تواند انگیزه‌های لازم برای حرکت به سمت پایداری را در سطح کلان اقتصادی تقویت نماید و به بهبود فضای کسب‌وکار و جذب سرمایه‌گذاری خارجی کمک کند.

برای تدوین‌کنندگان استانداردهای حسابداری و گزارشگری: تأکید بر اهمیت شاخص‌های غیرمالی پایداری در کنار معیارهای مالی سنتی در گزارش‌های مالی سالانه، می‌تواند به ارتقای کیفیت افشا و پاسخگویی شرکت‌ها کمک نماید. بنابراین، به نهادهای تدوین‌کننده استاندارد توصیه می‌شود که نسبت به تدوین دستورالعمل‌های الزامی برای گزارشگری پایداری و یکپارچه‌سازی آن با گزارش‌های مالی سنتی اقدام نمایند.

همچنین پیشنهادهای زیر برای محققان علاقه‌مند به حوزه پایداری و مدیریت مالی ارائه می‌گردد:

بررسی نقش تعدیل‌گری متغیرهای کلان اقتصادی: با توجه به ویژگی‌های خاص اقتصاد ایران از جمله تورم مزمن، نوسانات ارزی و شوک‌های تحریمی، انجام پژوهش‌هایی که به بررسی نقش تعدیل‌گری این متغیرهای کلان بر رابطه بین عملکرد پایداری و نگهداشت وجه نقد بپردازند، می‌تواند درک عمیق‌تری از سازوکارهای تأثیرگذاری پایداری در شرایط ناپایدار اقتصادی فراهم آورد.

تفکیک تأثیر ابعاد سه‌گانه پایداری: با توجه به رویکرد جامع این پژوهش، انجام مطالعاتی که به طور جداگانه تأثیر هر یک از ابعاد زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری شرکتی را بر سطح نگهداشت وجه نقد مورد بررسی و مقایسه قرار دهند، می‌تواند راهگشای مدیران در اولویت‌بندی اقدامات پایداری باشد.

بررسی تأثیر پایداری بر ارزش بازار وجه نقد: به جای تمرکز صرف بر سطح نگهداشت وجه نقد، پژوهش‌های آتی می‌توانند به بررسی این موضوع بپردازند که آیا عملکرد پایداری بر ارزش‌گذاری بازار از وجوه نقد نگهداری شده توسط شرکت‌ها تأثیر دارد یا خیر و آیا سرمایه‌گذاران ارزش بیشتری برای وجه نقد شرکت‌های پایدار قائل هستند یا خیر.

بررسی معکوس علیت و روابط دوطرفه: با توجه به امکان وجود رابطه دوطرفه بین پایداری و نگهداشت وجه نقد (به عنوان مثال، شرکت‌های با وجه نقد بیشتر ممکن است منابع بیشتری برای سرمایه‌گذاری در پروژه‌های پایداری داشته باشند)، انجام پژوهش‌هایی با استفاده از روش‌های اقتصادسنجی پیشرفته مانند مدل‌های معادلات هم‌زمان یا رهیافت‌های علیت گرنجری می‌تواند به شفاف‌سازی جهت علیت کمک نماید.

بررسی نقش تعدیل‌گری ساختار مالکیت و حاکمیت شرکتی: با توجه به اینکه مکانیسم‌های حاکمیت شرکتی می‌توانند بر شدت و جهت تأثیرگذاری پایداری بر تصمیمات مالی مؤثر باشند، پیشنهاد می‌شود پژوهش‌های آینده نقش تعدیل‌گری متغیرهایی نظیر تمرکز مالکیت، سرمایه‌گذاران نهادی، استقلال هیئت مدیره و مالکیت دولتی را بر رابطه مذکور مورد کاوش قرار دهند.

استفاده از روش‌های کیفی و ترکیبی: انجام پژوهش‌های کیفی از طریق مصاحبه با مدیران مالی و اعضای هیئت مدیره شرکت‌ها می‌تواند به درک عمیق‌تری از فرآیندهای تصمیم‌گیری در زمینه مدیریت وجه نقد و نقش پایداری در این فرآیندها منجر گردد. همچنین، استفاده از روش‌های ترکیبی (کمی-کیفی) می‌تواند غنای تحلیلی پژوهش‌های این حوزه را به طور قابل‌توجهی افزایش دهد.

تعمیم پژوهش به سایر بخش‌ها و صنایع: انجام این پژوهش در صنایع مختلف و همچنین در شرکت‌های خارج از بورس (مانند شرکت‌های دولتی و خصوصی بزرگ) می‌تواند به تعمیم‌پذیری نتایج و شناسایی تفاوت‌های صنعتی در این زمینه کمک نماید.

منابع

- ✓ رسائیان، امیر، (۱۳۹۰)، تأثیر مکانیزم‌های نظارتی درون سازمانی حاکمیت شرکتی بر سطح نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پژوهش‌های حسابداری مالی، دوره ۳، شماره ۴، صص ۱-۲۰.
- ✓ صفرگرایی، مهدی، (۱۳۹۶)، کیفیت حسابرسی و ارزش‌گذاری بازار از نگهداشت وجه نقد شرکت‌ها، دانش حسابرسی، دوره ۱۷، شماره ۶۷، صص ۷۵-۹۴.
- ✓ مصطفایی، فرید، (۱۴۰۲)، بررسی رابطه بین نااطمینانی سیاسی و سطح نگهداری وجه نقد در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، نشریه حسابداری مدیریت، دوره ۱۶، شماره ۵۵، صص ۱-۱۸.
- ✓ نژاد اسماعیلی، سحر، (۱۴۰۲)، بررسی تأثیر تعهد پایداری شرکتی بر نگهداری وجه نقد با نقش تعدیل‌گری صلاحیت راهبری هیئت مدیره در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، نشریه علمی رویکردهای پژوهشی نوین مدیریت و حسابداری، دوره ۷، شماره ۲۶، صص ۱۱۲۰-۱۱۳۶.
- ✓ همتی، حسن، (۱۳۹۰)، ارتباط راهبرد تنوع‌بخشی و ارزش سطح نگهداشت وجه نقد، فصلنامه مدیریت مالی، دوره ۱، شماره ۲، صص ۱-۲۴.
- ✓ Acharya, V. V., Almeida, H., & Campello, M. (2013). Aggregate risk and the choice between cash and lines of credit. The Journal of Finance, 68(5), 2059-2116.

- ✓ Albuquerque, R., Durnev, A., & Koskinen, Y. (2014). Corporate social responsibility and firm risk: Theory and empirical evidence. *Management Science*, 62(2), 445-467.
- ✓ Bates, T. W., Kahle, K. M., & Stulz, R. M. (2009). Why do U.S. firms hold so much more cash than they used to? *The Journal of Finance*, 64(5), 1985-2021.
- ✓ Cheng, B., Ioannou, I., & Serafeim, G. (2014). Corporate social responsibility and access to finance. *Strategic Management Journal*, 35(1), 1-23.
- ✓ Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323-329.
- ✓ Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- ✓ Keynes, J. M. (1936). *The General Theory of Employment, Interest and Money*. London: Macmillan.
- ✓ Luo, X., & Bhattacharya, C. B. (2009). The debate over doing good: Corporate social performance, strategic marketing levers, and firm-idiosyncratic risk. *Journal of Marketing*, 73(6), 198-213.
- ✓ Ly, Tran, & Tu, Thoa & Hoang, Thao. (2020). Managerial optimism and corporate cash holdings. *International Journal of Managerial Finance*. ahead-of-print. 10.1108/IJMF-04-2019-0129.
- ✓ Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221.
- ✓ Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R., & Williamson, R. (1999). The determinants and implications of corporate cash holdings. *Journal of Financial Economics*, 52(1), 3-46.