

### Monetary policies, social responsibility and investment efficiency in Iran's capital market<sup>1</sup>

Mohamad Mohamadi<sup>2</sup>, Hasan hemati<sup>3</sup>, Noosha Mohamad Nia<sup>4</sup>

Received: 2024/11/10

Accepted: 2025/03/07

Research Paper

#### Abstract

**Objective:** Achieving economic growth and development, including increasing employment levels, controlling inflation, and balancing the balance of payments, has always been among the ultimate goals of countries. To this end, the tools of government fiscal policy and the central banks monetary policy serve as levers that countries employ to attain their final objectives. Therefore, the aim of the present research is to investigate the impact of monetary policy and corporate social responsibility on the investment efficiency of companies listed on the Tehran Stock Exchange.

**Methods:** This research is applied in terms of its objective and analytical in terms of its nature. For data collection, financial statements of companies listed on the Tehran Stock Exchange were utilized, and for hypothesis testing, multiple regression models were employed. The research sample consists of 105 companies over the years 2016 to 2023.

**Results:** The results indicate that the interest rate has a positive and significant impact on the efficiency of companies' investments. In contrast, the exchange rate has a negative and significant impact on investment efficiency. Additionally, social capital exerts a positive and significant influence on investment efficiency.

**Conclusion:** Determining the real interest rate percentage through controlling the level of liquidity in the country can guide cash flows toward real investments in the economy. As a result, companies gain better access to financial resources for implementing investment projects and can secure the necessary funds through financial institutions or the capital market. In essence, companies require financing for their investment projects by obtaining these resources via debt or equity issuance, which, with the increase in expected rates of return and financing costs for the company, also leads to a reduction in the returns from the efficiency of companies' investments.

---

<sup>1</sup>. doi: 10.30466/JFCS.2025.121750

<sup>2</sup>. Assistant Prof, Department of Accounting, parandak Branch, Non-profit University, save, Iran. (Corresponding Author). (mkz.mohamadi@gmail.com).

<sup>3</sup>. Assistant Prof, Department of Accounting, parandak Branch, Non-profit University, save, Iran. (hemmati\_h433@yahoo.com).

<sup>4</sup>. Master of Accounting, Parandak Branch, Non-Profit University, Save, Iran. (Noosha mohamadnia@gmail.com.).

**Innovation:** Attention to social capital in companies can lead to improved investment efficiency. Engaging in social activities enables companies to gain competitive advantages, prioritize the interests of all stakeholders, and enhance investment efficiency by facilitating access to financial resources, which in turn results in increased benefits and reduced agency costs. Monetary policy mechanisms do not serve as an indicator of the value of liquid assets. However, raising interest rates can promote investment efficiency. In essence, accurately determining the real interest rate through controlling the level of liquidity in the country can direct cash flows toward genuine investments in the economy.

**Keywords:** Social Capital, Monetary Policies, Investment Efficiency.



## سیاست‌های پولی، مسئولیت پذیری اجتماعی و کارایی سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه ایران<sup>۱</sup>

محمد محمدی<sup>۲</sup>، حسن همتی<sup>۳</sup>، نوشا محمد نیا<sup>۴</sup>

تاریخ دریافت: ۱۴۰۳/۰۸/۲۰

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۳/۱۲/۱۷

مقاله پژوهشی

### چکیده

**هدف:** همواره دستیابی به رشد و توسعه اقتصادی اعم از افزایش سطح اشتغال، کنترل تورم و تعادل در تراز پرداخت‌ها از اهداف نهایی کشورها بوده است. بدین منظور ابزارهای سیاست مالی دولت و سیاست پولی بانک مرکزی اهرم‌هایی هستند که کشورها برای دستیابی به اهداف نهایی خود استفاده می‌کنند. از این رو، هدف پژوهش حاضر بررسی تأثیر سیاست پولی و مسئولیت‌پذیری اجتماعی بر کارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران است.

**روش:** این پژوهش از نظر هدف کاربردی و از نظر ماهیت تحلیلی می‌باشد. برای جمع‌آوری داده‌های آن از صورت‌های مالی شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران و در آزمون فرضیه‌ها، از الگوهای رگرسیون چند متغیره استفاده شده است. نمونه آماری پژوهش ۱۰۵ شرکت طی سال‌های ۱۳۹۵ الی ۱۴۰۲ می‌باشد.

**یافته‌ها:** نشان می‌دهد که نرخ بهره تأثیر مثبت و معناداری بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها دارد. در حالی که تأثیر نرخ ارز بر کارایی سرمایه‌گذاری منفی و معنادار است. همچنین تأثیر سرمایه اجتماعی بر کارایی سرمایه‌گذاری مثبت و معناداری دارد.

**نتیجه‌گیری:** تعیین درصد واقعی نرخ بهره با کنترل سطح نقدینگی در کشور می‌تواند به هدایت جریان‌های نقدی به سمت سرمایه‌گذاری‌های واقعی در اقتصاد سوق پیدا کند. به همین سبب، شرکت‌ها به منظور انجام طرح‌های سرمایه

<sup>۱</sup> .doi: 10.30466/JFCS.2025.121750

<sup>۲</sup> . استادیار، گروه حسابداری، واحد پرندک، دانشگاه غیر انتفاعی پرندک، ساوه، ایران. (نویسنده مسئول).

(mkz.mohamadi@gmail.com).

<sup>۳</sup> . استادیار، گروه حسابداری، واحد پرندک، دانشگاه غیر انتفاعی پرندک، ساوه، ایران. (hemmati\_h433@yahoo.com).

<sup>۴</sup> . کارشناسی ارشد، گروه حسابداری، واحد پرندک، دانشگاه غیر انتفاعی پرندک، ساوه، ایران.

(noozh.mohamdnia@gmail.com).

گذاری دسترسی بهتری به منابع تأمین مالی دارند و می‌توانند منابع لازم را از طریق مؤسسات مالی یا بازار سرمایه تأمین نمایند. در واقع شرکت‌ها به‌منظور تأمین مالی طرح‌های سرمایه‌گذاری نیازمند تأمین این منابع از محل بدهی یا انتشار سهام هستند که با افزایش نرخ بازده مورد انتظار و هزینه‌های تأمین مالی شرکت، بازده حاصل از کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها نیز کاهش پیدا می‌کند.

**نوآوری:** توجه به سرمایه اجتماعی در شرکت‌ها می‌تواند به کارایی سرمایه‌گذاری منجر گردد. مشارکت در فعالیت‌های اجتماعی منجر به دستیابی شرکت به مزیت‌های رقابتی، توجه به منافع تمامی ذی‌نفعان در شرکت و کارایی سرمایه‌گذاری از طریق تسهیل دسترسی به منابع مالی موجب افزایش و کاهش هزینه‌های نمایندگی منجر گردد. مکانیزم‌های اثرگذاری پولی به معنی شاخصی از ارزش دارایی‌های قابل تبدیل به پول را ندارد. با این حال، افزایش نرخ بهره می‌تواند منجر به کارایی سرمایه‌گذاری گردد. در واقع تعیین در صد واقعی نرخ بهره با کنترل سطح نقدینگی در کشور می‌تواند به هدایت جریان‌های نقدی به سمت سرمایه‌گذاری‌های واقعی در اقتصاد سوق پیدا کند.

**کلیدواژه‌ها:** سرمایه اجتماعی، سیاست‌های پولی، کارایی سرمایه‌گذاری.

## مقدمه

سرمایه‌گذاری یکی از مهم‌ترین عوامل تعیین‌کننده اقتصاد در ایران است. اهمیت سرمایه‌گذاری به‌گونه‌ای است که عوامل دیگر را نیز تحت تأثیر خود قرار می‌دهد. در فرآیند رشد اقتصادی، افزایش سرمایه‌گذاری حیاتی است از جمله می‌توان گفت با افزایش جمعیت کشور و افزایش نیروی کار، احتیاج به سرمایه و سرمایه‌گذاری اجتناب‌ناپذیر می‌شود. بازار سرمایه، مکانی است که در آن دسته‌ای از فعالین اقتصادی با هم ارتباط برقرار می‌کنند. (کارنیا و همکاران، ۲۰۲۰) از این نظر، بازار سرمایه مکان ارتباطات اجتماعی با اهداف اقتصادی است. این به معنای جاری بودن سرمایه اجتماعی در بازار سرمایه است. بانک جهانی، سرمایه اجتماعی را پدیده‌ای می‌داند که نتیجه تأثیر نهادهای اجتماعی، روابط انسانی و هنجارهای آن بر روی کمیت و کیفیت تعاملات اجتماعی است و تجارب این سازمان نشان داده است که این پدیده تأثیر قابل توجهی بر اقتصاد و توسعه کشورهای مختلف دارد. لذا تحقیق در این زمینه اهمیت فراوانی دارد چرا که سیاست‌های پولی بخش مهمی از سیاست‌های اقتصادی کشور است که از طریق آن مقامات پولی کشور همواره در تلاش هستند که در قاعده‌ای هماهنگ با سایر سیاست‌های اقتصادی عرضه پول را به‌شکلی کنترل کنند که متناسب با هدف‌ها آرمان‌های اقتصادی کشور باشند. به‌طور رایج سطح عمومی قیمت‌ها، میزان اشتغال و نیاز به نیروی انسانی، تولید ملی واقعی و تراز پرداخت‌ها از مهم‌ترین متغیرها در سطح کلان اقتصادی محسوب می‌شوند که افزایش، کاهش یا بدون تغییر بودن آنها، به‌عنوان اهداف نهایی مد نظر سیاست پولی محسوب می‌شوند. (کیم و همکاران، ۲۰۱۸) به‌طور واضح سیاست پولی برای رسیدن به این هدف‌ها تدوین می‌شود و گاهی این امکان وجود دارد که یکی از این هدف‌ها با سایر اهداف همخوانی و هماهنگی لازم را نداشته‌باشد. یکی از آرمان‌های سیاست‌های اقتصادی کشور، دستیابی به رشد و همین‌طور توسعه پایدار اقتصادی به معنای افزایش درآمدهای بر پایه اشتغال کامل است. وضعیت بعضی از شاخص‌ها مثل نرخ تورم، نرخ رشد اقتصادی، نرخ رشد سرمایه‌گذاری و نرخ بیکاری می‌توانند به‌عنوان معیارهای مهم و تأثیرگذار برای سنجش عملکرد اقتصادی کشور مورد بررسی قرار بگیرند که سرمایه‌گذاری همواره به‌عنوان یک عنصر اساسی در مسائل و مباحث توسعه اقتصادی کشور مطرح شده‌است. (هوی و تی، ۲۰۱۹) در فرآیند جهانی شدن و یکپارچگی اقتصاد کشورهای جهان، تسهیل نقل و انتقال سرمایه باعث شده تا مشکلات کشورهای که دارای ساختار ضعیف مالی هستند دوچندان شود. کشور ایران نیز در جهت پیوستن به جرگه بازارهای بین‌المللی گام برمی‌دارد. لذا بررسی تأثیر سیاست پولی و نحوه سیاست‌گذاری در این امر حائز اهمیت زیادی است و بحث توسعه جوامع و کشورها یکی از دغدغه‌های جدی دانشمندان و سیاستمداران بوده و به‌منظور دستیابی به توسعه، در اختیار داشتن سرمایه ضرورت اجتناب‌ناپذیر محسوب می‌شود. اهمیت این پژوهش را می‌توان این‌گونه بیان کرد. اول اینکه سیاست‌گذاران هنگام تهیه و تدوین

سیاست‌های پولی و مالی در سطح کلان، اثرات ناشی از تصمیم‌های مزبور را بر شاخص بازار سهام و سایر بازارهای مالی مورد توجه قرار دهند. دوم از مطالعات مهم اقتصادی که مورد توجه خاص اقتصاددانان و سیاست‌گذاران اقتصادی یکی از مهم‌ترین عناصر مرتبط و تأثیرگذار بر تولید ناخالص داخلی می‌باشد، موضوع سرمایه‌گذاری است. نقش سرمایه‌گذاری در موجودی سرمایه، سرمایه‌گذاری از عناصر مهم هزینه ملی و در نتیجه تقاضای کل به حساب می‌آید که با توجه به وابستگی شدید واحدهای اقتصادی در کشورهای در حال توسعه از جمله کشور ما به منابع مالی بانک‌ها جهت توسعه، می‌تواند مورد توجه بانک‌ها و مؤسسات مالی و اعتباری باشد. سوم در چارچوب سیاست‌گذاری‌های اقتصادی، سرمایه را به عنوان عاملی برای ایجاد فرصت‌های شغلی معرفی می‌کنند از این رو کلیه عواملی که بر سرمایه‌گذاری و به تبع آن بر اشتغال می‌توانند تأثیر داشته باشند، شایسته بررسی می‌باشند. بنابراین موضوع سیاست پولی و اعتباری و نقش و تأثیر آنها بر سرمایه‌گذاری می‌تواند برای دولت کاربرد داشته باشد. به طور کلی سرمایه اجتماعی، منبع کنش‌های جمعی است که عامل پیونددهنده عوامل اجتماعی است و موجب استفاده حداکثری از منابع فیزیکی و انسانی در جهت رشد و توسعه و تعالی جامعه خواهد شد. تأثیر سرمایه اجتماعی بر تصمیم سرمایه‌گذاری در سطح شرکت مدیران عامل، می‌تواند بر تصمیم گیرنده نهایی سرمایه‌گذاری‌ها، از سایر شرکت‌های دولتی نفوذ می‌کنند. شواهد مطالعه حاضر می‌تواند پیامدهایی برای سیاست‌گذاران، سرمایه‌گذاران و مدیران عامل شرکت‌ها در فرآیند تصمیم‌گیری آنها داشته باشد. در دنیای کنونی شرکت‌ها به منظور کسب سود و همچنین تداوم فعالیت خود نیازمند انجام سرمایه‌گذاری‌های کارا می‌باشند. اکثر مطالعات انجام شده در ایران به بررسی روابط بین بازار سهام و متغیرهای کلان اقتصادی مانند حجم پول و غیره پرداخته است و در هیچ پژوهشی تأثیر سیاست پولی و سرمایه اجتماعی بر کارایی سرمایه‌گذاری‌های شرکتی در بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد مطالعه قرار نگرفته است. در یک تعریف کلی سرمایه‌گذاری کارا به سرمایه‌گذاری گفته می‌شود که دارای خالص ارزش فعلی مثبت باشد. زمانی که شرکت‌ها اقدام به انتخاب طرح‌های سرمایه‌گذاری با خالص ارزش فعلی مثبت نمایند انتظار می‌رود که ارزش شرکت افزایش پیدا کند ولیکن به دلایل زیادی از جمله رفتار منفعت طلبانه مدیران ممکن است تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌ها از سطح بهینه خود فاصله بگیرد. جدایی مدیریت از مالکیت منجر به ایجاد هزینه‌های نمایندگی و تضاد منافع گردیده است. بر اساس تئوری هزینه‌های نمایندگی مدیران در شرکت‌ها به دنبال دستیابی به منافع شخصی خود و نه منافع سهام‌داران هستند که این می‌تواند در تصمیمات سرمایه‌گذاری نیز با ناکارایی خود را نشان دهد (هی و همکاران، ۲۰۲۱). همواره دستیابی به رشد و توسعه اقتصادی اعم از افزایش سطح اشتغال، کنترل تورم و تعادل در تراز پرداخت‌ها از اهداف نهایی کشورها بوده است. بدین منظور ابزارهای سیاست مالی دولت و سیاست پولی بانک مرکزی اهرم‌هایی هستند که کشورها برای

دستیابی به اهداف نهایی خود استفاده می‌کنند (راموو همکاران، ۲۰۲۰). با این حال، صاحب نظران اقتصادی در چگونگی اثرگذاری سیاست‌های پولی بر جنبه‌های مالی و عملیاتی شرکت‌ها اختلاف نظر دارد. از سوی دیگر، اخیراً هدف سازمان‌ها و بنگاه‌های تجاری از بیشینه‌سازی ثروت سهام‌داران به محافظت از منافع سایر ذی‌نفعان از جمله جامعه تغییر کرده است (رحمان و همکاران، ۲۰۱۷). اخیراً سرمایه‌گذاری اهمیت دو چندان در مطالعات مالی و حسابداری پیدا کرده است. در این پژوهش به بررسی تأثیر سیاست پولی و مسئولیت‌پذیری اجتماعی بر کارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته می‌شود. در ادامه‌ی مقاله مبانی نظری و پیشینه‌ی پژوهش‌های مرتبط با موضوع و هم چنین روش پژوهش و فرضیه‌های برگرفته از مسئله و مبانی نظری پژوهش بیان می‌شود. در نهایت نتایج آزمون فرضیه‌ها مطرح و در پایان با توجه به نتایج آزمون فرضیه‌ها، نتیجه‌گیری صورت می‌گیرد و به پایان می‌رسد.

### مبانی نظری و پیشینه پژوهش

سیاست‌های پولی عبارت است از مجموعه اقداماتی که توسط مقامات پولی (بانک مرکزی) به منظور کنترل و هدایت فعالیت‌های اقتصادی اجرا و به کار گرفته می‌شود. در این میان سرمایه‌گذاری یکی از مباحث مهم اقتصادی است و به شدت تحت تأثیر سیاست‌های پولی و همین‌طور سیاست‌های مالی قرار داد. اثرات سیاست‌های پولی و مالی وابسته به شرایط اقتصادی و غیراقتصادی کشورها است. در واقع کشورها جهت تحقق اهداف مورد نظر خود به اتخاذ سیاست‌های پولی توسط بانک‌های مرکزی خود، شرایط اقتصادی را به‌سوی اهداف و برنامه‌های از پیش تعیین شده سوق می‌دهند. به گونه‌ای که رشد اقتصادی هم در کوتاه مدت و هم در بلند مدت نشأت گرفته از سیاست‌های پولی آنان است (یانگ و همکاران، ۲۰۱۷). سیستم اقتصادی شاهد شوک‌هایی است که هر لحظه بر تقاضا و عرضه کل وارد می‌شود. اگر سیاست‌گذاران برای ثبات نظام اقتصادی از سیاست پولی و مالی استفاده کنند می‌توانند اثر این شوک‌های اقتصادی را به حداقل برسانند. سرمایه اجتماعی به عنوان مرجعی در دسترس برای تمام گروه‌ها و افراد، از طریق فعالیت به عنوان عضو در شبکه اجتماعی تعریف شده است (ویلال و نگا و همکاران، ۲۰۱۵). سرمایه اجتماعی به توسعه اقتصاد و افزایش تولید ناخالص داخلی منجر می‌شود سرمایه اجتماعی هسته تولید و بقا رفاه جمعی است. سرمایه اجتماعی نقش بسیار کلیدی و مهمی را در جوامع و سازمان‌ها ایفا می‌کند. سرمایه اجتماعی عنصری مناسب برای شکل‌گیری همکاری‌های درون سازمانی است و هر چه میزان آن بیشتر باشد دستیابی گروه و یا سازمان به اهداف خود با هزینه کمتری انجام می‌گیرد. اگر در سازمانی ویژگی‌هایی مانند اعتماد و سرمایه اجتماعی و هنجارهای مشوق مشارکت به اندازه کافی فراهم نباشد، هزینه‌های همکاری با افزایش روبه‌رو شده و تحقق عملکرد، بستگی به استقرار روش‌های کنترلی، نظارتی با مخارج و هزینه زیاد مواجه خواهد شد. از این رو متقابلاً، وجود سرمایه

اجتماعی به میزان مناسب و کافی، سبب ایجاد اعتماد متقابل و برقراری انسجام اجتماعی شده و هزینه همکاری و تعاملات گروهی و فردی کاهش یافته و در نتیجه عملکرد گروه بهبود پیدا می‌کند. زبان و ایده سرمایه اجتماعی سکوی مشترک وسیعی را برای گفتگو بحث بین دانشگاهیان و سیاست‌گذاران فراهم کرده است. علاقه رابرت پان تام برای مشارکت در بحث سیاست، کاملاً معروف است. گرایش در حال افزایشی برای مفهوم سرمایه اجتماعی و پیامدهای آن برای سیاستگذاری عمومی و اقتصادی و رفاه جامعه وجود دارد که ورود این مفهوم به عرصه عمومی با انتشار مطالعاتی در سال ۱۹۹۳ شروع شد که نشان داد سرمایه اجتماعی بیشتر می‌تواند نهادها و سازمان‌های دموکراتیک را کارا تر کند. از این رو هم فرصت‌های سرمایه‌گذاری و هم توانایی تأمین مالی هستند که سرمایه‌گذاری شرکتی را تعیین می‌کنند. توانایی تأمین مالی شرکت نه تنها به وسیله مشخصات آن بلکه به وسیله محیط تأمین مالی خارجی آن نیز تعیین می‌شود. (کرول و همکاران، ۲۰۱۰) هنگامی که شرکت‌ها با محیط تأمین مالی نامناسب اما فرصت‌های سرمایه‌گذاری خوب مواجه می‌شوند ممکن است سرمایه‌گذاری کمتر از نیاز انجام دهند زیرا نمی‌توانند سرمایه کافی برای فرصت‌های سرمایه‌گذاری خوب خود به دست آورند. با این حال هنگامی که شرکت‌ها با محیط تأمین مالی و فرصت‌های سرمایه‌گذاری مناسب مواجه می‌شوند ممکن است بیش از حد سرمایه‌گذاری کنند زیرا جریان نقدی آزاد دارند. از این رو محیط تأمین مالی یک محدودیت خارجی از سودآوری جریان سرمایه است. (گوزانی و همکاران، ۲۰۲۲). نظریه اقتصادی بیان می‌کند مسیرهای اصلی اثرگذاری سیاست پولی بر سیستم اقتصادی شامل مسیر پولی و مسیر اعتباری هستند. مسیر پولی عمدتاً در بهره‌بازتاب می‌یابد و مسیر اعتباری در اعتبار بانک بازتاب می‌یابد. آنها هر دو بر محیط تأمین مالی شرکت اثرگذار هستند. زمانی که سیاست پولی از سخت‌گیرانه به آسان‌گیرانه تغییر می‌کند، نسبت نرخ بهره و سپرده ممکن است کاهش یابد از این رو هزینه سرمایه شرکت کمتر است و حجم اعتبار بانکی آن بزرگ‌تر است. این امر باعث می‌شود شرکت به احتمال زیاد اعتبار بیشتری دریافت کند. از آنجایی که در طول سیاست پولی سخت‌گیرانه، محیط تأمین مالی دشوار است از این رو احتمال بیشتری از سرمایه‌گذاری کمتر از نیاز وجود دارد. اکنون سیاست پولی به سیاست آسان‌گیرانه تبدیل می‌شود و محیط تأمین مالی برای شرکت مفیدتر می‌شود. از این رو سیاست پولی آسان‌گیرانه به کاهش مسئله سرمایه‌گذاری پایین شرکت کمک می‌کند. (گونگ و همکاران، ۲۰۲۰). زمانی که سیاست پولی از آسان‌گیرانه به سخت‌گیرانه تغییر می‌کند، نسبت نرخ بهره و سپرده گذاری ممکن است افزایش یابد از این رو هزینه سرمایه شرکت افزایش می‌یابد و حجم اعتبار بانک ممکن است کاهش یابد. این امر باعث می‌شود شرکت‌ها به صورت دشوارتری سرمایه به دست آورند. در طول دوره سیاست پولی آسان‌گیرانه، تأمین مالی ساده‌تر از دوره سخت‌گیرانه است. از این رو سرمایه‌گذاری بیش از حد شرکت‌ها محتمل‌تر است. زمانی که سیاست از سیاست آسان‌گیرانه به سیاست سخت‌گیرانه تغییر

می‌کند، وظیفه تأمین مالی دشوارتر می‌شود. در این صورت شرکت به‌صورت بهتری پیامد سرمایه‌گذاری بیش از حد خود را حل می‌کند. (سلیمان و همکاران، ۲۰۱۳). سرمایه اجتماعی شکل سوم سرمایه پس از سرمایه فیزیکی و سرمایه انسانی است. متشکل از شبکه، اعتماد و قاعده است (پوتنام ۱۹۹۳). مشکل عدم تقارن اطلاعات و نمایندگی دو فاکتور اصلی تعیین‌کننده سرمایه‌گذاری شرکتی هستند. عدم تقارن اطلاعات منجر به سرمایه‌گذاری پایین شرکت می‌شود و مشکل نمایندگی منجر به سرمایه‌گذاری بیش از حد شرکت می‌شود. شواهد تئوری و تجربی بسیاری اثبات می‌کنند که سرمایه اجتماعی بر هر دو مشکل عدم تقارن اطلاعات و نمایندگی اثرگذار است. (گوادان و همکاران، ۲۰۱۹). سرمایه اجتماعی ممکن است عدم تقارن اطلاعات را کاهش دهد. نخست اینکه شبکه اجتماعی شرکت به کاهش ریسک عدم تقارن اطلاعات آن کمک می‌کند. نظریه سوراخ‌های ساختاری (موافی و همکاران، ۲۰۲۰). بیان می‌کند که شرکت‌ها دسترسی قبلی به اطلاعات کلیدی و انتقال آن دارند و این زمانی است که آنها در سوراخ‌های ساختاری ساخته شده توسط آنها قرار دارند. کیفیت و سرعت اکتساب اطلاعات به‌وسیله جایگاه شرکت در سوراخ‌های ساختاری شبکه تعیین می‌شود. (مارتی و همکاران، ۲۰۲۰). بر این باورند زمانی که روابط اجتماعی و اقتصادی با یکدیگر درهم‌بافته هستند روابط قوی‌تر منجر به ارزش‌آفرینی از طریق اعمال فشار همتا و افزایش تاییدپذیری روابط شبکه می‌شوند و از این رو عدم تقارن اطلاعات بین وام‌گیرندگان و وام‌دهندگان را کاهش می‌دهند. شواهد بسیاری از ارتباط‌های سیاسی و رابطه بانک نشان می‌دهند که شبکه اجتماعی می‌تواند عدم تقارن اطلاعات را کاهش دهد و سپس سرمایه‌گذاری پایین شرکت را کاهش دهد (زو و همکاران، ۲۰۱۳). دوم اینکه اعتماد بین شرکت و ذی‌نفعان آن برای کاهش مشکل عدم تقارن اطلاعات مفید است. در بازار سرمایه، زمانی که اعتماد بیشتری بین شرکت و سرمایه‌گذاران آن وجود دارد، سرمایه‌گذاران به اطلاعات کمتری برای اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری نیاز دارند در حالی که شرکت به‌احتمال زیاد اطلاعات بیشتری را افشا کند. نهایتاً نقش قاعده در اثرگذاری بر عدم تقارن اطلاعات مشابه با نقش اعتماد است. زمانی که قاعده به‌شکل صریح بیان می‌شود و به‌شکل سخت‌گیرانه اجرا می‌شود، هم سرمایه‌گذاران و هم شرکت می‌توانند عمل احتمالی سمت دیگر را پیش‌بینی کنند از این رو مشکل عدم تقارن اطلاعات کاهش می‌یابد. (زایدو و همکاران، ۲۰۲۰). سرمایه اجتماعی می‌تواند مشکل نمایندگی را کاهش دهد. سرمایه‌گذاران سرمایه خود را به شرکت می‌دهند و نماینده سرمایه را برای سرمایه‌گذاران مدیریت می‌کند. از این رو محتمل است که نماینده از سرمایه سوءاستفاده کند. همان‌طور که در بالا بیان شد، سرمایه اجتماعی می‌تواند عدم تقارن اطلاعات را کاهش دهد از این رو می‌تواند شفافیت اطلاعات را بهبود ببخشد. هرچه اطلاعات شفاف‌تر باشند، مدیر سخت‌تر می‌تواند به سود خود و به ضرر ثروت سرمایه‌گذاران عمل کند. علاوه بر قرارداد رسمی، اعتماد فاکتور دیگری است که باعث می‌شود

سرمایه‌گذاران ثروت خود را به مدیر بدهند. هرچه سرمایه‌گذار بیشتر به مدیر اعتماد داشته باشد، نظارت کمتری صورت می‌گیرد از این رو هزینه نمایندگی کمتر خواهد بود. (فرانک و همکاران، ۲۰۲۰). با این حال موجودیت سرمایه اجتماعی برای مدیران نیز ممکن است قدرت مدیران را نشان دهد که ممکن است نشان دهد مدیران می‌توانند اهداف خود را دنبال کنند به این صورت که تلاش کمتری در تمرکز بر به حداکثرسانی ارزش‌های شرکت داشته باشند. برای مثال، ارتباطات سیاسی به میزان زیادی راندمان سرمایه‌گذاری را در شرکت‌های مالکیت‌شده توسط دولت کاهش می‌دهند (چن و همکاران، ۲۰۱۱). این وضعیت نیز ممکن است زمانی وجود داشته باشد که شرکت رابطه بانکی قوی دارد و سرمایه‌گذاری حساسیت کمتری به جریان نقدی دارد (شن و ونگ، ۲۰۰۵). سیاست پولی سخت‌گیرانه، موجودیت اعتبار کاهش می‌یابد و شرکت‌ها با محدودیت‌های تأمین مالی بیشتر مواجه می‌شوند. اما شرکت‌ها با سرمایه اجتماعی بیشتر می‌توانند محدودیت‌های مالی ایجادشده توسط سیاست پولی سخت‌گیرانه را کاهش دهند زیرا آنها می‌توانند وام‌های بانکی بیشتری دریافت کنند و سهام بیشتری با استفاده از رابطه خوب با بانک‌ها، تأمین کنندگان و آژانس‌های دولتی صادر کنند. از این رو ما استدلال می‌کنیم که سرمایه اجتماعی ممکن است بر رابطه بین سیاست پولی و سرمایه‌گذاری شرکتی اثرگذار باشد.

### پیشینه پژوهش

کاردان و همکاران (۱۴۰۲) در تحقیقی با عنوان بررسی رابطه کارایی سرمایه‌گذاری و مسئولیت اجتماعی با نقش بیش اعتمادی مدیران با رویکرد تئوری سلسله مراتبی پرداختند. داده‌های ۱۲۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۹ با رهیافت داده‌های پویا به روش گشتاور تعمیم یافته مورد تجزیه و تحلیل قرار دادند و نتایج نشان داد افزایش مسئولیت اجتماعی شرکت باعث کارایی سرمایه‌گذاری نمی‌شود و مدیران تمایل ندارند از طریق تأمین مالی داخلی آن را بهبود ببخشند.

یزدی و همکاران (۱۴۰۱) در تحقیقی با عنوان نقش نفوذ ذینفعان بر رابطه بین قدرت مدیر عامل و مسئولیت اجتماعی شرکت پرداختند. که در آن ۲۷ مقاله داخلی و خارجی را از سال ۲۰۱۲ تا ۲۰۲۲ مورد بررسی قرار دادند. نتایج نشان می‌دهد، شرکت‌هایی که مسئولیت‌پذیری اجتماعی را در سطح بالاتری انجام می‌دهند و پایبندی بیشتری به آن دارند با توجه، به مقبولیت عمومی آنها از طرف جامعه این ظرفیت را دارند که کارایی سرمایه‌گذاری بهینه تری داشته باشند و در طرح‌های بازده داخلی بیشتری سرمایه‌گذاری کرده و ساختار سرمایه‌خو را بهینه تر از قبل کنند؛ بنابراین یک بنگاه اقتصادی یا کسب و کار، از هر نوعی که باشد، بدون شک یک موجودیت و دارایی همگانی است.

برزگر و همکاران، (۱۴۰۰) در تحقیقی با عنوان تأثیر تعدیل‌کنندگی حاکمیت شرکتی بر رابطه بین سرمایه اجتماعی و سیاست‌های تقسیم سود نقدی نتایج نشان دادند که سرمایه اجتماعی با سود

تقسیمی رابطه مثبت و معناداری دارد و اما حاکمیت شرکتی بر رابطه بین سرمایه اجتماعی و سود تقسیمی اثرگذار نیست. با توجه به وجود ارتباط مثبت و معنادار بین سرمایه اجتماعی و سود تقسیمی می‌توان این گونه نتیجه گرفت که این متغیر خارج شرکتی در تصمیمات داخلی شرکت تأثیر دارد که می‌تواند به عنوان عاملی کمک‌کننده برای کاهش نظارت تلقی شده و بدین ترتیب می‌تواند هزینه‌های نمایندگی را نیز کاهش دهد.

عزیزی و همکاران (۱۳۹۹) در تحقیقی با عنوان بررسی تأثیر سیاست‌های پولی و جریان نقد آزاد بر کارایی سرمایه‌گذاری با تأکید بر نقش تعدیل‌گری حاکمیت شرکتی بیان کرده‌اند، سرمایه‌گذاری، از مباحث حسابداری و اقتصاد و یکی از عوامل مهم در جهت حل مشکلات اقتصادی کشورها، بسط و توسعه سرمایه‌گذاری است. این امر به‌تنهایی کافی نیست و با توجه به محدودیت منابع مالی، علاوه بر مسئله کارایی سرمایه‌گذاری، سیاست‌های پولی و جریان نقدی نیز از مسائل با اهمیت است.

حسین‌زاده و همکاران (۱۳۹۹) در تحقیقی با عنوان مطالعه اهمیت سیاست‌های پولی و مالی بر اقتصاد ایران در لایه‌ای از رکود اقتصادی، بیان کرده‌اند، سیاست‌های اعمال شده توسط نهاد اجرای دولت به‌عنوان متغیرهای تأثیرگذار در طول رکود اقتصادی از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است. بر این اساس می‌توان مدعی شد که سیاست‌های مالی و همچنین کنترل سیاست‌های پولی می‌تواند میزان تولید در جامعه را افزایش داده و نرخ بیکاری را کاهش دهد. همچنین متغیرهای سرمایه‌گذاری بخش خصوصی و درآمد نفتی تأثیر مثبت و معنی‌داری روی تولید و رشد اقتصادی در دوران رکود را دارند که مطابق با مبانی نظری تحقیق می‌باشد.

محمدزاده و همکاران (۱۳۹۹) در تحقیقی با عنوان تأثیر سرمایه اجتماعی بر هزینه سرمایه با تأکید بر عدم تقارن اطلاعاتی، بیان کرده‌اند، نتایج نشان داد که تأثیر منفی افشای سرمایه اجتماعی بر هزینه سرمایه در شرکت‌های با عدم تقارن اطلاعاتی بالا، شدیدتر است، در حالی که افشای سرمایه اجتماعی بر هزینه سرمایه در شرکت‌های با عدم تقارن اطلاعاتی تأثیر ندارد. در حقیقت، سرمایه اجتماعی در محیط‌هایی که تضاد منافع زیاد است کارکرد بهتری دارد.

هاریم و همکاران (۲۰۲۴) در پژوهشی با عنوان تأثیر سرمایه اجتماعی بر مسئولیت اجتماعی بر بیش اعتمادی مدیران و سرمایه‌گذاری پرداختند بدین منظور، برای اندازه‌گیری سرمایه اجتماعی از پرسشنامه لوی و لی (۲۰۱۸) استفاده گردید. آزمون فرضیه‌ها با استفاده از روش مدلسازی معادلات ساختاری انجام گردید. یافته‌های فرضیه پژوهش حاکی از آن است که سرمایه اجتماعی باعث افزایش کارایی سرمایه‌گذاری شرکت می‌گردد.

هی و همکاران (۲۰۲۳) در تحقیقی با عنوان تأثیر مسئولیت اجتماعی بر تصمیمات سرمایه‌گذاران و سرمایه‌گذاری پرداختند. بر اساس نتایج به دست آمده از تجزیه و تحلیل‌های آماری، مسئولیت اجتماعی تأثیر مثبت و معناداری بر تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌ها دارد. همچنین بر اساس نتایج بخش دوم، مسئولیت‌پذیری اجتماعی بر رابطه بین جریان‌های نقد عملیاتی و سرمایه‌گذاری شرکت‌ها تأثیر تعدیل‌گر افزایشی معناداری دارد. سایر نتایج نشان داد بین مسئولیت اجتماعی و بیش‌اعتمادی رابطه معناداری وجود داشت همچنین سرمایه اجتماعی با افزایش کارایی سرمایه‌گذاران و بالا رفتن اعتماد مدیران در جهت تأمین منابع مالی می‌شود.

ژیو و همکاران (۲۰۲۲) در پژوهش با عنوان تأثیر مسئولیت اجتماعی بر اعتماد بیش از حد و سرمایه‌گذاری مدیران پرداختند. نتایج حاکی از آن است که بین بیش‌اطمینانی مدیران و کارایی سرمایه‌گذاری و تأمین مالی داخلی ارتباط مثبت و معناداری وجود دارد. در واقع، زمانی که مدیران بیش‌اطمینان بوده‌اند، سرمایه‌گذاری بیش از حد کمتر بوده است. علاوه بر این، یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که بین بیش‌اطمینانی مدیران و کم سرمایه‌گذاری رابطه معناداری وجود ندارد.

کوان و همکاران، (۲۰۲۰) در مطالعه تأثیر سیاست پولی و سرمایه اجتماعی بر کارایی سرمایه‌گذاری‌های شرکتی در بین شرکت‌های ایالات متحده بیان کرده‌اند نتایج تحقیق، نشان می‌دهد که هر دو نوآوری در سیاست پولی و سرمایه اجتماعی مدیران عامل به‌طور قابل توجهی بر ناکارآمدی سرمایه‌گذاری شرکت تأثیر می‌گذارد. روابط اجتماعی قوی‌تر بین مدیران عامل و هم‌تایان آنها منجر به ناکارآمدی بیشتر در سرمایه‌گذاری می‌شود، در حالی که روابط اجتماعی قوی‌تر بین مدیران عامل و مدیران غیر هم‌تای آنها منجر به ناکارآمدی کمتر در سرمایه‌گذاری می‌شود.

ژائو و همکاران (۲۰۱۸) در مطالعه سیاست پولی، کنترل دولتی و سرمایه‌گذاری نشان دادند که سیاست‌های پولی چین تأثیرات متفاوتی بر شرکت‌های دولتی و خصوصی بایا بدون ارتباطات سیاسی می‌گذارد. به‌طور خاص، مداخلات دولت محلی تأثیرات سیاست‌های پولی را به‌طور چشمگیری تضعیف و تحریف می‌کنند؛ به‌طوری که کاهش در نظر گرفته شده در سرمایه‌گذاری برای شرکت‌های دولتی و خصوصی با ارتباطات نزدیک با دولت‌های محلی قابل رفع است.

هان و ژانگ (۲۰۱۶) در بررسی سیاست پولی، محدودیت‌های تأمین مالی و کارایی سرمایه‌گذاری به این نتیجه رسیدند که با توجه به اختلاف ظرفیت مدیریتی شرکت‌های گوناگون، تحت شرایط مداخله اقتصادی دولتی در تخصیص بودجه اعتباری، سیاست پولی سست شده محدودیت‌های تأمین مالی را که شرکت‌ها با ظرفیت مدیریت خارجی بیشتر مواجه می‌شوند، از بین می‌برد و شرکت‌های با ظرفیت مدیریت داخلی بهتر را با محدودیت‌های تأمین مالی مواجه می‌کند.

لیندسی - مولیکین و مانگرا (۲۰۱۶) در تحقیقی با عنوان سیاست‌های پولی و بازده سهام نشان دادند که سود تجمعی اطلاعات در مورد اعمال سیاست‌های پولی را در بر دارد. علاوه بر این، رابطه منفی بین سود تجمعی و بازده هنگام کنترل برای شگفتی‌های سیاسی وجود دارد.

ژانگ و لی (۲۰۱۵) در تحقیقی با عنوان سیاست پولی و کارایی سرمایه‌گذاری نشان دادند که سیاست پولی سست ممکن است مانع کارایی سرمایه‌گذاری شرکت شود، در حالی که سیاست پولی سخت ممکن است آن را تشدید کند. سرمایه‌گذاری غیرمنتظره و سرمایه‌گذاران نهادی می‌توانند سرمایه‌گذاری‌های ناکارا را تحت سیاست پولی سخت کاهش دهند. فرنالد (۲۰۱۵) در تحقیق خود به بررسی اثرات سیاست پولی در کشور چین با استفاده از یک الگوی FAVAR پرداخته‌است. ایشان در تحقیق خود به بررسی اثرات سیاست‌های پولی در کشور چین از طریق کانال تورم پرداخته‌است. در این مقاله آمده است که سیاست پولی بر بخش حقیقی اقتصاد حداقل در کوتاه مدت مؤثر می‌باشد و تصمیمات سیاست پولی از طریق مکانیسم‌های مختلف به بخش حقیقی منتقل می‌شود. این مکانیسم از کشوری به کشور دیگر متفاوت است و بستگی به ساختار مالی و قانونی آنها دارد.

کومانا (۲۰۱۵) در تحقیقی به بررسی پیامدهای سیاست پولی بر سرمایه‌گذاری در ۳۷ کشورهای جنوب صحرای آفریقا از سال ۲۰۱۲-۱۹۸۰ پرداختند. نتایج مطالعه وی نشان داد که نرخ بهره پایین باعث افزایش وام دهی بانک‌ها شده و رشد اقتصادی بالاتر را در پی دارد.

### فرضیه‌های پژوهش

براساس سودآوری جریان سرمایه سرمایه‌گذاری آینده شرکت به وسیله سودآوری فرصت‌های سرمایه‌گذاری تعیین می‌شود. شرکت هنگام مواجهه با فرصت‌های سرمایه‌گذاری نامناسب باید سرمایه‌گذاری را کاهش دهد. با این حال سودآوری جریان سرمایه تنها در بازار عملکرد خوب دارد. بحران مالی تایید کرده است که هیچگونه بازار کامل در جهان واقعی وجود ندارد به این معنا که مشکل اطلاعات نامتقارن و نمایندگی وجود دارد. از این رو هم فرصت‌های سرمایه‌گذاری و هم توانایی تامین مالی هستند که سرمایه‌گذاری شرکتی را تعیین می‌کنند. (هاریم و همکاران، ۲۰۲۴)، توانایی تامین مالی شرکت نه تنها به وسیله مشخصات آن بلکه به وسیله محیط تامین مالی خارجی آن نیز تعیین می‌شود. هنگامی که شرکت‌ها با محیط تامین مالی نامناسب اما فرصت‌های سرمایه‌گذاری خوب مواجه می‌شوند ممکن است سرمایه‌گذاری کمتر از نیاز انجام دهند زیرا نمی‌توانند سرمایه کافی برای فرصت‌های سرمایه‌گذاری خوب خود به دست آورند. با این حال هنگامی که شرکت‌ها با محیط تامین مالی و فرصت‌های سرمایه‌گذاری مناسب مواجه می‌شوند ممکن است بیش از حد سرمایه‌گذاری کنند زیرا جریان نقدی آزاد دارند. از این رو محیط تامین مالی یک محدودیت خارجی از سودآوری جریان

سرمایه است. (ژیو و همکاران، ۲۰۲۲). نظریه اقتصادیان کننده این است که مسیرهای اصلی اثرگذاری سیاست پولی بر سیستم اقتصادی شامل مسیر پولی و مسیر اعتباری هستند. مسیر پولی عمدتاً در بهره بازتاب می‌یابد و مسیر اعتباری در اعتبار بانک بازتاب می‌یابد. آنها هر دو بر محیط تامین مالی شرکت اثرگذار هستند. زمانی که سیاست پولی از سخت‌گیرانه به آسان‌گیرانه تغییر می‌کند، نسبت نرخ بهره و سپرده ممکن است کاهش یابد از این رو هزینه‌های سرمایه‌گذاری شرکت کمتر است و حجم اعتبار بانکی آن بزرگ‌تر است. این امر باعث می‌شود شرکت به احتمال زیاد اعتبار بیشتری دریافت کند. از آنجایی که در طول سیاست پولی سخت‌گیرانه، محیط تامین مالی دشوار است از این رو احتمال بیشتری از سرمایه‌گذاری کمتر از نیاز وجود دارد. اکنون سیاست پولی به سیاست آسان‌گیرانه تبدیل می‌شود و محیط تامین مالی برای شرکت مفیدتر می‌شود. از این رو سیاست پولی آسان‌گیرانه به کاهش مسئله سرمایه‌گذاری پایین شرکت کمک می‌کند. در مقابل، زمانی که سیاست پولی از آسان‌گیرانه به سخت‌گیرانه تغییر می‌کند، نسبت نرخ بهره و سپرده‌گذاری ممکن است افزایش یابد از این رو هزینه سرمایه‌گذاری شرکت افزایش می‌یابد. عدم تقارن اطلاعات منجر به سرمایه‌گذاری پایین شرکت می‌شود و مشکل نمایندگی منجر به سرمایه‌گذاری بیش از حد شرکت می‌شود (لین و همکاران، ۲۰۰۹) بر این باورند زمانی که روابط اجتماعی و اقتصادی با یکدیگر درهم‌بافته هستند روابط قوی‌تر منجر به ارزش‌آفرینی از طریق اعمال فشار همتا و افزایش تاییدپذیری روابط شبکه می‌شوند و از این رو عدم تقارن اطلاعات بین وام‌گیرندگان و وام‌دهندگان را کاهش می‌دهند. هرچه اطلاعات شفاف‌تر باشند، مدیر سخت‌تر می‌تواند به سود خود و به ضرر ثروت سرمایه‌گذاران عمل کند. علاوه بر قرارداد رسمی، اعتماد فاکتور دیگری است که باعث می‌شود سرمایه‌گذاران ثروت خود را به مدیر بدهند. هرچه سرمایه‌گذار بیشتر به مدیر اعتماد داشته باشد، نظارت کمتری صورت می‌گیرد از این رو هزینه نمایندگی کمتر خواهد بود. به همین شیوه، شبکه‌سازی اجتماعی مدیران اجرایی ارشد با مدیران در هیئت به کاهش عدم تقارن اطلاعات و هزینه نمایندگی کمک می‌کند که منجر به کاهش ناکارآمدی سرمایه‌گذاری می‌شود. برای مثال، ارتباطات سیاسی به میزان زیادی راندمان سرمایه‌گذاری را در شرکت‌های مالکیت‌شده توسط دولت کاهش می‌دهند (چن و همکاران، ۲۰۱۱). این وضعیت نیز ممکن است زمانی وجود داشته باشد که شرکت رابطه بانکی قوی دارد و سرمایه‌گذاری حساسیت کمتری به جریان نقدی دارد (شن و ونگ، ۲۰۰۵). اگر اطلاعاتی که مدیران اجرایی ارشد از هم‌تاهای خود دریافت می‌کنند و فعالیت‌های هم‌تایان آنها که مدیران اجرایی ارشد دیگر ممکن است آنها را تقلید کنند تا از انتقاد از تحلیلگران مالی اجتناب کنند در این صورت سرمایه‌گذار منجر به بدتر شدن تصمیم سرمایه‌گذاری مدیران اجرایی ارشد می‌شود و منجر به راندمان سرمایه‌گذاری پایین‌تر می‌شود. سرمایه اجتماعی ممکن است از طریق دو مسیر انتقال سیاست پولی بر رابطه بین سیاست پولی و سرمایه‌گذاری شرکتی اثرگذار باشد.

نخست از آنجا که سرمایه اجتماعی می تواند هزینه سهام سرمایه شرکت را کاهش دهد از این رو ممکن است شوک افزایش نرخ بهره بر سرمایه گذاری شرکتی را افزایش دهد که باعث می شود سرمایه گذاری شرکت با سرمایه اجتماعی فراوان به تغییر بهره حساس نباشد. دوم این که همانطور که در بالا اشاره شد، تحت سیاست پولی سخت گیرانه، موجودیت اعتبار کاهش می یابد و شرکت ها با محدودیت های تامین مالی بیشتر مواجه می شوند. اما شرکت ها با سرمایه اجتماعی بیشتر می توانند محدودیت های مالی ایجاد شده توسط سیاست پولی سخت گیرانه را کاهش دهند زیرا آنها می توانند وام های بانکی بیشتری دریافت کنند و سهام بیشتری با استفاده از رابطه خوب با بانک ها، تامین کنندگان و آژانس های دولتی صادر کنند. از این رو فرضیه های زیر بیان می شود.

**فرضیه اول:** سیاست های پولی بر کارایی سرمایه گذاری شرکت تأثیر مثبت و معناداری دارد.

**فرضیه دوم:** مسئولیت پذیری اجتماعی بر کارایی سرمایه گذاری تأثیر مثبت و معناداری دارد.

### مدل پژوهش فرضیه ها

با عنایت به اینکه به منظور اندازه گیری سیاست های پولی از شاخص نرخ ارز و سود بانکی استفاده گردیده است. (کوان و همکاران، ۲۰۲۰)، مدل های (۱) و (۲) به منظور آزمون فرضیه اول پژوهش به شرح زیر تدوین می گردد:

مدل (۱) برای فرضیه اول

$$EFFINV_{it} = \beta_0 + \beta_1 Interest\ rate_{it} + \beta_2 ROA_{it} + \beta_3 Size_{it} + \beta_4 QUICK_{it} + \beta_5 LEVERAGE_{it} + \beta_6 CASH_{it} + \epsilon_{it}$$

$$EFFINV_{it} = \beta_0 + \beta_1 exchangerate_{it} + \beta_2 ROA_{it} + \beta_3 Size_{it} + \beta_4 QUICK_{it} + \beta_5 LEVERAGE_{it} + \beta_6 CASH_{it} + \epsilon_{it}$$

مدل (۲) به منظور آزمون فرضیه دوم

$$EFFINV_{it} = \beta_0 + \beta_1 CSR_{it} + \beta_2 ROA_{it} + \beta_3 Size_{it} + \beta_4 QUICK_{it} + \beta_5 LEVERAGE_{it} + \beta_6 CASH_{it} + \epsilon_{it}$$

### نحوه اندازه گیری متغیرهای پژوهش

متغیر وابسته

EFFINV: کارایی سرمایه گذاری

کارایی سرمایه گذاری به پیروی از مدل الهارس و همکاران (۲۰۲۱) به شرح مدل زیر اندازه گیری می شود:

$$inv_{it} = \beta_0 + \beta_1 SG_{it-1} + \epsilon_{it}$$

INV: سرمایه‌گذاری شرکت، برابر است با نسبت تغییرات در کل دارایی‌های شرکت

SG: رشد فروش، برابر است با نسبت تغییرات در درآمد فروش شرکت

قدر مطلق باقیمانده در عدد منفی نشان‌دهنده کارایی سرمایه‌گذاری است.

### متغیر مستقل اول

به پیروی از خردمند و همکاران (۱۳۹۶) برای اندازه‌گیری سیاست‌های پولی از دو معیار نرخ بهره و نرخ ارز در این پژوهش استفاده شده است.

Interest rate: سیاست‌های پولی (نرخ بهره)

به پیروی از خردمند و همکاران (۱۳۹۶) از نرخ بهره به عنوان معیار اندازه‌گیری سیاست‌های پولی استفاده می‌شود. به عنوان مثال هنگامی که نرخ بهره به دنبال اعمال یک سیاست پولی کاهش می‌یابد، میزان پس‌اندازها در بانک‌ها کاهش و در مقابل افراد قدرت مالی و سرمایه‌گذاری خود را با وام‌گیری از بانک‌ها و سرمایه‌گذاری در دارایی‌های مالی افزایش می‌دهند. بنابراین سیاست پولی از طریق عملکرد نرخ بهره اجرا می‌شود.

exchange rate: نرخ ارز

به پیروی از خردمند و همکاران (۱۳۹۶) از نرخ ارز به عنوان معیار اندازه‌گیری سیاست‌های پولی استفاده می‌شود. نرخ ارز برابر است با تغییرات سالانه نرخ دلار در بازار آزاد (نرخ دلار سال جاری منهای نرخ دلار سال پیشین)

### متغیر مستقل دوم

CSR: مسئولیت‌های اجتماعی

مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت به عنوان متغیر مستقل دوم پژوهش در نظر گرفته شده است و برای اندازه‌گیری مسئولیت‌اجتماعی شرکت‌ها، از معیار مؤسسه آمریکایی معروف به KLD، مطابق با پژوهش‌های میش و همکاران (۲۰۱۱)، حاجی‌ها و سرفراز (۱۳۹۳) و نمازی و مقیمی (۱۳۹۷) اندازه‌گیری شده است. مؤسسه KLD، هر ساله سازمان‌ها را بر اساس معیارهای اجتماعی و زیست‌محیطی رتبه‌بندی می‌کند. مسئولیت‌اجتماعی دارای چهار بعد به نام‌های (مشارکت اجتماعی، روابط کارکنان، محیط‌زیست و ویژگی‌های محصولات) است و هر بعد آن قوت و ضعف‌های مخصوص خود را دارد. نحوه اندازه‌گیری بدین صورت است که اگر سازمانی قوت و ضعف‌ها را افشا کرده باشد، به هر یک از آن قوت‌ها و ضعف‌ها نمره یک (۱) تعلق می‌گیرد و سپس با تفاضل ضعف‌ها از قوت‌های مربوطه، نمره آن قسمت به دست می‌آید. در نهایت با جمع نمره تمام این ابعاد برای مسئولیت‌پذیری اجتماعی، یک نمره کلی برای شرکت به دست خواهد آمد (نمازی و مقیمی، ۱۳۹۷). جدول زیر شاخص‌های مربوط به ابعاد مسئولیت‌پذیری اجتماعی را نشان می‌دهد و اطلاعات لازم از گزارش‌های هیئت‌مدیره شرکت‌ها (گزارش‌های تفسیری) استخراج شده است. مدل کلی به صورت زیر می‌باشد:

$$CSR-S = CSR-COM-S + CSR-EMP-S + CSR-ENV-S + CSR-PRO-S$$

که در رابطه فوق:

CSR-S: نمره مسئولیت پذیری اجتماعی.

CSR-COM-S: نمره افشای مشارکت اجتماعی که از تفاضل نقاط قوت و ضعف خاص خود

به صورت زیر محاسبه می شود:

$$CSR-COM-S = \sum \text{Strengths} - \sum \text{Concerns}$$

CSR-EMP-S: نمره افشای روابط کارکنان.

CSR-ENV-S: نمره افشای محیط زیست.

CSR-PRO-S: نمره افشای ویژگی محصولات.

نگاره ۱: ابعاد مسئولیت پذیری اجتماعی همراه با نقاط قوت و ضعف آنها

Table1. Dimensions of Social responsibility along with their strengths and weaknesses

| نقاط ضعف                                                                         | نقاط قوت                                                                                  | ابعاد مسئولیت  |
|----------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------|----------------|
| اثر منفی اقتصادی (تأثیر منفی بر کیفیت زندگی، تعطیلی کارخانه) و عدم پرداخت مالیات | کمک های خیریه و کمک های نوآورانه (کمک به سازمان های غیرانتفاعی و مشارکت در طرح های عمومی) | مشارکت اجتماعی |
| ضعف بهداشت و ایمنی و کاهش نیروی کار                                              | به اشتراک گذاشتن سود نقدی و مزایای بازنشستگی                                              | روابط کارکنان  |
| تولید زباله های خطرناک و پرداخت جریمه به دلیل نقش مدیریت زباله                   | انرژی پاک (استفاده از سوخت یا آلودگی کمتر) و کنترل آلودگی هوا و کاهش گازهای گلخانه ای     | محیط زیست      |
| پرداخت جریمه در مورد ایمنی محصول و پرداخت جریمه برای تبلیغات منفی                | کیفیت محصول و ایمنی محصول                                                                 | ویژگی محصول    |

### متغیرهای کنترلی

به پیروی از کوان و همکاران، ۲۰۲۰. متغیرهای کنترلی استفاده شده در این پژوهش به شرح زیر

می باشند

ROA: بازده دارایی ها که برابر است با نسبت سود قبل از بهره و مالیات به کل دارایی ها.

SIZE: اندازه شرکت که برابر است لگاریتم طبیعی کل دارایی های شرکت.

QUICK: نقدینگی شرکت که برابر است با نسبت دارایی جاری به بدهی جاری.

LEVERAGE: اهرم مالی که برابر است با نسبت کل بدهی به کل دارایی ها.

CASH: وجوه نقد که برابر است با نسبت وجه نقد ناشی از فعالیت عملیاتی به کل دارایی های

شرکت.

## روش شناسی پژوهش

پژوهش حاضر به لحاظ هدف از نوع کاربردی و به لحاظ روش گردآوری داده‌ها از نوع تحقیقات توصیفی پیمایشی است. برای گردآوری داده‌های پژوهش از بانک اطلاعاتی ره‌آورد نوین و گزارش‌های منتشره استفاده می‌شود. به منظور تجزیه و تحلیل داده‌های پژوهش، نرم‌افزار EViews استفاده خواهد شد و برای برآورد مدل پژوهش، از تحلیل رگرسیون روش آماری پانل دیتا، استفاده می‌شود. برای یک دوره هشت‌ساله (۱۴۰۲-۱۳۹۵) برای انتخاب نمونه، از بین کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، شرکت‌های که دارای شرایط زیر باشند، برای انجام آزمون انتخاب شدند:

(۱) اطلاعات مالی شرکت برای دوره زمانی پژوهش موجود باشد.

(۲) سال مالی آن‌ها منتهی به پایان اسفندماه باشد.

(۳) شرکت سرمایه‌گذاری یا واسطه‌گری مالی و بیمه نباشد.

(۴) در دوره مورد بررسی تغییر دوره مالی نداده باشند.

بنابراین پس از حذف سیستماتیک و پس از انجام نمونه‌گیری با استفاده از فرمول کوکران از بین

تمام شرکت پذیرفته‌شده در بورس تعداد ۱۰۵ شرکت به عنوان نمونه آماری انتخاب گردید.

## آمار توصیفی

## نگاره ۲: آمار توصیفی متغیرها پژوهش

Table 2. Descriptive Statistics Table of Variables

| نام متغیرها               | نماد         | میانگین | میانه  | بیشترین | کمترین | انحراف معیار |
|---------------------------|--------------|---------|--------|---------|--------|--------------|
| کارایی سرمایه‌گذاری       | INVEFF       | -۰,۳۰۲  | -۰,۳۱۲ | -۰,۰۲۳  | -۱,۳۴۶ | ۰,۳۷۹        |
| سیاست‌های پولی (نرخ بهره) | INTERSTRATE  | ۱۲,۲۳۱  | ۱۹,۲۴۱ | ۲۰      | ۰,۱۵   | ۹,۱۱۱        |
| نرخ ارز                   | EXCHANGERATE | ۰,۶۰۷   | ۰,۲۵۸  | ۱,۶۲۰   | ۰,۰۲۱  | ۰,۵۳۰        |
| مسئولیت‌های اجتماعی       | CSR          | ۰,۵۲۳   | ۰,۵۴۲  | ۰,۶۳۲   | ۰,۰۵۳  | ۰,۱۷۴        |
| بازده دارایی‌ها           | ROA          | ۰,۱۲۶   | ۰,۱۱۸  | ۰,۴۴۷   | -۰,۰۳۰ | ۰,۱۳۰        |
| اندازه شرکت               | SIZE         | ۱۲,۴۲۵  | ۱۵,۸۹۶ | ۱۸,۱۰۵  | ۱۲,۶۴۰ | ۱,۳۹۰        |
| نقدینگی شرکت              | QUICK        | ۲,۲۰۵   | ۲,۴۵۶  | ۳,۱۸۱   | ۰,۴۹۷  | ۰,۶۸۸        |
| اهرم مالی                 | LEV          | ۰,۲۱۵   | ۰,۴۲۳  | ۰,۸۶۹   | ۰,۲۱۰  | ۰,۱۸۴        |
| وجوه نقد                  | CASH         | ۰,۷۶۳   | ۰,۵۲۱  | ۰,۱۵۱   | ۰,۰۰۳  | ۰,۰۴۰        |

آماره‌های توصیفی متغیرهای پژوهش درنگاره ۲ ارائه گردیده‌است. براساس آماره‌های ارائه شده، میانگین متغیر کارایی سرمایه‌گذاری نشان دهنده عدد -۰,۳۵۲- می‌باشد، می‌توان گفت هرچه میانگین این متغیر بیشتر باشد، کارایی سرمایه‌گذاری نیز در سطح بالاتری قرار دارد. میانگین نرخ بهره به عنوان یکی از مهم‌ترین سیاست‌های پولی دولت نشان می‌دهند که در سال‌های مورد بررسی میانگین

نرخ بهره حدود ۱۲ درصد بوده است. بیشترین میزان نرخ بهره نیز ۲۰ درصد می باشد. میانگین رشد نرخ ارز در سال های مورد بررسی نیز ۶۰ درصد بوده است ولیکن بیشترین میزان رشد این متغیر ۱,۶۲ می باشد. میانگین امتیاز حاصله از شاخص مسئولیت های اجتماعی نشان دهنده عدد ۰,۵۲ می باشد به این معنی که شرکت های نمونه کمتر از نیمی از امتیازات شاخص مسئولیت اجتماعی را کسب نموده اند. میانگین بازده دارایی ها نشان دهنده عدد ۰,۱۲ می باشد هرچه این عدد بیشتر باشد، بهره وری مدیران در استفاده از دارایی ها جهت سودآوری بیشتر است. میانگین اندازه شرکت نشان دهنده عدد ۱۲,۴۲۵ می باشد. هرچه این عدد بیشتر باشد، اندازه شرکت نیز بزرگ تر است. میانگین نقدینگی شرکت نشان دهنده عدد ۰,۷۶ می باشد هرچه این نسبت بیشتر باشد، نقدینگی شرکت و توانایی ایفای تعهدات کوتاه مدت مورد بررسی نیز بیشتر است. میانگین اهرم مالی نشان دهنده عدد ۰,۲۱ می باشد به این معنی که مدیران شرکت های نمونه تمایل بیشتری به تأمین مالی از طریق بدهی دارند.

### آزمون های فروض کلاسیک مدل های رگرسیون

#### آزمون ناهمسانی واریانس

در این پژوهش برای آزمون فروض کلاسیک از آزمون ناهمسانی واریانس به روش پاگان گاد فری استفاده شده است. باتوجه به تأثیر مهم ناهمسانی واریانس بر برآورد انحراف معیار ضرایب و همچنین مسأله ای استنباط آماری، لازم است ابتدا درمورد وجود یا عدم وجود ناهمسانی واریانس بررسی شود.

نگاره ۳: نتایج حاصل از آزمون ناهمسانی واریانس

Table3. Results of the Heteroscedasticity test

| سطح معناداری | آماره $\chi^2$ | آزمون ناهمسانی واریانس |
|--------------|----------------|------------------------|
| ۰/۰۰         | ۲۶/۳۳          | مدل (۱)                |
| ۰/۰۰         | ۸/۳۳           | مدل (۲)                |
| ۰/۰۰         | ۷/۰۰           | مدل (۳)                |

نتایج حاصل از نگاره ۳ بیانگر این موضوع است که احتمال آماره  $\chi^2$  در تمامی مدل کمتر از ۰/۰۵ است که نشان می دهد بین متغیرهای پژوهش ناهمسانی وجود دارد. با عنایت به آنکه یکی از روش های رفع مشکل ناهمسانی واریانس تخمین مدل ها با روش حداقل مربعات تعمیم یافته است.

#### آزمون دوربین واتسون، خود همبستگی سریالی

به پیروی از افلاطونی (۱۳۹۵)، به منظور ارزیابی خود همبستگی سریالی (ارزیابی عدم وجود خود همبستگی بین باقیمانده های مدل) از آزمون دوربین واتسون استفاده می شود. در صورتی که مقدار دوربین واتسون در بازه ۱/۵ الی ۲/۵ قرار داشته باشد، مشکل خود همبستگی سریالی در باقیمانده های مدل وجود ندارد.

نگاره ۴: نتایج آزمون دوربین-واتسون

Table4. Results of Durbin-Watson test

| شرح     | دوربین واتسون |
|---------|---------------|
| مدل (۱) | ۱/۸۰          |
| مدل (۲) | ۱/۵۳          |
| مدل (۳) | ۱/۹۶          |

## آزمون نرمال بودن جملات باقیمانده مدل‌های پژوهش

یکی دیگر از فروض کلاسیک آزمون نرمال بودن جملات باقیمانده مدل‌های پژوهش می‌باشد. در این پژوهش برای بررسی این موضوع از آزمون جا رک و برا استفاده شده‌است.

نگاره ۵: نتایج حاصل نرمالیتی

Table5. Results of the normality test

| آزمون نرمال بودن | آماره جارک و برا | سطح معناداری |
|------------------|------------------|--------------|
| مدل (۱)          | ۱۱۹/۸۵           | ۰/۰۰         |
| مدل (۲)          | ۲۳۴/۷۸           | ۰/۰۰         |
| مدل (۳)          | ۲۴۵/۴۵           | ۰/۰۰         |

نتایج حاصل از جدول ۵ بیانگر این موضوع است که احتمال آماره جارک و برادر مدل‌ها کمتر از ۰/۰۵ است که حاکی از نرمال نبودن جملات باقیمانده مدل می‌باشد. در این راستا، با توجه به حجم نمونه و قضیه حد مرکزی انحراف از فرض نرمال بودن بی‌اهمیت بوده و پیامدهای آن ناچیز می‌باشد.

## نتایج آزمون هم خطی بین متغیرهای مستقل پژوهش

در این پژوهش برای تعیین هم خطی بین متغیرهای مستقل پژوهش از عامل تورم واریانس استفاده شده‌است. در صورتی که عامل تورم واریانس (VIF) بیش از ۱۰ باشد، مشکل هم خطی بین متغیرها وجود دارد. نتایج هم خطی در جدول ۶ نشان می‌دهد که بیشترین VIF، ۲/۲۲ است. بنابراین، مقدار عامل تورم واریانس بیانگر نبود مشکل هم خطی بین متغیرهای توضیحی پژوهش می‌باشد.

نگاره ۶: نتایج آزمون هم خطی بین متغیرهای مستقل پژوهش

Table6. Results of the multicollinearity test

| مدل (۱)     |           | مدل (۲)      |           | مدل (۳) |           |
|-------------|-----------|--------------|-----------|---------|-----------|
| متغیرها     | عامل تورم | متغیرها      | عامل تورم | متغیرها | عامل تورم |
| INTERSTRATE | ۱,۱۸۲     | EXCHANGERATE | ۱,۰۴۸     | CSR     | ۱,۱۲۴     |
| ROA         | ۱,۸۵۷     | ROA          | ۱,۷۴۹     | ROA     | ۱,۷۶۲     |
| SIZE        | ۱,۱۱۶     | SIZE         | ۱,۰۹۳     | SIZE    | ۱,۱۷۵     |

|       |       |       |       |       |       |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| ۲,۲۱۱ | QUICK | ۲,۲۱۴ | QUICK | ۲,۱۸۷ | QUICK |
| ۲,۲۲۷ | LEV   | ۲,۲۳۶ | LEV   | ۲,۲۲۷ | LEV   |
| ۱,۱۵۳ | CASH  | ۱,۱۵۶ | CASH  | ۱,۱۷۰ | CASH  |
| -     | C     | -     | C     | -     | C     |

### آزمون مانایی متغیرها پژوهش

در این پژوهش برای تعیین پایایی متغیرهای پژوهش از آزمون لوین، لین و چو (LLC) استفاده شده است. نتایج این آزمون بیانگر این موضوع است که متغیرهای مستقل و وابسته پژوهش در طی دوره پژوهش در سطح، پایا بوده اند، زیرا مقدار سطح معناداری (P-Value) برای آزمون مذکور کم تر از ۵٪ می باشد.

### نگاره ۷: نتایج آزمون مانایی متغیرهای پژوهش

Table 7. Results of the stationarity test

| معناداری | آماره  | نام فارسی           |
|----------|--------|---------------------|
| ۰/۰۰     | -۴/۷۹  | کارایی سرمایه گذاری |
| ۰/۰۰     | -۸/۱۵  | مسئولیت های اجتماعی |
| ۰/۰۰     | -۷/۶۸  | بازده دارایی ها     |
| ۰/۰۰     | -۶/۵۶  | اندازه شرکت         |
| ۰/۰۰     | -۶/۶۲  | نقدینگی شرکت        |
| ۰/۰۰     | -۱۲/۰۰ | اهرم مالی           |
| ۰/۰۰     | -۷/۰۴  | وجوه نقد            |

### انتخاب الگو برای مدل

یکی از روش های متداول در پژوهش های آماری رگرسیون، انتخاب الگوی مناسب برای برآورد مدل های پژوهش می باشد. بدین منظور پیش از برآورد مدل های رگرسیون پژوهش می بایست الگوی مناسب برآورد مدل پژوهش صورت پذیرد. یکی از آزمون های مورد استفاده در پژوهش های رگرسیون آزمون چاو می باشد. در این آزمون به منظور انتخاب الگوی مناسب داده های پانل یا تلفیقی به سطح معناداری آزمون مربوطه توجه می گردد. بدین طریق که در صورت رد فرضیه صفر این آزمون روش مورد استفاده به منظور انتخاب الگوی مناسب برآورد پژوهش از الگوی داده های تابلویی استفاده می گردد. با این حال در صورت عدم معناداری فرضیه صفر آزمون چاو الگوی مناسب برآورد مدل های پژوهش رویکردهای تلفیقی می باشد. در واقع نتایج آزمون چاو نشان می دهد که الگوی مناسب برآورد مدل پژوهش می بایست از رویکرد داده های تابلویی یا تلفیقی استفاده نمود. یکی دیگر از آزمون های مورد استفاده در انتخاب الگوی پژوهش آزمون هاسمن می باشد. در آزمون هاسمن در خصوص الگوی اثرات ثابت یا تصادفی تصمیم گیری می باشد. در این آزمون اگر فرضیه آزمون هاسمن در خصوص هر

یک از مدل‌های پژوهش رد شود، الگوی مناسب برای برآورد مدل‌های پژوهش الگوی اثرات ثابت می باشد. به بیانی دیگر، مدل‌های پژوهش می‌بایست با استفاده از الگوی اثرات ثابت آزمون گردند. ولیکن در صورتی که فرضیه صفر آزمون هاسمن در خصوص هر یک از مدل‌های پژوهش رد نشود، به‌منظور آزمون فرضیه‌های پژوهش می‌بایست از الگوی اثرات تصادفی استفاده نمود. در نهایت با توجه به نتایج آزمون هاسمن و چاو می‌بایست الگوی داده‌های تابلویی و اثرات ثابت یا تصادفی یا الگوی داده‌های تلفیقی و اثرات ثابت یا تصادفی استفاده نمود.

#### نگاره ۸: انتخاب الگوی مناسب برآورد مدل پژوهش

Table7. Selecting the appropriate model for estimation

| مدل‌ها  | آزمون       | مقدار آماره | سطح معناداری | نتیجه    | روش تأیید شده        |
|---------|-------------|-------------|--------------|----------|----------------------|
| مدل (۱) | آزمون چاو   | ۱/۸۹        | ۰/۰۰۰        | رد H صفر | روش داده‌های تابلویی |
|         | آزمون هاسمن | ۲/۲۵        | ۰/۰۰۰        | رد H صفر | الگوی اثرات ثابت     |
| مدل (۲) | آزمون چاو   | ۱/۵۷        | ۰/۰۰۰        | رد H صفر | روش داده‌های تابلویی |
|         | آزمون هاسمن | ۷۰/۸۱       | ۰/۰۰۰        | رد H صفر | الگوی اثرات ثابت     |
| مدل (۳) | آزمون چاو   | ۱/۸۵        | ۰/۰۰۰        | رد H صفر | روش داده‌های تابلویی |
|         | آزمون هاسمن | ۱۰۰/۱۳      | ۰/۰۰۰        | رد H صفر | الگوی اثرات ثابت     |

بنابراین با توجه به نتایج جدول فوق، به‌منظور آزمون فرضیه‌های پژوهش می‌بایست از روش داده‌های تابلویی با الگوی اثرات ثابت استفاده نمود.

#### نتایج آزمون پژوهش

#### نتایج آزمون فرضیه اول پژوهش

#### نگاره ۹: نتایج حاصل از برآورد مدل فرضیه اول (حالت اول)

Table9. Results of the model estimation for the first hypothesis (first case)

| نام فارسی                 | نماد        | ضریب   | خطای استاندارد | آماره t | معناداری |
|---------------------------|-------------|--------|----------------|---------|----------|
| سیاست‌های پولی (نرخ بهره) | INTERSTRATE | ۰,۰۱۵  | ۰,۰۰۱          | ۱۰,۳۹۰  | ۰,۰۰۰    |
| بازده دارایی‌ها           | ROA         | ۰,۱۱۷  | ۰,۱۲۸          | ۰,۹۱۲   | ۰,۳۶۲    |
| اندازه شرکت               | SIZE        | ۰,۰۴۱  | ۰,۰۰۹          | ۴,۳۹۱   | ۰,۰۰۰    |
| نقدینگی شرکت              | QUICK       | ۰,۲۴۴  | ۰,۰۲۶          | ۹,۲۴۸   | ۰,۰۰۰    |
| اهرم مالی                 | LEV         | ۰,۷۶۳  | ۰,۰۹۹          | ۷,۶۷۷   | ۰,۰۰۰    |
| وجه نقد                   | CASH        | -۰,۲۴۵ | ۰,۳۳۰          | -۰,۷۴۰  | ۰,۴۵۹    |

|       |         |                |        |   |                         |
|-------|---------|----------------|--------|---|-------------------------|
| ۰,۰۰۰ | -۱۰,۲۸۶ | ۰,۱۵۵          | -۱,۵۹۱ | C | عرض از مبدا             |
| ۳۷/۷۱ |         | آماره F        | ۰/۲۳   |   | ضریب تعیین<br>تعدیل شده |
| ۰/۰۰۰ |         | احتمال آماره F | ۱/۸۰   |   | دوربین واتسون           |

فرضیه اول پژوهش بیان می کند که سیاست های پولی بر کارایی سرمایه گذاری شرکت تأثیر مثبت و معناداری دارد. با توجه به نتایج جدول (۹) سیاست های پولی (نرخ بهره) تأثیر مثبت و معناداری بر کارایی سرمایه گذاری شرکت در سطح اطمینان ۹۵ درصد وجود دارد. بنابراین فرضیه اول پژوهش در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد نمی شود. در بین متغیرهای کنترلی اندازه شرکت، نقدینگی شرکت و اهرم مالی رابطه معناداری با کارایی سرمایه گذاری شرکت در سطح اطمینان ۹۵ درصد دارند. با توجه به نتایج آزمون مدل رگرسیون مشاهده می شود که سطح معناداری آماره F که معناداری کل رگرسیون را نشان می دهد، کمتر از ۵٪ است؛ به این مفهوم که مدل در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار است. ضریب تعیین تعدیل شده بیان کننده این مطلب است که تقریباً ۲۳ درصد از تغییرات متغیر وابسته با متغیرهای مستقل مدل تبیین می شود. همچنین با توجه به اینکه مقدار دوربین واتسون بین ۱/۵ و ۲/۵ است می توان گفت بین متغیرهای پژوهش مشکل خود همبستگی سریالی وجود ندارد.

#### نگاره ۱۰: نتایج حاصل از برآورد آزمون فرضیه اول (حالت دوم)

Table 10. Results of the model estimation for the first hypothesis (second case)

| نام فارسی       | نماد         | ضریب   | خطای استاندارد | آماره t | معناداری |
|-----------------|--------------|--------|----------------|---------|----------|
| نرخ ارز         | EXCHANGERATE | -۰,۰۶۸ | ۰,۰۲۵          | -۲,۶۹۰  | ۰,۰۰۷    |
| بازده دارایی ها | ROA          | -۰,۲۱۹ | ۰,۱۳۳          | -۱,۶۵۴  | ۰,۰۹۹    |
| اندازه شرکت     | SIZE         | ۰,۰۲۳  | ۰,۰۱۰          | ۲,۳۸۹   | ۰,۰۱۷    |
| نقدینگی شرکت    | QUICK        | ۰,۲۵۳  | ۰,۰۲۸          | ۸,۹۴۰   | ۰,۰۰۰    |
| اهرم مالی       | LEV          | ۰,۷۶۰  | ۰,۱۰۶          | ۷,۱۵۰   | ۰,۰۰۰    |
| وجوه نقد        | CASH         | -۰,۷۶۵ | ۰,۳۵۰          | -۲,۱۸۵  | ۰,۰۲۹    |
| عرض از مبدا     | C            | -۱,۴۶۰ | ۰,۱۶۵          | -۸,۸۴۶  | ۰,۰۰۰    |

|                            |      |                |       |
|----------------------------|------|----------------|-------|
| ضریب<br>تعیین تعدیل<br>شده | ۰/۱۲ | آماره F        | ۱۸/۵۴ |
| دوربین<br>واتسون           | ۱/۵۳ | احتمال آماره F | ۰/۰۰۰ |

فرضیه دوم پژوهش بیان می‌کند که سیاست‌های پولی بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت تأثیر مثبت و معناداری دارد. با توجه به نتایج جدول (۱۰) سیاست‌های پولی (نرخ ارز) تأثیر منفی و معناداری بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت در سطح اطمینان ۹۵ درصد وجود دارد. بنابراین فرضیه دوم پژوهش در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد نمی‌شود. در بین متغیرهای کنترلی اندازه شرکت، نقدینگی شرکت، اهرم مالی و نقدینگی رابطه معناداری با کارایی سرمایه‌گذاری شرکت در سطح اطمینان ۹۵ درصد دارند. با توجه به نتایج آزمون مدل رگرسیون مشاهده می‌شود که سطح معناداری آماره F که معناداری کل رگرسیون را نشان می‌دهد، کمتر از ۵٪ است؛ به این مفهوم که مدل در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار است. ضریب تعیین تعدیل شده بیان‌کننده این مطلب است که تقریباً ۱۲ درصد از تغییرات متغیر وابسته با متغیرهای مستقل مدل تبیین می‌شود. همچنین با توجه به اینکه مقدار دوربین واتسون بین ۱/۵ و ۲/۵ است می‌توان گفت بین متغیرهای پژوهش مشکل خود همبستگی سریالی وجود ندارد.

### نتایج آزمون فرضیه دوم پژوهش

#### تکراه ۱۱: نتایج حاصل از برآورد مدل فرضیه دوم

Table 11. Results of the model estimation for the second hypothesis

| نام فارسی            | نماد  | ضریب           | خطای<br>استاندارد | آماره t | معناداری |
|----------------------|-------|----------------|-------------------|---------|----------|
| سرمایه اجتماعی       | CSR   | ۱,۱۴۱          | ۰,۲۴۵             | ۴,۶۵۴   | ۰,۰۰۰    |
| بازده دارایی‌ها      | ROA   | -۰,۷۱۲         | ۰,۱۷۱             | -۴,۱۶۰  | ۰,۰۰۰    |
| اندازه شرکت          | SIZE  | ۰,۰۶۵          | ۰,۰۱۷             | ۳,۸۱۳   | ۰,۰۰۰    |
| نقدینگی شرکت         | QUICK | ۰,۳۹۸          | ۰,۰۳۴             | ۱۱,۵۴۴  | ۰,۰۰۰    |
| اهرم مالی            | LEV   | ۱,۰۵۹          | ۰,۱۴۸             | ۷,۱۳۸   | ۰,۰۰۰    |
| وجوه نقد             | CASH  | -۰,۸۰۳         | ۰,۴۴۶             | -۱,۸۰۱  | ۰,۰۷۲    |
| عرض از مبدا          | C     | -۱,۹۱۳         | ۰,۲۸۸             | -۶,۶۳۶  | ۰,۰۰۰    |
| ضریب تعیین تعدیل شده | ۰/۲۱  | آماره F        | ۲/۸۰              |         |          |
| دوربین واتسون        | ۱/۹۶  | احتمال آماره F | ۰/۰۰۰             |         |          |

فرضیه دوم پژوهش بیان می‌کند که سرمایه اجتماعی بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت تأثیر مثبت و معناداری دارد. با توجه به نتایج جدول (۱۱) سرمایه اجتماعی تأثیر مثبت و معناداری بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت در سطح اطمینان ۹۵ درصد دارد. بنابراین فرضیه سوم پژوهش در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد نمی‌شود. در بین متغیرهای کنترلی اندازه شرکت، نقدینگی شرکت، اهرم مالی و نقدینگی رابطه معناداری با کارایی سرمایه‌گذاری شرکت در سطح اطمینان ۹۵ درصد دارند. با توجه به نتایج آزمون مدل رگرسیون مشاهده می‌شود که سطح معناداری آماره  $F$  که معناداری کل رگرسیون را نشان می‌دهد، کمتر از ۵٪ است؛ به این مفهوم که مدل در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار است. ضریب تعیین تعدیل شده بیان‌کننده این مطلب است که تقریباً ۲۱ درصد از تغییرات متغیر وابسته با متغیرهای مستقل مدل تبیین می‌شود. همچنین با توجه به اینکه مقدار دوربین واتسون بین ۱/۵ و ۲/۵ است می‌توان گفت بین متغیرهای پژوهش مشکل خود همبستگی سریالی وجود ندارد.

### نتیجه‌گیری و پیشنهادات

فرضیه اول پژوهش بیان می‌کند که افزایش نرخ بهره منجر به افزایش کارایی سرمایه‌گذاری می‌گردد. نرخ بهره در واقع هزینه‌ای است که برای دریافت اعتبار باید پرداخت شود همچنین نرخ بهره مهم ترین و برترین عامل اثرگذار بر روی مبادلات نرخ ارز است و سبب تقویت ارز یک کشور می‌شود. نرخ بهره در اقتصاد ایران به دلیل اینکه توسط مقامات پولی و بدون ارتباط با عرضه و تقاضای پول مشخص می‌شود و حالت دستوری دارد، کاربرد وسیعی در مکانیزم‌های اثرگذاری پولی به معنی شاخصی از ارزش دارایی‌های قابل تبدیل به پول را ندارد. با این حال، افزایش نرخ بهره می‌تواند منجر به کارایی سرمایه‌گذاری گردد. در واقع تعیین درصد واقعی نرخ بهره با کنترل سطح نقدینگی در کشور می‌تواند به هدایت جریان‌های نقدی به سمت سرمایه‌گذاری‌های واقعی در اقتصاد سوق پیدا کند. به همین سبب، شرکت‌ها به منظور انجام طرح‌های سرمایه‌گذاری دسترسی بهتری به منابع تأمین مالی دارند و می‌توانند منابع لازم را از طریق مؤسسات مالی یا بازار سرمایه تأمین نمایند. به همین سبب، تعیین درصد بهره واقعی می‌تواند به کنترل جریان‌های نقدی و سوق دادن آن به سمت سرمایه‌گذاری‌های واقعی منجر گردد. در همین راستا، حسین زاده (۱۳۹۹) نیز نشان می‌دهند که با توجه به نتایج تخمین مدل نرخ بهره، فروش و سود تأثیر مثبت و معناداری بر سرمایه‌گذاری در شرکت‌های تولیدی غذایی و آشامیدنی پذیرفته شده در بورس تهران دارند. با این حال، عزیزی (۱۳۹۹) نشان می‌دهد که سیاست‌های پولی (نرخ ارز) بر کارایی سرمایه‌گذاری تأثیر مثبت و معنی داری دارند. بنابراین این یافته‌ها با نتایج حسین زاده و همکاران (۱۳۹۹) و کاردان همکاران (۱۴۰۲) در یک راستا قرار دارد.

فرضیه اول پژوهش (حالت دوم) بیان می‌کند که افزایش نرخ ارز و کاهش ارزش پول ملی می‌تواند به کاهش کارایی سرمایه‌گذاری گردد. افزایش نرخ ارز ضمن اینکه به افزایش قیمت نهادهای

تولید منجر می‌گردد، بازده مورد مطالبه اعتبار دهندگان شرکت‌ها را نیز افزایش می‌دهد. در واقع شرکت‌ها به منظور تأمین مالی طرح‌های سرمایه‌گذاری نیازمند تأمین این منابع از محل بدهی یا انتشار سهام هستند که با افزایش نرخ بازده مورد انتظار و هزینه‌های تأمین مالی شرکت، بازده حاصل از کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها نیز کاهش پیدا می‌کند. این یافته‌ها با نتایج کوان و همکاران (۲۰۲۰) در یک راستا قرار دارد.

فرضیه دوم پژوهش بیان می‌کند که توجه به سرمایه اجتماعی در شرکت‌ها می‌تواند به کارایی سرمایه‌گذاری منجر گردد. مشارکت در فعالیت‌های اجتماعی منجر به دستیابی شرکت به مزیت‌های رقابتی، توجه به منافع تمامی ذی‌نفعان در شرکت و بهبود اخلاق مداری در شرکت منجر گردد که در نهایت انتظار می‌رود این عوامل به کارایی سرمایه‌گذاری از طریق تسهیل دسترسی به منابع مالی و افزایش اخلاق مداری در شرکت و کاهش هزینه‌های نمایندگی منجر گردد. این یافته‌ها با نتایج کوان و همکاران (۲۰۲۰) در یک راستا قرار دارد.

## منابع

- ایمانی، پدram، حاجی‌ها، زهره، امیرحسینی، زهرا. (۱۳۹۶). آزمون تأثیر پایداری سود و سودآوری بر سطح افشاء مسئولیت اجتماعی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. حسابداری مدیریت، ۱۰(۳۳): ۱۲-۳۲.
- برزگر، قدرت‌اله، کامیابی، یحیی و جمیل ابراهیمی. (۱۴۰۰). تأثیر تعدیل‌کنندگی حاکمیت شرکتی بر رابطه بین سرمایه اجتماعی و سیاست‌های تقسیم سود نقدی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران دانش حسابداری مالی. ۸(۱): 93-120.
- حاجی‌ها، زهره، سرفراز، بهمن. (۱۳۹۳). بررسی رابطه بین مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت‌ها و هزینه حقوق صاحبان سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. پژوهش‌های تجربی حسابداری، ۴(۴): ۱۲۳-۱۰۵.
- حسین‌زاده، هدایت، رضا جبارزاده اصل (۱۳۹۹). اهمیت سیاست‌های پولی و مالی بر اقتصاد ایران در لایه‌ای از رکود اقتصادی، ششمین همایش ملی پژوهش‌های نوین در حوزه علوم انسانی، اقتصاد و حسابداری ایران
- صبوحی، نسترن، محمدزاده، امیر. (۱۳۹۷). بررسی رابطه بین عملکرد اجتماعی، ساختار مالکیت و حاکمیت شرکتی. دانش حسابداری مالی، ۵(۱): ۱۵۱-۱۲۷.
- عزیزی، محمد، صلواتی، سمانه سادات و اسعدی عبدالرضا. (۱۳۹۹). بررسی تأثیر سیاست‌های پولی و جریان نقد آزاد بر کارایی سرمایه‌گذاری با تأکید بر نقش تعدیل‌گری حاکمیت شرکتی نشریه: دانش سرمایه‌گذاری. ۶(24): ۱۸۷-۲۰۲.

کاردان، بهراد، مرادی، مهدی، صالحی وزیری، محسن. (۱۴۰۲) بررسی رابطه کارایی سرمایه گذاری و مسئولیت اجتماعی با نقش بیش اعتمادی مدیران با رویکرد تئوری سلسله مراتبی. فصلنامه سیاست های مالی و اقتصادی ۱۱(۴۱): ۷-۴۱

محمدزاده، ساطه حید، ابیضی عیسی، و مجبلی پور مهدی. (۱۳۹۹) تأثیر سرمایه اجتماعی بر هزینه سرمایه با تأکید بر عدم تقارن اطلاعاتی نشریه پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی ۱۲(۴۶): ۲۳۱-۲۰۳

مرادی، مریم و رحیم زاده، اشکان (۱۳۹۸). بررسی رابطه بین مسئولیت اجتماعی شرکت ها و فرصت رشد، کنفرانس ملی آینده پژوهی، مدیریت و توسعه پایدار، تهران.

نمازی، محمد، جعفری، زهرا. (۱۳۹۸). بررسی تأثیر تعدیل کنندگی هزینه نمایندگی بر رابطه بین مسئولیت اجتماعی شرکت و چسبندگی هزینه در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پژوهش های تجربی حسابداری، ۹(۴)، ۱۶۹-۲۰۰

نیک کار، جواد، حمیدی، الهام، جلیلی، اکرم. (۱۳۹۶). تأثیر مسئولیت اجتماعی شرکت بر رفتار چسبندگی هزینه. پژوهش های تجربی حسابداری، ۷(۱)، ۲۸-۱

یزدی، ر. خلیل زاده، م ر؛ و مفیدآبادی، ح. (۱۴۰۱) نقش نفوذ ذینفعان بر رابطه بین قدرت مدیر عامل و مسئولیت اجتماعی شرکت. قضاوت و تصمیم گیری در حسابداری و حسابرسی ۱(۲): ۹۷-۵۹.

## References

- Carroll, A.B. (1991), "The pyramid of corporate social responsibility: toward the moral management of organizational stakeholders", *Business Horizons*, Vol. 34 No. 4, pp. 39-48.
- Carroll, A.B. and Buchholtz, A.K. (2011), *Business and Society: Ethics and Stakeholder Management*, 8th ed., Thomson South-Western, Australia
- Carroll, A.B. and Shabana, K.M. (2010), "The business case for corporate social responsibility: a review of concepts, research and practice", *International Journal of Management Reviews*, Vol. 12 No. 1, pp. 85-105.
- Choi, D., Choi, P.M.S., Choi, J.H. and Chung, C.Y. (2020), "Corporate governance and corporate social responsibility: evidence from the role of the largest institutional block holders in the Korean market", *Sustainability*, Vol. 12 No. 4, p. 1680
- Dakhli, A. (2021), "The impact of ownership structure on corporate social responsibility: the moderating role of financial performance", *Society and Business Review*, Vol. 16 No. 4, pp. 562-591
- Endri kat, J., De Villiers, C., Guenther, T.W. and Guenther, E.M. (2020), "Board characteristics and corporate social responsibility: a Meta-analytic investigation", *Business and Society*, pp. 1-37.
- Franco, S., Caroli, M.G., Cappa, F. and Del Chiappa, G. (2020), "Are you good enough? CSR, quality management and corporate financial performance in the hospitality industry", *International Journal of Hospitality Management*, Vol. 88, p. 102395
- Garanina, T. and Aray, Y. (2020), "Enhancing CSR disclosure through foreign ownership, foreign board members, and cross-listing: does it work in Russian context?", *Emerging Markets Review*, Vol. 46, p. 100754.
- Guizani, M. and Abdalkrim, G. (2022), "Ownership structure, board independence and auditor choice: evidence from GCC countries", *Journal of Accounting in Emerging Economies*, Vol. 12 No. 1, pp. 127-149.
- Harion, Abdullah. Turgut, Torsos (2024). The impact of social responsibility on the overconfidence of managers and investment. *Review of Managerial Science* 15,379–398. doi.org/10.1007/s11846-019-00344-5.
- Hou, T.C.T. (2019), "The relationship between corporate social responsibility and sustainable financial performance: firm-level evidence from Taiwan", *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, Vol. 26 No. 1, pp. 19-28.

- Jarboui, A., Saad, M.K.B. and Riguen, R. (2020), "Tax avoidance: do board gender diversity and sustainability performance make a difference?", *Journal of Financial Crime*, Vol. 27 No. 4, pp. 1389-1408
- Kim, W.S., Park, K. and Lee, S.H. (2018), "Corporate social responsibility, ownership structure, and firm value", *Evidence from Korea. Sustainability*, Vol. 10 No. 7, pp. 2497
- Li, W.L., Xie, G.L., Hao, J.Y., (2023). The impact of social responsibility on investors' decisions and capital investment. *J. Shanxi Finance Econ. Univ.* 10, 76–86
- Long, W., Li, S., Wu, H. and Song, X. (2020), "Corporate social responsibility and financial performance: the roles of government intervention and market competition", *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, Vol. 27 No. 2, pp. 525-541
- Marti, C.P., Rovira-Val, M.R. and Drescher, L.G. (2015), "Are firms that contribute to sustainable development better financially?", *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, Vol. 22 No. 5, pp. 305-319.
- McWilliams, A., Siegel, D.S. and Wright, P.M. (2006), "Corporate social responsibility: strategic implications", *Journal of Management Studies*, Vol. 43 No. 1, pp. 1-18.
- Muafi, M. (2020), "A nexus among strategic orientation, social network, knowledge sharing, organizational innovation, and MSMEs performance", *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, Vol. 7 No. 6, pp. 327-338.
- Qa'dan, M.B.A. and Suwaidan, M.S. (2019), "Board composition, ownership structure and corporate social responsibility disclosure: the case of Jordan", *Social Responsibility Journal*, Vol. 15 No. 1, pp. 28-46.
- Raimo, N., Vitolla, F., Marrone, A. and Rubino, M. (2020), "The role of ownership structure in integrated reporting policies", *Business Strategy and the Environment*, Vol. 29 No. 6, pp. 2238-2250.
- Rehman, I. U., Shahzad, F., Latif, K. F., Nawab, N., Rashid, A., & Hyder, S. (2020). Does corporate social responsibility mediate the influence of national culture on investment inefficiency? Firm-level evidence from Asia Pacific. *International Journal of Finance & Economics*. <https://doi.org/10.1002/ijfe.1972>
- Shahzad, F. M.H. Baig, I.U. Rehman et al., (2021). Does intellectual capital efficiency explain corporate social responsibility engagement-firm performance relationship? Evidence from environmental, social and governance performance of US listed firms, *Borsa Istanbul Review*, <https://doi.org/10.1016/j.bir.2021.05.003>
- Soliman, M., El Din, M. and Sakr, A. (2013), "Ownership structure and corporate social responsibility (CSR): an empirical study of the listed companies in Egypt", Available at SSRN 2257816.
- Sreevas, S., Bindu, A. and Mukesh, S. (2020), "Ownership structure and corporate social responsibility in an emerging market", *Asia Pacific Journal of Management*, Vol. 37 No. 4, pp. 1165-1192.
- Xiao, F.L., Li, Y.X., Luan, Q.W., (2022). The effect of social responsibility on managers' overconfidence and investment. *Sci. Res. Manag.* 32 (8), 151–160.
- Ye, Y. and Li, K. (2021), "Impact of family involvement on internal and external corporate social responsibilities: evidence from Chinese publicly listed firms", *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, Vol. 28 No. 1, pp. 352-365.
- Zaid, M.A., Abuhijleh, S.T. and Pucheta-Martínez, M.C. (2020), "Ownership structure, stakeholder engagement, and corporate social responsibility policies: the moderating effect of board independence", *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, Vol. 27 No. 3, pp. 1344-1360.