

Corporate Social Responsibility and Financial Constraints, Emphasizing the Life Cycle and the Moderating Role of Government-affiliated Companies

Meysam Doaei¹
Amin Rohani²

| doaei@iauesf.ac.ir
| rohani@iauesf.ac.ir

Abstract This research examines the relationship between corporate social responsibility and financial constraints considering the life cycle and the role of moderating government-affiliated companies in Tehran Stock Exchange. For this purpose, the data of 141 enterprises were collected for the period 2009-2018 and the life cycle of companies was divided into three categories of growing, mature, and declining companies. Analysis and testing of hypotheses were done by Eviews statistical software. The results of the research show that there is a negative and significant relationship between corporate social responsibility and financial constraints (with a 95% confidence level in the growth stage; with a 90% confidence level in the maturity and decline stages). The results also show that government-affiliated companies had no significant effect on corporate social responsibility and financial constraints. The present study also suggests some research ideas and executive recommendations.

Keywords: Stakeholder Theory, Corporate Social Responsibility, Financial Constraints, Life Cycle, Government Affiliates.

JEL Classification: E60, G3, F65

1. Assistant Professor, Department of Financial Management, Branch Esfarayen, Islamic Azad University, Esfarayen, Iran (Corresponding Author).
2. M.A. in Financial Management, Branch Esfarayen, Islamic Azad University, Esfarayen, Iran

مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها و محدودیت مالی با توجه به چرخه عمر و نقش تعدیل‌گری شرکت‌های وابسته به دولت

doaei@iauesf.ac.ir |

میثم دعائی

استادیار گروه مدیریت مالی، واحد اسفراین، دانشگاه آزاد اسلامی، اسفراین، ایران (نویسنده مسئول).

rohani@iauesf.ac.ir |

امین روحانی

کارشناسی ارشد مدیریت مالی، واحد اسفراین، دانشگاه آزاد اسلامی، اسفراین، ایران.

مقاله پژوهشی

پذیرش: ۱۳۹۹/۱۲/۱۶

دریافت: ۱۳۹۹/۰۹/۰۴

چکیده: با توجه به گسترش روزافزون مشکلات زیست‌محیطی، شرکت‌ها هزینه‌های سنگینی را در خصوص مسئولیت اجتماعی متحمل می‌شوند. در این پژوهش، داده‌های مربوط به ۱۴۱ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۹۷-۱۳۸۸ گردآوری شده و چرخه عمر شرکت‌ها به سه دسته شرکت‌های در حال رشد، بالغ، و در حال افول تقسیم شده است. نتایج رگرسیون لجستیک مدل پژوهش بیان می‌کند که بین مسئولیت اجتماعی و محدودیت مالی در مرحله رشد شرکت رابطه منفی و معناداری وجود دارد و در بین مسئولیت اجتماعی و محدودیت مالی در مرحله بلوغ و افول شرکت رابطه منفی و معناداری وجود دارد. همچنین، نتایج نشان می‌دهد که شرکت‌های وابسته به دولت هیچ اثر معناداری در رابطه بین مسئولیت اجتماعی و محدودیت مالی ندارند. پژوهش حاضر دارای پیشنهادهای اجرایی و پژوهشی است.

کلیدواژه‌ها: نظریه ذی‌نفعان، مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها، محدودیت مالی، چرخه عمر،

شرکت‌های وابسته به دولت.

طبقه‌بندی JEL: E60, G3, F65.

مقدمه

با توسعه سریع اقتصادی، آگاهی روزافزونی برای شرکت‌ها در رابطه با مشکلات اجتماعی و زیست‌محیطی پدید آمده است (Zhao & Xiao, 2019)، از این‌رو، شرکت‌ها هزینه‌های سنگینی را در رابطه با مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها متحمل شده‌اند. پژوهش‌های زیادی نیز در این حوزه انجام شده است، اما هنوز شواهد تجربی در این زمینه دارای ابهام است (Chintrakam *et al.*, 2021). در طول چند دهه گذشته، تعداد زیادی از پژوهشگران در مورد مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها در مناطق مختلف جهان پژوهش کرده‌اند (Kansal *et al.*, 2014). برخی از پژوهش‌ها بر عوامل تعیین‌کننده مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها تمرکز داشته‌اند (Eng & Mak, 2003; Ghazali, 2007; Khelif & Souissi, 2010; Kotonen, 2009; Saleh *et al.*, 2010). علاوه بر این، پژوهشگران دانشگاهی تلاش‌های جدی برای کشف عوامل مالی و غیرمالی افشای مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها انجام داده‌اند. از جمله این عوامل، اندازه شرکت (Eng & Mak, 2003; Hackston & Milne, 1996; Haniffa & Cooke, 2002; Said *et al.*, 2009)، عملکرد مالی (Oeyono *et al.*, 2011; Roberts, 1992; Waddock & Graves, 1997)، سن شرکت (Hossain & Reaz, 2007) و ویژگی‌های هیئت‌مدیره (Cormier *et al.*, 2005; Abd Rahman *et al.*, 2011) است، اما پژوهش‌های کمی در مورد رابطه بین مسئولیت اجتماعی و محدودیت مالی انجام شده است. به‌طور کلی، می‌توان بیان کرد که در بازارهای نوظهور، به دلیل نبود تقارن اطلاعاتی و مشکلات نمایندگی، هزینه تامین مالی بیش‌تر است و در نتیجه، شرکت‌ها با محدودیت‌های مالی روبه‌رو می‌شوند (Zhao & Xiao, 2019). تامین مالی یکی از تصمیم‌های مهم مدیران در کنار سایر تصمیم‌هاست. افزایش سهولت دستیابی به منابع مالی و توانایی انعطاف‌پذیری سریع در ساختار مالی و از همه مهم‌تر، دستیابی با هزینه کم‌تر به منابع مالی، از اهداف مهم شرکت‌ها و مدیران آن‌هاست. مسئولیت اجتماعی و عملکرد شرکت به عنوان یکی از عوامل شناخته شده شرکت و افزایش مقبولیت آن در اجتماع است، و عمل به وظایف و مسئولیت‌های اجتماعی باعث ایجاد محبوبیت و رسیدن به این جایگاه ویژه می‌شود (رجایی و همکاران، ۱۳۹۵). شرکت‌هایی که اقدام به ارائه گزارش عملکرد اجتماعی خود می‌کنند، سرمایه اجتماعی بالایی دارند که علت آن تمایل به روابط بهتر با ذی‌نفعان و اعتباردهندگان است. ارائه اطمینان، نیازمند استفاده از محافظ‌های سرمایه‌گذاری است که می‌تواند موجب کاهش آسیب‌رسانی به شرکت در اثر وقوع رویدادهای منفی باشد. از طرفی، میزان ارتباط بین هزینه بدهی و معیارهای اثرگذار بر آن، بیانگر این است که تا چه حد این معیارها در زمان تصمیم‌گیری اقتصادی برای سرمایه‌گذاران

اهمیت دارند. در حال حاضر، جریان رو به رشد ادبیات مسئولیت اجتماعی، شروع به کشف رابطه بین عملکرد اجتماعی و عملکرد بازارهای مالی کرده است (Ioannou & Serafeim, 2010). از این رو، پرسش نخست پژوهش حاضر این است که آیا مسئولیت اجتماعی بر محدودیت مالی شرکت‌ها اثر می‌گذارد؟ از سوی دیگر، یکی از مواردی که در خصوص وضعیت و ملاحظه‌های تامین مالی شرکت‌ها دارای اهمیت است، چرخه عمر واحد اقتصادی است. طبق نظریه چرخه عمر، شرکت‌ها در مراحل مختلف چرخه عمر از نظر مالی و اقتصادی دارای نمودگرها و رفتارهای خاصی هستند، بدین معنا که ویژگی‌های مالی و اقتصادی شرکت تحت تاثیر مرحله‌ای از چرخه عمر است که شرکت در آن قرار دارد (Karami & Omrani, 2010). از طرفی، نیازهای مالی شرکت از آغاز به کار تا بلوغش، بر اساس توانایی در تولید وجه نقد، فرصت‌های رشد، و ریسک تحقق آن‌ها تغییر می‌کند. برای مثال، در مرحله بلوغ نسبت به سایر مراحل همچون رشد و افول، شرکت‌ها فروش باثبات و متعادلی را تجربه می‌کنند و نیاز به وجوه نقد در بیش‌تر موارد از راه منابع داخلی تامین می‌شود. به دلیل وفور نقدینگی و کاهش اتکا به سیاست تامین مالی خارجی، به‌طور عموم، بازده سرمایه‌گذاری‌ها یا بازده سرمایه‌گذاری تعدیل شده معادل یا بیش‌تر از نرخ تامین سرمایه است (Adizes, 1989). از سوی دیگر، برخی پژوهشگران مانند القول و همکاران^۱ (۲۰۱۱)، به این نتیجه می‌رسند که افشای مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها می‌تواند محدودیت‌های مالی را کاهش دهد. این پژوهش‌ها به‌طور ضمنی فرض می‌کنند که شرکت‌ها از نظر مرحله چرخه عمر خود در صنعت همگن هستند. با توجه به توسعه پویا و ناهمگنی شرکت‌ها، بیش‌تر ادبیات قبلی یک واقعیت مهم را نادیده گرفته‌اند که شرکت‌ها به‌طور منطقی توانایی لازم را برای انجام مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها داشته‌اند. شرکت‌ها در هر مرحله از چرخه عمر، دارای توانایی و اهداف منحصر به فرد مسئولیت اجتماعی خود هستند (Zhao & Xiao, 2019). بنابراین، شرکت‌ها از نظر موقعیت مربوط به خود در چرخه زندگی یکدست نیستند. با این حال، پژوهش‌های کمی تاثیر مسئولیت اجتماعی شرکت را بر چرخه عمر در نظر گرفته است. بنابراین، پرسش دوم پژوهش این است که در مراحل مختلف عمر شرکت، مسئولیت اجتماعی چه تاثیری بر محدودیت مالی شرکت دارد؟ همچنین، موضوعی که در پژوهش‌ها به آن کم‌تر توجه شده، نقش دولت در بازار سرمایه ایران است (به‌استثنا، Doaei & Gohari, 2021). اقتصاددانان و کارشناسان به تجربه دریافته‌اند که میزان دولتی بودن اقتصاد کشورها با بازار بورس رابطه مستقیم و تنگاتنگی داشته است، به‌طوری که هرگونه کنشی از سوی دولت (اگر تصمیم‌گیرنده کلان و اصلی اقتصاد باشد)، با واکنش‌هایی قابل مشاهده و

1. El Ghoual et al.

متعدد در بازار سهام همراه بوده است. در ایران، دولت نقش اساسی در اقتصاد و ساختار شرکت‌های بزرگ دارد، و عمده صنایع را شرکت‌هایی با مالکیت شبه‌دولتی تشکیل می‌دهند. بنابراین پرسش سوم در این پژوهش، نقش شرکت‌های وابسته به دولت در ارتباط بین مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها و محدودیت مالی است.

پژوهش‌های پیشین رابطه بین مسئولیت اجتماعی و محدودیت مالی را به‌طور عمده از زاویه نظریه ذی‌نفعان بررسی می‌کنند. به‌طور کلی، شناخت این‌که ذی‌نفعان خارجی مانند مشتریان، دولت، و سرمایه‌گذاران تمایل به پاسخگویی مطلوب را نسبت به فعالیت‌های مسئولیت اجتماعی توسط شرکت‌ها دارند، به نوبه خود می‌تواند به شرکت‌ها کمک کند که راحت‌تر به تامین مالی خارجی دست یابند. با این حال عوامل داخلی، مانند چرخه عمر شرکت می‌توانند بر این سازوکار اثر بگذارد که چگونه مسئولیت اجتماعی بر محدودیت‌های مالی تاثیر می‌گذارد. زیرا با توجه به ادبیات موجود، چرخه حیات در سیاست‌های مختلف مالی شرکت متفاوت است (Anthony & Ramesh, 1992; Arikan & Stulz, 2016). همچنین بر اساس نظریه ذی‌نفعان و نظریه تقارن اطلاعات، این استدلال وجود دارد که تاثیر مالی مسئولیت اجتماعی بر روند تکامل پویایی شرکت‌ها متفاوت است. بنابراین در این پژوهش، اثر مسئولیت اجتماعی بر محدودیت‌های مالی در چرخه‌های مختلف عمر یک شرکت (رشد، بلوغ، و افول) با توجه به چرخه عمر و نقش تعدیل‌گری شرکت‌های وابسته به دولت مورد توجه قرار گرفته است که در پژوهش‌های پیشین فقدان آن احساس می‌شد.

از سوی دیگر، با بررسی پژوهش‌های پیشین در داخل کشور، می‌توان نتیجه گرفت که در حالت کلی رابطه معکوس و معناداری بین میزان افشای مسئولیت اجتماعی و محدودیت تامین مالی شرکت‌ها وجود دارد (توکلی معظم و همکاران، ۱۳۹۸). همچنین، بین مرحله بلوغ و مسئولیت اجتماعی شرکت رابطه مثبتی برقرار است (رضازاده و یاراحمدی، ۱۳۹۸). بدین ترتیب، روشن است که پژوهش‌های کمی در مورد رابطه مسئولیت اجتماعی و محدودیت مالی انجام شده است. همچنین، تاثیر مسئولیت اجتماعی شرکت بر چرخه عمر کم‌تر مورد توجه قرار گرفته است. علاوه بر این، نقش دولت در این رابطه‌ها بررسی نشده است. برای پر کردن شکاف ادبیات، محدودیت مالی با توجه به چرخه عمر شرکت و نقش دولت به عنوان تعدیل‌گر بررسی می‌شود.

مبانی نظری پژوهش

مسئولیت اجتماعی شرکت

مدت‌زمان زیادی است که مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها مورد توجه دانشگاهیان، پژوهشگران، و سازمان‌های دولتی و غیردولتی قرار گرفته و به عنوان بُعد مهمی از فعالیت‌های عملیاتی شرکت‌ها ظاهر شده است (Vilanova et al., 2009). رشد جهانی شدن، افزایش اهمیت راهبردی روابط ذی‌نفعان، و رشد مدیریت دیدگاه شرکت‌ها عوامل اصلی افزایش اهمیت مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها هستند (Azim et al., 2009). اما اتفاق نظر کامل در مورد تعریف مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها وجود ندارد (Kansal et al., 2014). مجمع جهانی کسب‌وکار برای توسعه پایدار (۱۹۹۸)، مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها را به عنوان تعهد کسب‌وکار به همکاری برای توسعه پایدار اقتصادی، کار با کارگران، خانواده‌های آن‌ها، جامعه محلی، و در نهایت کل جامعه تعریف کرده است. گاند و مون^۱ (۲۰۱۱)، در پژوهشی جامع از مسئولیت اجتماعی شرکت به این نتیجه می‌رسند که مسئولیت اجتماعی شرکت با مفاهیمی چون اخلاق کسب‌وکار، حقوق شهروندی شرکت، مسئولیت زیست‌محیطی شرکت، عملکرد اجتماعی شرکت، انسان‌دوستی، نظریه ذی‌نفعان و توسعه پایدار همپوشانی دارد.

بر اساس نظریه ذی‌نفعان، شرکت‌ها با توجه به منافع سهامداران خود مسئولیت اجتماعی را در نظر می‌گیرند (McGuire et al., 2003). مدیران شرکت‌ها از مسئولیت اجتماعی شرکت به عنوان ابزاری راهبردی برای تمایز از رقبا، ایجاد وفاداری مشتری، بهبود کارایی عملکرد آن‌ها، جذب و حفظ کارکنان با کیفیت بالاتر (Greening & Turban, 2000)، و به پیشینه رساندن ارزش شرکت (Clarkson et al., 2013; Malik, 2015; Servaes & Tamayo, 2013; Valentine & Fleischman, 2008) استفاده می‌کنند. برخی از پژوهش‌های پیشین به این نتیجه می‌رسند که مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها امکان بازاریابی بهتر محصولات و خدمات را فراهم می‌سازد (Fombrun, 1996)، و به کسب مشروعیت اجتماعی کمک می‌کند (Hawn et al., 2011). اما مسئولیت اجتماعی شرکت برای سرمایه‌گذاران به عنوان تخریب‌کننده ارزش بیان شده است (Friedman, 2007). برای مثال پرستون و اوبانون^۲ (۱۹۹۷)، بیان می‌کنند که منافع شخصی مدیریت می‌تواند به سرمایه‌گذاری بیش از حد در مسئولیت اجتماعی شرکت منجر شود. این اقدام به ضرر منافع ذی‌نفعان است، باعث ایجاد ضرر در رقابت می‌شود، و بر

1. Gond & Moon
2. Preston & O'bannon

ارزش شرکت اثر منفی می‌گذارد (Bénabou & Tirole, 2010).

با توجه به عوامل بیان‌شده، ریورت^۱ (۲۰۰۹) درمی‌یابد که شرکت‌های بزرگ و با تبلیغات سنگین، با سطح بالایی از مسئولیت اجتماعی در ارتباط هستند. همچنین کورمیر و مگنان (۱۹۹۹)، به این نتیجه می‌رسند که اندازه شرکت، نوع صنعت، و محیط قانونی، تغییرپذیری سطوح مسئولیت اجتماعی شرکت را توضیح می‌دهد. مزیت رقابتی شرکت‌های بزرگ و بالغ از نظر منابع و عملکرد مالی به آن‌ها این امکان را می‌دهد که به فعالیت‌های بهتری در خصوص مسئولیت اجتماعی شرکت بپردازند. علاوه بر این، شرکت‌های بزرگ و بالغ در صورت شدیدتر شدن رقابت در بازار ممکن است برای حفظ و تقویت مزیت‌های رقابتی خود از راه مسئولیت‌های اجتماعی عمل کنند (Chih et al., 2010; Hull & Rothenberg, 2008). با توجه به دیدگاه مبتنی بر منبع، کمپیل^۲ (۲۰۰۷)، و روسو و فوتس^۳ (۱۹۹۷)، نشان می‌دهند که شرکت‌هایی با سود و رشد کم، در مقایسه با شرکت‌های سودآور و با رشد بالا، منابع کم‌تری برای پیاده‌سازی مسئولیت اجتماعی شرکت دارند. مک‌ویلیامز و سیگل^۴ (۲۰۰۱)، جنبه‌های عرضه و تقاضا مسئولیت اجتماعی را تجزیه و تحلیل می‌کنند و معتقدند که شرکت‌ها باید منابع (مربوط به مسئولیت اجتماعی شرکت شامل سرمایه، زمین و تجهیزات، نیروی کار، مواد، و خدمات) را برای تولید خروجی مناسب تامین کنند تا تقاضای مسئولیت اجتماعی تامین شود و در این زمینه شرکت باید قادر به انجام فعالیت در زمینه مسئولیت اجتماعی باشد.

محدودیت مالی

در حالت کلی، شرکت‌های بدون محدودیت مالی یا محدودیت مالی کم‌تر، شرکت‌هایی هستند که به‌طور نسبی از دارایی‌هایی با قابلیت نقدشوندگی بالا برخوردارند و خالص دارایی آن‌ها بالاست. فازاری و همکاران^۵ (۱۹۹۸)، بیان می‌کنند شرکت‌هایی که دارای محدودیت مالی بالایی هستند، در هنگام تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری بر جریان‌های نقدی تاکید بیش‌تری دارند. شرکت‌هایی که وجه نقد کافی ندارند، با محدودیت مالی مواجه می‌شوند، از این‌رو، فرصت‌های سرمایه‌گذاری آینده را از دست می‌دهند و این کمبود بر عملکرد مالی آینده شرکت اثر منفی دارد (بولو و همکاران،

1. Reverte
2. Campbell
3. Russo & Fouts
4. McWilliams & Siegel
5. Fazzari et al.

۱۳۹۱). محدودیت مالی، عاملی است که باعث جلوگیری از انجام سرمایه‌گذاری‌های مطلوب می‌شود (Lamont et al., 2001). از این‌رو، تخصیص منابع مالی عمده به فعالیت‌های سرمایه‌گذاری مستلزم اتخاذ راهبردهای تامین مالی صحیح است که بر ساختار سرمایه مطلوب اثر دارد. اما استفاده از راهبردهای تامین مالی به‌سادگی امکان‌پذیر نیست و دارای محدودیت‌هایی است.

آلمیدا و کامپلوا^۱ (۲۰۰۱)، بیان می‌کنند شرکت‌هایی که دسترسی به منابع خارجی تامین مالی ندارند، بیش‌تر از منابع داخلی بازار سرمایه تامین مالی می‌کنند و گرفتن تسهیلات از منابع خارجی برایشان امکان‌پذیر نیست، از این‌رو دچار محدودیت مالی می‌شود. محدودیت‌های مالی خارجی محدودیت‌هایی هستند که در ارتباط با منابع مالی خارج از شرکت است و از راه انتشار انواع اوراق قرضه حاصل می‌شوند. طبق نظریه نبود تقارن اطلاعاتی^۲، مدیران درباره جریان نقدی، فرصت‌های سرمایه‌گذاری، و به‌طور کلی چشم‌انداز آتی و ارزش واقعی شرکت اطلاعاتی بیش از اطلاعات سرمایه‌گذاران در اختیار دارند. مایرز و ماجلوف^۳ (۱۹۸۴)، بیان می‌کنند که اگر سرمایه‌گذاران درباره ارزش واقعی شرکت اطلاعات کمی داشته باشند، به‌طور معمول سهام آن را درست قیمت‌گذاری نمی‌کنند. اگر شرکت ناگزیر باشد پروژه‌های جدید خود را از محل انتشار سهام تامین مالی کند، ممکن است قیمت‌گذاری کم‌تر از بازار به حدی شدید باشد که سرمایه‌گذاران جدید ارزشی بیش از ارزش فعلی خالص پروژه جدید به‌دست آورند. بنابراین، سهامداران فعلی زیان می‌بینند. از این‌رو، شرکت مجبور می‌شود از قبول و اجرای پروژه‌های سرمایه‌گذاری دارای ارزش فعلی خالص مثبت چشم‌پوشی کند. در چنین شرایطی، شرکت‌ها ترجیح می‌دهند پروژه‌های سرمایه‌گذاری خود را از محل منابع داخل شرکت تامین مالی کنند. اما در صورت نبود تکاپوی منابع داخلی، برای اجتناب از رد فرصت‌های سرمایه‌گذاری ارزشمند، شرکت می‌تواند پروژه جدید را از محل اوراق بهاداری که احتمال قیمت‌گذاری کم‌تر از واقع آن در بازار کم‌تر است، تامین مالی کند. (کریمی و صادقی، ۱۳۸۸)

ارتباط بین مسئولیت اجتماعی شرکت و محدودیت مالی

پژوهش‌های پیشین در مورد رابطه بین مسئولیت اجتماعی و محدودیت‌های مالی به این نتیجه می‌رسند که مسئولیت اجتماعی شرکت به‌طور قابل‌توجهی محدودیت‌های مالی را برطرف می‌کند

1. Almeida & Campello
2. Asymmetric Information Theory
3. Myers & Majluf

(Chan et al., 2017; Dhaliwal et al., 2011; El Ghouli et al., 2011) برای مثال گاس و رابرتز^۱ (۲۰۱۱)، درمی‌یابند شرکت‌هایی که مسئولیت اجتماعی بهتری دارند، می‌توانند نرخ بهره بانکی پایین‌تر و وام بلندمدت‌تری به‌دست آورند. **چان و همکاران** (۲۰۱۷)، به این نتیجه می‌رسند که مشارکت شرکت در مسئولیت اجتماعی با محدودیت مالی ارتباط منفی دارد. با این حال، دیدگاه‌های متناقضی نیز وجود دارد. افشای مسئولیت اجتماعی ممکن است شرکت را در نقطه ضعف رقابتی قرار دهد. از آنجایی که انجام فعالیت‌های مرتبط با مسئولیت اجتماعی شرکت، مانند کمک‌های خیرخواهانه، ممکن است هزینه زیادی به همراه داشته باشد و منابعی را که می‌توانست به سایر پروژه‌های سرمایه‌گذاری اختصاص یابد را استفاده کرده است، از این‌رو مسئولیت اجتماعی شرکت می‌تواند به کاهش ارزش شرکت منجر شود (Friedman, 2007). همچنین، ممکن است سرمایه‌گذاران پاداش ریسک را مطالبه نمایند که این امر باعث افزایش بیش‌تر هزینه سرمایه سهام می‌شود. علاوه بر این **اندرسون و فرانکل**^۲ (۱۹۸۰)، درمی‌یابند که افشای بیش از حد اطلاعات اجتماعی می‌تواند اثر منفی خاصی بر کل بازار سرمایه داشته باشد.

بر اساس نتایج متناقض، این ایده به‌وجود می‌آید که چه عواملی به نتایج مختلف در ادبیات منجر شده است. پژوهش‌های پیشین نشان می‌دهند که برخی موضوع‌های اصلی می‌تواند رابطه بین مسئولیت اجتماعی شرکت و هزینه‌های تامین مالی را تعدیل کند، مانند ساختار مالکیت و محیط جغرافیایی مسئولیت اجتماعی (Husted et al., 2016).

در بازار سرمایه ایران **رضازاده و یاراحمدی** (۱۳۹۸)، نقش تعدیلی منابع مالی را در رابطه چرخه عمر و مسئولیت اجتماعی تایید نمی‌کنند. **توکلی معظم و همکاران** (۱۳۹۸)، نشان می‌دهند که مسئولیت اجتماعی بر محدودیت مالی در مراحل مختلف چرخه عمر شرکت اثر منفی و معناداری دارد. بدین ترتیب، انتظار می‌رود با افزایش مسئولیت اجتماعی طی مراحل مختلف چرخه عمر، محدودیت مالی شرکت کاهش یابد. از این‌رو، میان پژوهشگران داخلی نقش محدودیت‌های تامین مالی مشخص نیست و نتایج یکسانی به‌دست نیامده که نیازمند بررسی بیش‌تری در این زمینه است.

1. Goss & Roberts
2. Anderson & Frankle

نقش چرخه عمر شرکت

بر اساس نظریه چرخه عمر (Adizes, 2004)، مشکلات شرکت‌ها بیش‌تر تحت تاثیر چرخه‌ای قرار می‌گیرد که شرکت در آن است. بررسی‌های تجربی اخیر در حسابداری و مالی، تاثیر چرخه عمر شرکت را بر سرمایه‌گذاری، تامین مالی، تصمیم‌های مربوط به سود سهام (Berger & Udell, 1998; Hasan & Habib, 2017) و همچنین، عملکرد مالی (Irvine et al., 2016) بررسی می‌کنند. به احتمال شرکت‌ها در مرحله اولیه، سرمایه‌گذاری‌های به نسبت بزرگ‌تر و مبتنی بر رشد انجام می‌دهند، در حالی که در مرحله بلوغ، سرمایه‌گذاری‌های آن‌ها بیش‌تر در جهت نگهداری دارایی‌های موجود است (Richardson, 2006). در مورد منابع مالی، به‌طور معمول شرکت‌های کوچک و جوان به بازارهای عرضه خصوصی و اوراق بدهی متوسل می‌شوند، در حالی که شرکت‌های بزرگ و بالغ به بازارهای سهام اعتماد می‌کنند (Berger & Udell, 1998). ساختار مالی شرکت‌ها در طول چرخه زندگی آن‌ها تغییر می‌کند. علاوه بر این دوتا و نزلوبین¹ (۲۰۱۷)، نتیجه می‌گیرند که مسیر رشد شرکت نقش مهمی در تعیین تعادل بین افزایش اطلاعات و ریسک دارد. تاثیر مالی مسئولیت اجتماعی شرکت، فرایندی پویاست. شرکت‌ها، درک و توانایی‌های مختلف مسئولیت اجتماعی را در مراحل مختلف چرخه عمر نشان می‌دهند. بنابراین، عملکرد مسئولیت اجتماعی باید با راهبرد کلی شرکت در هر مرحله از چرخه عمر منطبق باشد. در نتیجه، تاثیر مالی مسئولیت اجتماعی ویژگی‌های پویایی را نشان می‌دهد، و چرخه عمر شرکت‌ها عاملی است که کم‌تر مورد توجه است، در حالی که بر روابط بین مسئولیت اجتماعی و محدودیت مالی اثر می‌گذارد (Zhao & Xiao, 2019).

نقش شرکت‌های وابسته به دولت

فضای منحصر به فرد اقتصادی ایران بر انتخاب راهبرد شرکت‌های ایرانی اثر می‌گذارد. فرهنگ سنتی ایرانی اخلاق‌مدار است که در مسئولیت اجتماعی شرکت دیده می‌شود. رفتار مسئولیت اجتماعی شرکت بسیار تحت تاثیر فرهنگ نهادی قرار دارد. شرکت‌هایی با عملکرد بهتر مسئولیت اجتماعی شرکت بیش‌تر مورد توجه است و سرمایه‌گذاران به سرمایه‌گذاری در این نوع شرکت‌ها جذب می‌شوند. علاوه بر این، دولت نقش اساسی در بازار سرمایه دارد. از یک‌سو، به دلیل بسته بودن اقتصاد و تحریم‌های شدید، امکان تامین مالی خارجی برای شرکت‌ها وجود ندارد، و از سوی دیگر، بر اساس

اصل ۴۴ قانون اساسی، شرکت‌های دولتی^۱ باید در بورس عرضه شوند که اغلب مالکیت عمده آن‌ها توسط نهادهای وابسته به دولت خریداری می‌شود. شرکت‌های وابسته به دولت (خصوصی) که در واقع مالکیت دولتی دارند، به شرکت‌هایی اطلاق می‌شود که بخش عمده‌ای از سهام آن در مالکیت دولت یا نهادهای وابسته دولتی باشد. خصوصی که از ترکیب دو واژه «خصوصی» و «دولتی» به وجود آمده است، پس از شروع روند خصوصی‌سازی در ایران، وارد ادبیات رسانه‌ها شده است. از این رو، دولت نقش اساسی در بازار سرمایه ایران دارد (Doaei & Gohari, 2021).

پیشینه پژوهش

احمدپور و رمضانی (۱۳۹۴)، نشان می‌دهند که بین تامین مالی حقوق و افشای مسئولیت اجتماعی رابطه معناداری وجود ندارد. **رجایی و همکاران (۱۳۹۵)**، نشان می‌دهند که ارتباط معناداری بین مسئولیت‌های اجتماعی شرکت‌ها و کاهش محدودیت تامین منابع مالی وجود دارد. **پژوهش دستگیر و همتی (۱۳۹۷)**، بیان می‌کند که بین مرحله بلوغ چرخه عمر و مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها رابطه مثبت و معنادار وجود دارد و قابلیت سودآوری به شکل مثبت و معناداری رابطه بین مسئولیت اجتماعی و چرخه عمر شرکت‌ها را تعدیل می‌کند. **رضازاده و یاراحمدی (۱۳۹۸)**، رابطه چرخه عمر و مسئولیت اجتماعی شرکت را با توجه به نقش تعدیل‌گری منابع مالی در بازه زمانی ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۵ مورد بررسی قرار می‌دهند. نتایج آن‌ها نشان می‌دهد که بین مرحله بلوغ و مسئولیت اجتماعی شرکت رابطه مثبتی برقرار است و برخلاف انتظار، نقش تعدیل‌گری منابع مالی مورد تایید قرار نگرفت. همچنین، آن‌ها نتیجه می‌گیرند شرکت‌های بالغ باید برای کسب مزیت‌های رقابتی بیش از سایر شرکت‌ها در زمینه مسئولیت اجتماعی سرمایه‌گذاری کنند. **رنجی جفروودی و نصراللهی مقدم^۲ (۲۰۲۰)**، نشان می‌دهند که تاثیر ادراک از مسئولیت اجتماعی سازمان بر ادراک از تناسب فرد - سازمان مثبت و معنادار است. **سبحانی و همکاران (۲۰۲۱)**، با استفاده از سیستم استنتاج فازی نشان می‌دهند که تاثیرگذاری رویکرد اخلاقی و راهبردهای مسئولیت اجتماعی سازمانی از طیف پایین به سمت بالا دارای اثرگذاری مثبتی بر تمامی ابعاد مسئولیت اجتماعی هستند. در این میان، تنها اثرهای مورد نظر بر اساس طیف‌بندی‌ها و حالت‌های مختلف در این دو متغیر روی مسئولیت اجتماعی متفاوت است.

حسن و حبیب (۲۰۱۷)، به بررسی رابطه بین ساختارهای مالی و مسئولیت اجتماعی در مراحل

۱. وب‌سایت سازمان خصوصی‌سازی www.ipa.ir.

2. Ranji Jafroodi & Nasrollahi Moghaddam

مختلف چرخه عمر واحدهای تجاری می‌پردازند. آنان درمی‌یابند که میان اندازه شرکت، حاشیه سود، و مسئولیت اجتماعی رابطه معناداری وجود دارد. لا روسا و همکاران^۱ (۲۰۱۸)، به یک رابطه منفی بین عملکرد اجتماعی شرکت و نرخ بهره دست می‌یابند. همچنین، یک رابطه مثبت بین عملکرد اجتماعی شرکت و نرخ بدهی را مشاهده می‌کنند. بنابراین، عملکرد اجتماعی یک نقش مثبت در کاهش هزینه بدهی دارد. وانگ و چن^۲ (۲۰۱۷)، به این نتیجه می‌رسند که شرکت‌های چینی با عملکرد اجتماعی داوطلبانه می‌توانند سرمایه‌گذاران نهادی بیش‌تری جذب کنند. صندوق‌های سرمایه‌گذاری و شرکت‌های بیمه سرمایه‌های خود را بیش‌تر روی شرکت‌هایی سوق می‌دهند که عملکرد اجتماعی داوطلبانه بهتری دارند. اما سرمایه‌گذاران خارجی در شرکت‌هایی سرمایه‌گذاری می‌کنند که بیش‌تر ذخیره انرژی دارند. نتایج ژائو و ژیاو (۲۰۱۹)، نشان می‌دهد شرکت‌هایی که مسئولیت اجتماعی بالاتری در هر سه مرحله عمر شرکت یعنی مراحل رشد، بلوغ، و افول دارند، محدودیت مالی کم‌تری دارند، اما در مرحله ظهور بین مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها و محدودیت مالی رابطه‌ای مشاهده نشد.

ایجاد و توسعه فرضیه‌ها

شرکت‌ها در مراحل مختلف چرخه زندگی، مسئولیت اجتماعی متفاوتی دارند و راهبردهای گوناگونی را در زمینه مسئولیت اجتماعی اتخاذ می‌کنند. ادبیات پیشین به این نتیجه می‌رسد که به‌طور عمده سه راه وجود دارد که مسئولیت اجتماعی باعث کاهش محدودیت‌های مالی شرکت شود، اما این اثر در میان شرکت‌هایی که در مرحله اول رشد هستند، قابل توجه نخواهد بود، زیرا (Zhao & Xiao, 2019):

الف - شرکت‌ها در مرحله اولیه اغلب بودجه کافی ندارند. بنابراین، به‌طور عمده به تامین مالی داخلی، سرمایه‌گذاری خصوصی، و سرمایه‌مخاطره‌آمیز روی می‌آورند (Adizes, 2004). هدف اصلی آن‌ها بقاست. مدیریت نباید تاکید زیادی بر سرمایه‌گذاری مسئولیت اجتماعی داشته باشد و انتظار ذی‌نفعان از مسئولیت اجتماعی شرکت‌های اولیه بسیار محدود است. شرکت‌ها در این مرحله، اول با انجام مسئولیت اجتماعی بیش از حد، هزینه سرمایه خود را افزایش می‌دهند، زیرا پاداش مسئولیت اجتماعی در کوتاه‌مدت دیده نمی‌شود. این امر باری بر دوش نگاه‌داشت وجه نقد و عملیات شرکت است. بنابراین، درگیری کورکورانه سرمایه‌گذاری با مسئولیت اجتماعی باعث نبود تمرکز شرکت می‌شود و به عملکرد مالی بلندمدت آسیب می‌رساند.

ب - افشای مسئولیت اجتماعی شرکت می‌تواند نبود تقارن اطلاعات را از بین ببرد و احتمال

1. La Rosa *et al.*
2. Wang & Chen

فرصت‌طلبی مدیر و تعارض‌های نمایندگی را کاهش دهد. بنابراین، اثر مثبت افشای مسئولیت اجتماعی شرکت در کاهش هزینه‌های تامین مالی و ضعف محدودیت‌های مالی منعکس می‌شود. با وجود این، میزان نبود تقارن اطلاعاتی و تعارض‌های نمایندگی نشان‌دهنده تفاوت در مراحل مختلف چرخه زندگی است. **میلر و فرینسن (۱۹۸۴)**، پیشنهاد می‌کنند شرکت‌هایی که در مرحله اول رشد هستند، ساختار غیررسمی ساده‌ای دارند که اغلب توسط مالک کنترل می‌شود و مشکلات نمایندگی کمی دارند. در این حالت، اثر مسئولیت اجتماعی به‌طور کامل در میان آن شرکت‌ها نشان داده نمی‌شود.

پ - سازوکار دیگر برای مسئولیت اجتماعی شرکت، اثر مثبت مالی از راه ایجاد شهرت است. تصور و اعتبار اجتماعی سازمانی مثبت می‌تواند روابط میان شرکت، دولت، و بانک را، به‌ویژه بانک‌های محلی، بهبود بخشد (**Lin et al., 2015**). به‌طوری که شرکت‌ها می‌توانند به‌راحتی تسهیلات دریافت کنند یا با هزینه کم‌تری تامین مالی کنند (**Goss & Roberts, 2011**). با این حال، شهرت همیشه عامل اصلی تاثیرگذار در تسهیلات بانکی نیست، بلکه وضعیت چرخه عمر شرکت مسئله اساسی است. هنگامی که شرکت تاسیس می‌شود، بانک‌ها بیش‌تر به کسب‌وکار اصلی آن، کیفیت محصول و این‌که آیا منابع پایداری برای فروش دارند، توجه می‌کنند. بنابراین، این نوع شرکت‌ها از مزایای تامین مالی کمی به‌خاطر شهرت خوب و ارتباط نزدیک با دولت یا بانک‌ها بهره می‌برند. اما بنگاه‌های اقتصادی در مرحله رشد چرخه عمر، مرحله سخت شروع را پشت‌سر می‌گذارند و در حال تبدیل شدن به حالت کسب‌وکار پایدار هستند، که هنوز هم باید به دنبال کسب نوآوری بیش‌تر باشند. از یک‌سو، توانایی و اهداف مسئولیت اجتماعی شرکت و انتظارهای سهامداران در حال تغییر است. از آن‌جایی که شرکت‌های در حال رشد دارایی‌های نقد زیادی دارند که می‌توانند در پروژه‌های مسئولیت اجتماعی سرمایه‌گذاری کنند و همچنین توانایی تخصیص بهتر منابع را دارند، آن‌ها باید راهبردهای مسئولیت اجتماعی را مطابق با راهبردهای مالی خود تنظیم کنند. از این‌رو، عملکرد بهتر مسئولیت اجتماعی می‌تواند به شرکت‌ها در جذب سرمایه‌گذاری بیش‌تر از طرف ذی‌نفعان کمک کند. بنابراین، از محدودیت‌های مالی کاسته می‌شود.

از سوی دیگر در مرحله رشد، مدیریت شرکت به تدریج دارای چارچوب مشخصی می‌شود و شرکت تمایل بیش‌تری به گسترش کسب‌وکار و تقاضای تامین مالی دارد. در عین حال، مشکلات نمایندگی وجود خواهد داشت. مسئولیت اجتماعی می‌تواند از راه افزایش شفافیت اطلاعات و احتمال فرصت‌طلبی مدیر، تضاد نمایندگی را کاهش دهد. بنابراین، اثر نظارت مسئولیت اجتماعی بر مشکل نمایندگی به‌طور کامل در مرحله رشد آشکار می‌شود.

علاوه بر این، برخی از شرکت‌ها در این مرحله اساساً مسئولیت اجتماعی را به خاطر رعایت قوانین و

مقررات انجام می‌دهند، در حالی که برخی دیگر که مجبور به افشای گزارش مسئولیت اجتماعی نیستند، این کار را به‌طور عمد به منظور ایجاد شهرت انجام می‌دهند. نقش شهرت فراهم کردن انگیزه برای شرکت‌هایی است که نگران سود بلندمدت خود هستند، و برای تعهد نسبت به جامعه ارزش قائل‌اند. بنابراین، شهرت می‌تواند به عنوان اعتبار در قراردادهای مطرح شود (Kreps & Wilson, 1982). در نتیجه، شرکت‌های در حال رشد به‌طور موثر مسئولیت اجتماعی را انجام می‌دهند که برای بهبود شهرت و به‌دست آوردن تامین مالی خارجی بیش‌تر مفید است. بنابراین، از محدودیت‌های مالی آن‌ها کاسته می‌شود.

H_1 : بین مسئولیت اجتماعی و محدودیت مالی در مرحله رشد شرکت‌ها رابطه منفی و معناداری وجود دارد.

شرکت‌هایی که در مرحله بلوغ چرخه زندگی قرار دارند، در گذشته پیشرفت خوبی داشته‌اند. حضور آن‌ها در بازار نشان می‌دهد که برای تامین مالی مشکل خاصی ندارند. از یک‌سو، بنگاه‌های اقتصادی در این مرحله به ثبات مالی برای تحقق مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها دست یافته‌اند و به‌طور فعال در فعالیت‌های مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها حضور داشته‌اند. طبق نظریه ذی‌نفعان، شرکت‌ها می‌توانند با بهبود شرایط کار، افزایش دستمزدها و افزایش امنیت شغلی، کارکنان مستعد، به‌ویژه مدیران ارشد را به‌دست آورند. این امر همچنین می‌تواند اشتیاق آن‌ها را در کارشان به‌طور کامل برانگیزد و باعث افزایش کارایی و بهبود مدیریت شود. از سوی دیگر، اگرچه شرکت‌های بالغ از رشد خوبی برخوردارند، اما هنوز با مشکلات جدی نمایندگی روبه‌رو هستند. با ورود فعال به مسئولیت اجتماعی، شرکت‌ها در مرحله بلوغ می‌توانند شفافیت اطلاعات را افزایش و امکان مدیریت فرصت‌طلبانه را برای به‌دست آوردن منافع شخصی کاهش دهند. بنابراین، اختلافات نمایندگی از این راه کاسته می‌شود. علاوه بر این، شرکت‌های بالغ در بازار از راه اجرای مسئولیت اجتماعی مانند قیمت‌های عادلانه، محصولات با کیفیت بالاتر، و خدمات و ایمنی محصول تصویر خوبی از خود به همراه مزیت رقابتی ایجاد می‌کنند. بنابراین، به دلیل عملکرد برتر مسئولیت اجتماعی، رابطه با دولت و بانک‌ها بهبود می‌یابد. از این‌رو، شرکت می‌تواند منابع مالی خارجی را با هزینه کم‌تر به‌دست آورد (Dhaliwal et al., 2011; El Ghouli et al., 2011)

H_2 : بین مسئولیت اجتماعی و محدودیت مالی در مرحله بلوغ شرکت‌ها رابطه منفی و معناداری وجود دارد.

در مرحله افول، تقاضای بازار به دلیل رقابت شدید به‌تدریج در حال کاهش است و رشد فروش، اندک

یا حتی منفی است. شرکت‌ها باید به بقای آن در طولانی مدت توجه بیش‌تری داشته باشند. در بازار سرمایه ایران، در صورتی که شرکت نتواند الزام‌های پذیرش در بورس را رعایت کند، به بازار فرابورس (بازار اول و دوم) منتقل می‌شود و در صورتی که در آن بازار هم نتواند الزام‌ها را فراهم کند، احتمال انتقال به بازار پایه فرابورس یا اخراج از فرابورس را دارد. از این‌رو، شرکت‌های مورد بررسی به احتمال در مرحله اولیه افول قرار دارند. در این حالت، شرکت با اجرای دقیق‌تر مسئولیت اجتماعی سعی در حمایت از شهرت خود دارد. بنابراین، اهمیت به دست آوردن شهرت شرکت‌ها از راه مسئولیت اجتماعی، به‌ویژه برای شرکت‌های رو به افول مهم است. این شهرت به شرکت اجازه می‌دهد که با محدودیت‌های مالی کم‌تری روبه‌رو شود.

H_3 : بین مسئولیت اجتماعی و محدودیت مالی در مرحله افول شرکت‌ها رابطه منفی و معناداری وجود دارد.

نقش دولت در بورس ایران بر هیچ‌کس پوشیده نیست. بزرگ‌ترین شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران اغلب مالکیت شبه‌دولتی دارند و سهامشان بر اساس اصل ۴۴ قانون اساسی در بورس فروخته می‌شود. اما به‌طور معمول به دلیل بزرگی، شرکت‌های وابسته به دولت مجدد به عنوان سهامدار عمده وارد سهم می‌شوند، از این‌رو نقش بسزایی در مدیریت شرکت دارند (Doaei & Gohari, 2021). از یک‌سو، به دلیل آن‌که رعایت دقیق مسئولیت اجتماعی شرکت برای جامعه، به‌ویژه دولت به عنوان ذی‌نفع، مثبت تلقی می‌شود و از سوی دیگر، به دلیل ارتباطات این نوع شرکت‌ها، به‌طور معمول آن‌ها نباید با مشکل مالی اساسی مواجه شوند.

H_4 : مالکیت دولتی شرکت‌ها بر رابطه بین مسئولیت اجتماعی و محدودیت مالی اثر مثبت و معناداری می‌گذارد.

روش‌شناسی پژوهش

این پژوهش از نظر هدف، کاربردی است و نتایج به‌دست‌آمده از آن به صورت مستقیم قابل کاربرد برای انتخاب منابع تامین مالی و سرمایه‌گذاری است. همچنین، در حیطه پژوهش‌های توصیفی - رگرسیون است و داده‌های مورد نیاز آن از اطلاعات واقعی شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار تهران^۱ گردآوری شده است. داده‌های مورد نیاز برای آزمون فرضیه‌ها از نرم‌افزار رهاورد نوین و تدبیرپرداز بوده، و صورت‌های مالی شرکت‌ها پس از آماده‌سازی داده‌ها در نرم‌افزار Excel تجزیه و تحلیل شده، و

۱. سایت مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی، سازمان بورس و اوراق بهادار، www.rdis.ir

آزمون فرضیه‌ها توسط نرم‌افزار آماری Eviews انجام گرفته است. برآورد مدل‌های پژوهش به روش داده‌های ترکیبی و بر اساس آزمون‌های تشخیصی انجام گرفته است.

جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری این پژوهش شامل شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است و نمونه آماری توسط روش حذف نظام‌مند مشخص می‌شود. برای این منظور، پنج معیار در نظر گرفته می‌شود و در صورتی که شرکتی کلیه معیارها را احراز کرده باشد، به عنوان نمونه انتخاب می‌شود، و مابقی حذف می‌شوند: شرکت پیش از سال ۱۳۸۸ در بورس پذیرفته شده و تا پایان سال ۱۳۹۷ در بورس فعال بوده باشد (به دلیل ماهیت خاص فعالیت شرکت‌های هلدینگ، بیمه، لیزینگ، بانک‌ها، موسسه‌های مالی و سرمایه‌گذاری و تفاوت قابل ملاحظه آن‌ها با شرکت‌های تولیدی و بازرگانی، شرکت انتخابی نباید جزو شرکت‌های یادشده باشد)؛ سال مالی شرکت منتهی به ۲۹ اسفند باشد و طی سال‌های مورد نظر تغییر فعالیت یا تغییر سال مالی نداشته باشد؛ وقفه بیش از شش ماه نداشته باشد؛ و اطلاعات مالی شرکت‌ها در دسترس باشد. شروط اشاره‌شده برای کل شرکت‌ها اعمال می‌شود و در نهایت، ۱۴۱ شرکت به‌طور پیوسته برای ۱۰ سال متوالی به عنوان جامعه مطالعاتی پژوهش انتخاب می‌شوند.

مدل پژوهش

در این پژوهش، برای آزمون فرضیه‌های H_1 ، H_2 و H_3 از مدل ژانوا و ژیانو (۲۰۱۹) بهره گرفته شده است. نیاز به یادآوری است که ابتدا باید مراحل مختلف عمر شرکت (رشد، بلوغ، افول) تعیین و مدل زیر برای هر مرحله آزمون شود.

$$FC_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 CSR_{it} + \alpha_2 FC_{it-1} + \alpha_3 STATE_{it} + \alpha_4 SIZE_{it} + \alpha_5 TOBINQ_{it} + \alpha_6 LEV_{it} + \alpha_7 PAYOUT_{it} + \alpha_8 DIVPSCH_{it} + \alpha_9 SUSTRT_{it} + \alpha_{10} STD_{it} + \varepsilon$$

برای فرضیه H_4 از مدل زیر استفاده می‌شود.

$$FC_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 CSR_{it} + \alpha_2 FC_{it-1} + \alpha_3 STATE_{it} + \alpha_4 CSR_{it} \times STATE_{it} + \alpha_5 SIZE_{it} + \alpha_6 TOBINQ_{it} + \alpha_7 LEV_{it} + \alpha_8 PAYOUT_{it} + \alpha_9 DIVPSCH_{it} + \alpha_{10} SUSTRT_{it} + \alpha_{11} STD_{it} + \varepsilon$$

FC: محدودیت مالی، CSR: مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها، STATE: مالکیت دولتی، SIZE: اندازه شرکت، TOBINQ: فرصت‌های سرمایه‌گذاری، LEV: اهرم مالی، PAYOUT: نسبت سود پرداختی به کل سود، DIVPSCH: تغییر در سود پرداختی نسبت به سال قبل، SUSTRT: نرخ رشد پایدار، و

STR: افزایش در بدهی‌های جاری است.

محدودیت مالی: برای محاسبه این متغیر از شاخص **کاپلان و زینگالس**^۱ (۱۹۹۷) استفاده می‌شود. هرچه عدد شاخص بیش‌تر باشد، شرکت دارای محدودیت مالی بیش‌تری است. ابتدا مقادیر واقعی در معادله شاخص وارد می‌شوند و مقدار شاخص محاسبه می‌گردد. سپس، مقادیر از کوچک‌ترین به بزرگ‌ترین مرتب و به پنج قسمت تقسیم می‌شوند. شرکت‌های موجود در پنجم چهارم و پنجم به عنوان محدودیت تامین مالی شناسایی می‌شوند. این شاخص توسط تهرانی و حصارزاده (۱۳۸۸) برای ایران بومی شده است.

$$KZ = 17.33 - 37.486C - 15216DIV + 3.39LEV - 1.4Q$$

C: نسبت وجه نقد بر کل دارایی‌ها، DIV: نسبت سود تقسیمی که از تقسیم DPS بر EPS به دست می‌آید، LEV: نسبت کل بدهی بر کل دارایی‌ها، و Q: نسبت مجموع ارزش بازار حقوق صاحبان سهام (ضرب قیمت بازار سهام در تعداد سهام) و ارزش دفتری بدهی‌ها به ارزش دفتری دارایی‌هاست. مسئولیت اجتماعی شرکت: در پژوهش حاضر برای اندازه‌گیری مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها، پس از مرور گسترده ادبیات، چک‌لیست اولیه‌ای شامل ۴۳ نوع اطلاعات تدوین می‌شود که این اطلاعات از پژوهش **اریبی و گائو**^۲ (۲۰۱۰)، و **گائو و همکاران**^۳ (۲۰۰۵) اقتباس می‌شوند. پس از حذف برخی موارد، به پیروی از **مران‌جویی و علیخانی**^۴ (۲۰۱۴)، چک‌لیست نهایی شامل ۲۲ نوع اطلاعات زیست‌محیطی و اجتماعی است که انتظار می‌رود به صورت داوطلبانه یا اجباری در گزارش‌های سالانه شرکت‌های ایرانی افشا شود. برای اندازه‌گیری میزان مسئولیت اجتماعی، تحلیل محتوای گزارش سالانه فعالیت هیئت‌مدیره شرکت‌ها صورت می‌گیرد. به این صورت که هر یک از شاخص‌های مطرح‌شده، اگر در صورت‌های مالی شرکت‌ها افشا شده باشد، عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر داده می‌شود. سپس میزان مسئولیت اجتماعی هر یک از شرکت‌ها با استفاده از رابطه زیر محاسبه می‌شود:

$$CSR = \frac{\text{تعداد اقلام افشا شده}}{\text{تعداد کل اقلام قابل افشا}} * 100$$

درصد مسئولیت اجتماعی شرکت

اگر عدد به‌دست‌آمده بالاتر از ۵۰ درصد باشد، بیانگر مسئولیت اجتماعی بالای شرکت‌ها در سال مورد نظر است و اگر پایین‌تر از ۵۰ درصد باشد، نشان‌دهنده این است که شرکت‌های نمونه مسئولیت اجتماعی پایینی دارند.

1. Kaplan & Zingales
2. Aribi & Gao
3. Gao *et al.*
4. Maranjory & Alikhani

چرخه عمر: این پژوهش روش دسته‌بندی آنتونی و رامش (۱۹۹۲)، و بلک^۱ (۱۹۹۸)، را برای دسته‌بندی مناسب سال - شرکت به مراحل چرخه عمر دنبال می‌کند. مشاهده‌های سال - شرکت با استفاده از روش دسته‌بندی چندمتغیره برای جلوگیری از آربیب بودن نتایج به سه مرحله چرخه عمر تقسیم می‌شوند. ابتدا از متغیرهایی چون نرخ رشد فروش، مخارج سرمایه‌ای، و سن واحد تجاری به عنوان شاخص‌های دسته‌بندی استفاده می‌شود. سپس، نرخ رشد فروش و مخارج سرمایه‌ای از بیش‌ترین به کم‌ترین و سن واحد تجاری از کم‌ترین به بیش‌ترین رتبه‌بندی می‌شوند.

$$SG_t = \frac{Sales_t - Sales_{t-1}}{Sales_{t-1}} \times 100 \quad \text{نرخ رشد فروش:}$$

$$CEV_t = \frac{FA_t - FA_{t-1}}{VALUE_t} \times 100 \quad \text{مخارج سرمایه‌ای:}$$

$$AGE = Cyear - Fyear \quad \text{عمر واحد تجاری:}$$

که SG: رشد فروش شرکت، CEV: تغییر در مخارج سرمایه‌ای، AGE: عمر شرکت، Sales: میزان فروش، FA: دارایی ثابت، VALUE: ارزش بازار حقوق صاحبان سهام به اضافه ارزش دفتری بدهی‌های بلندمدت، Cyear: سال جاری، و Fyear: سال تاسیس.

با توجه به جدول (۱)، شرکت‌ها به سه گروه تقسیم می‌شود: شرکت‌های در حال رشد، امتیاز ۳؛ شرکت‌های بالغ، امتیاز ۲؛ و به شرکت‌های در حال افول، امتیاز ۱ تخصیص داده می‌شود. امتیازهای سه معیار برای هر شرکت جمع می‌شود و امتیاز ترکیبی هر شرکت به دست می‌آید. سپس شرکت‌ها بر اساس این امتیاز ترکیبی به سه دسته تقسیم می‌شوند که شرکت‌های در حال رشد، بالغ، و در حال افول مشخص می‌شوند (Osta & Gheitasi, 2012).

جدول ۱: تقسیم‌بندی شرکت‌ها

چرخه عمر	رشد فروش	تغییر در مخارج سرمایه‌ای	عمر شرکت
رشد	بالا	بالا	جوان
بلوغ	متوسط	متوسط	بالغ
افول	پایین	پایین	پیر

مالکیت دولتی: درصد سهام در اختیار شرکت‌های وابسته به دولت. اندازه شرکت: لگاریتم طبیعی کل دارایی‌های شرکت. فرصت سرمایه‌گذاری: ارزش بازار سهام به دارایی‌های کل. اهرم مالی: نسبت ارزش دفتری بدهی به ارزش دفتری دارایی. نسبت سود پرداختی: نسبت سود تقسیمی به کل سود شرکت و تغییر در سود پرداختی نسبت به سال پیش.

نرخ رشد پایدار:

نرخ سود باقیمانده * بازده حقوق صاحبان سهام

نرخ سود باقیمانده * بازده حقوق صاحبان سهام - 1

افزایش در بدهی: افزایش در بدهی‌های جاری نسبت به سال پیش تقسیم بر کل دارایی.

یافته‌های پژوهش

آمار توصیفی عبارت است از مجموعه روش‌هایی که پردازش داده‌ها را فراهم می‌سازد. در **جدول (۲)**، برخی از مفاهیم آمار توصیفی متغیرها شامل میانگین، کم‌ترین و بیش‌ترین به عنوان شاخص‌های مرکزی، انحراف معیار به عنوان شاخص پراکندگی، و ضریب کشیدگی و ضریب چولگی به عنوان شاخص‌های توزیعی گزارش می‌شود. میانگین، اصلی‌ترین شاخص مرکزی است که بیانگر نقطه تعادل و مرکز ثقل توزیع، و شاخص خوبی برای نشان دادن مرکزیت داده‌هاست.

جدول ۲: آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها	تغییر در سود پرداختنی	تغییر در سود اهرم مالی	نسبت سود پرداختنی	مالکیت دولتی	افزایش در بدهی جاری	نرخ رشد پایدار	فرصت سرمایه‌گذاری
میانگین	۰/۰۳۰۰۷	۰/۶۱۰۲۸۲	۰/۵۷۲۶۸۷	۵۱/۹۶۷۵	۰۶۰۸۶۳/۰	۰/۰۱۰۹۲۳	۰/۹۳۸۹۱۷
بیش‌ترین	۱/۷۵۹۲۹۵	۱/۷۸۲۷۴۶	۲/۳۸۱۲۷۳	۹۸/۴۳	۴۷۹۶۴۱/۰	۱۰/۳۹۵۴	۵/۶۳۴۴۵۳
کم‌ترین	۱/۷۷۱۹۳	۰/۰۹۵۷۸۵	۰	۰	۴۲۷۶۲۴/۰	-۹/۷۳۳۲۸۳	۰
انحراف معیار	۰/۳۸۷۵۱۲	۰/۳۱۷۵۳۲	۰/۴۱۸۱۲۶	۳۳/۲۶۶۱۹	۱۳۴۳۹۱۰	۱/۴۴۶۸۲۷	۰/۷۳۴۴۵۳
چولگی	۰/۰۱۱۶۴۴	۱/۰۱۳۴۲	۰/۴۱۹۱۵۵	-۰/۴۴۳۶۶۶	۲۲۰۸۰۰/۰	۰/۴۵۳۶۳۴	۱/۷۱۴۷۹
کشیدگی	۸/۹۷۳۳۳۹	۷/۵۰۰۲۵۷	۳/۹۳۹۶۰۵	۱/۷۳۶۷۱۹	۴/۴۹	۳۲/۳۴۴۱۶	۶/۹۲۹۰۹۲
تعداد مشاهده‌ها	۱۴۱۰	۱۴۱۰	۱۴۱۰	۱۴۱۰	۱۴۱۰	۱۴۱۰	۱۴۱۰

با توجه به **جدول (۲)**، میانگین متغیر مسئولیت اجتماعی برابر ۰/۵۷، و بیش‌ترین و کم‌ترین آن به‌ترتیب ۰/۹۵ و ۰/۰۹ است. انحراف معیار پایین این متغیر نسبت به میانگین (۰/۲۲) نشان می‌دهد که این متغیر از پراکندگی پایینی برخوردار است. همچنین، چولگی (۰/۴۱-) و کشیدگی (۲/۰۴) گویای آن است که این متغیر تا حدودی به توزیع نرمال نزدیک است. میانگین تغییر در سود پرداختنی برابر ۰/۰۳- و بیش‌ترین و کم‌ترین آن به‌ترتیب ۱/۷۵ و ۱/۷۷- است. انحراف معیار پایین این متغیر نسبت به میانگین (۰/۳۸) نشان می‌دهد که داده‌های این متغیر از پراکندگی پایینی برخوردار است. همچنین، چولگی (۰/۰۱) و کشیدگی (۸/۹۷) گویای آن است که این متغیر از توزیع نرمال برخوردار نیست. میانگین متغیر اهرم مالی برابر ۰/۶۱، و بیش‌ترین و کم‌ترین آن به‌ترتیب ۱/۷۸ و ۰/۰۹ است. انحراف معیار پایین این متغیر نسبت به میانگین (۰/۲۱) نشان می‌دهد که داده‌های این متغیر از پراکندگی پایینی برخوردار است. همچنین، چولگی (۱/۰۰) و کشیدگی (۷/۵۰) گویای آن است که این متغیر از توزیع نرمال برخوردار نیست.

نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش

فرضیه H_1 : بین مسئولیت اجتماعی و محدودیت مالی در مرحله رشد شرکت‌ها رابطه منفی و معناداری وجود دارد.

برای بررسی فرضیه H_1 از مدل رگرسیونی زیر استفاده می‌شود:

$$FC_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 CSR_{it} + \alpha_2 FC_{it-1} + \alpha_3 STATE_{it} + \alpha_4 SIZE_{it} + \alpha_5 TOBINQ_{it} + \alpha_6 LEV_{it} + \alpha_7 PAYOUT_{it} + \alpha_8 DIVPSC_{it} + \alpha_9 SUSTRT_{it} + \alpha_{10} STD_{it} + \varepsilon$$

با توجه به این‌که متغیر وابسته دارای مقادیر ۰ و ۱ است، بنابراین برای برآورد مدل بالا و سایر مدل‌ها از رگرسیون لجستیک استفاده می‌شود. نتایج آزمون در **جدول (۳)** گزارش می‌شود.

جدول ۳: آزمون فرضیه H_1

متغیرها	ضرایب	آماره Z	معناداری	همخطی (VIF)
C	۵/۶۵	۱/۳۷	۰/۱۶	-
CSR	-۱/۱۸	-۲/۰۲	۰/۰۴۷	۱/۴۳
FC(-1)	۰/۴۵	۰/۴۳	۰/۶۶	۲/۷۵
STATE	-۰/۰۰۴	-۰/۴۶	۰/۶۴	۱/۶۲
SIZE	۰/۳۵	۱/۳۹	۰/۱۶	۱/۲۷

ادامه جدول ۳: آزمون فرضیه H_1

متغیرها	ضرایب	آماره Z	معناداری	همخطی (VIF)
TOBINQ	-۲/۸۲	-۳/۵۱	۰	۲/۳۱
LEV	۴/۷	۱/۵۹	۰/۱۱	۲/۴
PAYOUT	-۲۰/۳۸	-۵/۸۵	۰	۲/۴۳
DIVPSCH	-۰/۲۷	-۰/۱۳	۰/۸۹	۲/۵
SUSTRT	۰/۳۲	۱/۵۲	۰/۱۲	۱/۱۲
STD	-۲/۳۷	-۰/۷۴	۰/۴۵	۱/۶۳
ضریب تعیین مکفادن		۰/۸۶		
LR آماره		۴۸۸		
احتمال آماره LR		۰/۰۰۰		
مجموع مشاهدهها		۴۲۲		

با توجه به **جدول (۳)**، مقدار ضریب تعیین مکفادن برابر با ۰/۸۶ است که بیانگر آن است که ۸۶ درصد از تغییرهای متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل پژوهش تبیین می‌شود. مقدار و سطح معناداری آماره LR به ترتیب ۴۸۸/۱۷ و ۰/۰۰۰ است که بیانگر آن است که برازش مدل پژوهش در سطح مطلوب و از معناداری مناسبی برخوردار است. همان‌طور که **جدول (۳)** نشان می‌دهد، ضرایب VIF کوچک‌تر از ۱۰ است، بنابراین مشکل همخطی وجود ندارد. همچنین، ضریب و سطح معناداری متغیر مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها (CSR) به ترتیب برابر ۱/۱۸- و ۰/۰۴ است. این نشان می‌دهد که مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها با محدودیت مالی در سطح معناداری ۹۵ درصد رابطه معناداری دارد. بنابراین، فرضیه H_1 پذیرفته می‌شود. یعنی بین مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها و محدودیت مالی در مرحله رشد شرکت‌ها رابطه منفی و معناداری وجود دارد.

فرضیه H_2 : بین مسئولیت اجتماعی و محدودیت مالی در مرحله بلوغ شرکت‌ها رابطه منفی و معناداری وجود دارد.

برای بررسی این فرضیه از مدل رگرسیونی زیر استفاده می‌شود و نتایج آن در **جدول (۴)** ارائه می‌شود:

$$FC_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 CSR_{it} + \alpha_2 FC_{it-1} + \alpha_3 STATE_{it} + \alpha_4 SIZE_{it} + \alpha_5 TOBINQ_{it} + \alpha_6 LEV_{it} + \alpha_7 PAYOUT_{it} + \alpha_8 DIVPSCH_{it} + \alpha_9 SUSTRT_{it} + \alpha_{10} STD_{it} + \varepsilon$$

جدول ۴: آزمون فرضیه H₂

متغیرها	ضرایب	آماره Z	معناداری	همخطی (VIF)
C	۰/۶۷	۱/۶۷	۰/۰۹	-
CSR	-۰/۷۷	-۱/۹۵	۰/۰۵	۱/۵۲
FC(-1)	۰/۳۱	۰/۴۱	۰/۶۷	۱/۹۵
STATE	۰/۰۰۳	۰/۳۷	۰/۷	۱/۶۸
SIZE	-۰/۰۷۴	۰/۲۲	۰/۸۱	۱/۵۴
TOBINQ	-۱/۲۱	-۲/۶۹	۰/۰۰۷	۱/۸۶
LEV	۳/۵۷	۱/۶۳	۰/۱	۲/۲۵
PAYOUT	-۱۷/۲۳	-۶/۳۱	۰	۲/۲۸
DIVPSCH	۰/۶	۰/۵۶	۰/۵۷	۱/۹
SUSTRT	-۰/۰۵۷	-۰/۳۸	۰/۷	۱/۰۹
STD	۱/۲۵	۰/۵	۰/۶۱	۱/۳۲
ضریب تعیین مکفادن	۰/۸۳			
LR آماره	۴۹۷			
احتمال آماره LR	۰/۰۰۰			
مجموع مشاهدهها	۴۳۴			

با توجه به جدول (۴)، مقدار ضریب تعیین مکفادن برابر با ۰/۸۳، و بیانگر آن است که ۸۳ درصد از تغییرهای متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل پژوهش تبیین می‌شود. مقدار و سطح معناداری آماره LR به ترتیب ۴۹۷/۴۰ و ۰/۰۰۰، و بیانگر آن است که برازش مدل پژوهش در سطح مطلوب و از معناداری مناسبی برخوردار است. همان‌طور که جدول (۴) نشان می‌دهد، ضرایب VIF کوچک‌تر از ۱۰ است، بنابراین، مشکل همخطی وجود ندارد. همچنین، ضریب و سطح معناداری متغیر مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها (CSR) به ترتیب برابر ۰/۷۷- و ۰/۰۵۰۹ است. با توجه به این که احتمال (۰/۰۵۰۹) بزرگ‌تر از ۵ درصد است، این نشان می‌دهد که مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها با محدودیت مالی در سطح معناداری ۹۵ درصد رابطه معناداری ندارد. اما با اطمینان ۹۰ درصد رابطه معنادار برقرار است. بنابراین، در سطح معناداری ۹۰ درصد فرضیه H₂ پذیرفته می‌شود. یعنی بین مسئولیت اجتماعی و محدودیت مالی در مرحله بلوغ شرکت‌ها رابطه منفی و معناداری وجود دارد.

فرضیه H_3 : بین مسئولیت اجتماعی و محدودیت مالی در مرحله افول شرکت‌ها رابطه منفی و معناداری وجود دارد.

برای بررسی این فرضیه از مدل رگرسیونی زیر استفاده می‌شود که نتایج آن در **جدول (۵)** گزارش می‌گردد:

$$FC_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 CSR_{it} + \alpha_2 FC_{it-1} + \alpha_3 STATE_{it} + \alpha_4 SIZE_{it} + \alpha_5 TOBINQ_{it} + \alpha_6 LEV_{it} + \alpha_7 PAYOUT_{it} + \alpha_8 DIVPSCH_{it} + \alpha_9 SUSTRT_{it} + \alpha_{10} STD_{it} + \varepsilon$$

جدول ۵: آزمون فرضیه H_3

متغیر وابسته: FC (محدودیت مالی)				
متغیرها	ضرایب	آماره Z	معناداری	همخطی (VIF)
C	۳/۴۷	۰/۸۳	۰/۴	-
CSR	-۲/۹۳	-۱/۹۵	۰/۰۵	۲/۴۵
FC(-1)	۰/۴۸	۰/۴۷	۰/۶۳	۲/۵۲
STATE	-۰/۰۰۴	-۰/۲۹	۰/۷۶	۲/۰۹
SIZE	۰/۷۴	۲/۲۵	۰/۰۲۴	۲/۴۷
TOBINQ	-۳/۱۱	-۴/۵۱	۰	۴/۱۶
LEV	۱/۹۵	۰/۷۳	۰/۴۶	۱/۸۲
PAYOUT	-۲۱/۶۸	-۵/۰۷۳	۰	۵/۲۵
DIVPSCH	-۱/۷۴	-۰/۷۹	۰/۴۲	۲/۷۷
SUSTRT	۰/۳۱	۰/۸۱	۰/۴۱	۱/۱۴
STD	-۳/۳۵	-۱/۱۸۴	۰/۲۳	۱/۳۵
ضریب تعیین مکفادن			۰/۸۸	
آماره LR			۵۰۲	
احتمال آماره LR			۰/۰۰۰	
مجموع مشاهده‌ها			۴۱۳	

با توجه به **جدول (۵)**، مقدار ضریب تعیین مکفادن برابر با ۰/۸۸، و بیانگر آن است که ۸۸ درصد از تغییرهای متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل پژوهش تبیین می‌شود. مقدار و سطح معناداری آماره LR به ترتیب ۵۰۲/۴۱ و ۰/۰۰۰، و بیانگر آن است که برازش مدل پژوهش در سطح مطلوب و از معناداری

مناسبی برخوردار است. ضرایب VIF کوچک‌تر از ۱۰ است، بنابراین مشکل همخطی وجود ندارد. با توجه به جدول (۵)، ضریب و سطح معناداری متغیر مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها (CSR) به ترتیب برابر ۲/۹۳- و ۰/۰۵۴ است. با توجه به این که احتمال (۰/۰۵۴) بزرگ‌تر از ۵ درصد است، این نشان می‌دهد که مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها با محدودیت مالی در سطح معناداری ۹۵ درصد رابطه معناداری ندارد. اما با اطمینان ۹۰ درصد رابطه معنادار برقرار است. بنابراین، در سطح معناداری ۹۰ درصد فرضیه H_3 پذیرفته می‌شود. یعنی بین مسئولیت اجتماعی و محدودیت مالی در مرحله افول شرکت‌ها رابطه منفی و معناداری وجود دارد. فرضیه H_4 : مالکیت دولتی شرکت‌ها بر رابطه بین مسئولیت اجتماعی و محدودیت مالی اثر مثبت و معناداری می‌گذارد.

برای بررسی فرضیه H_4 از مدل رگرسیونی زیر استفاده می‌شود و نتایج آن در جدول (۶) نمایش داده می‌شود:

$$FC_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 CSR_{it} + \alpha_2 FC_{it-1} + \alpha_3 STATE_{it} + \alpha_4 CSR_{it} \times STATE_{it} + \alpha_5 SIZE_{it} + \alpha_6 TOBINQ_{it} + \alpha_7 LEV_{it} + \alpha_8 PAYOUT_{it} + \alpha_9 DIVPSC_{it} + \alpha_{10} SUSTRT_{it} + \alpha_{11} STD_{it} +$$

جدول ۶: آزمون فرضیه H_4

متغیرها	ضرایب	آماره Z	معناداری	همخطی (VIF)	متغیر وابسته: FC (محدودیت مالی)
C	۲/۶۷۸	۲/۳۳	۰/۰۱۹	-	
CSR	-۰/۶۰۵	-۰/۸۷	۰/۳۸	۳/۳۱	
FC(-1)	۰/۲۳۷	۰/۹۲	۰/۳۵	۲/۱۵	
STATE	-۰/۰۰۲۳	-۰/۳۳	۰/۷۳	۷/۶۸	
CSR*STATE	۰/۰۰۱۸	۰/۱۵	۰/۸۷	۱۲/۰۴	
SIZE	-۰/۱۸۶	۲/۳۱	۰/۰۲	۱/۵۶	
TOBINQ	-۱/۱۹۶	-۷/۶۸	۰	۲/۳۲	
LEV	۱/۳۱۹	۱/۹۸	۰/۰۴	۱/۷۲	
PAYOUT	-۹/۵۳۱	-۱۱/۵۴	۰	۲/۷۱	
DIVPSC	-۰/۱۷۶	-۰/۴۲	۰/۶۶	۲/۰۵	
SUSTRT	۰/۰۵	۰/۹۹	۰/۳۱	۱/۰۳	

ادامه جدول ۶: آزمون فرضیه H_4

متغیر وابسته: FC (محدودیت مالی)				
متغیرها	ضرایب	آماره Z	معناداری	همخطی (VIF)
STD	-۰/۴۴۵	-۰/۶	۰/۵۴	۱/۲۵
ضریب تعیین مکفادن			۰/۸۴	
آماره LR			۱۴۶۳	
احتمال آماره LR			۰/۰۰۰۰۰۰	
مجموع مشاهده‌ها			۱۲۶۹	

با توجه به **جدول (۶)**، مقدار ضریب تعیین مکفادن برابر با ۰/۸۴، و بیانگر آن است که ۸۴ درصد از تغییرهای متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل پژوهش تبیین می‌شود. مقدار و سطح معناداری آماره LR به ترتیب ۱۴۶۳/۷۵ و ۰/۰۰۰ است و بیانگر آن است که برازش مدل پژوهش در سطح مطلوب و از معناداری مناسبی برخوردار است. ضرایب VIF (جز برای متغیر حاصل ضربی) کوچک‌تر از ۱۰ است، بنابراین مشکل همخطی وجود ندارد. با توجه به **جدول (۶)**، ضریب و سطح معناداری متغیر حاصل ضربی مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها و مالکیت دولتی (STATE×CSR) به ترتیب برابر ۰/۰۰۱۸ و ۰/۸۷ است. با توجه به این که احتمال (۰/۸۷) بزرگ‌تر از ۵ درصد است، این نشان می‌دهد در سطح معناداری ۹۵ درصد مالکیت دولتی شرکت‌ها بر رابطه بین مسئولیت اجتماعی و محدودیت مالی اثر معناداری ندارد.

بحث و نتیجه‌گیری

در این پژوهش، به بررسی رابطه مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها و محدودیت مالی با در نظر گرفتن چرخه عمر شرکت و نقش تعدیل‌گری شرکت‌های وابسته به دولت در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته می‌شود.

شواهد تجربی پژوهش در ارتباط با فرضیه H_1 نشان می‌دهد که رابطه منفی و معناداری بین مسئولیت اجتماعی و محدودیت مالی در مرحله رشد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران وجود دارد. افزایش (کاهش) در میزان تعهد مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها باعث کاهش (افزایش) در محدودیت مالی می‌شود. به عبارت دیگر، شرکت‌هایی که در مرحله رشد از مسئولیت اجتماعی

بالایی برخوردارند، کم‌تر با محدودیت‌های مالی مواجه می‌شوند. شواهد تجربی پژوهش در ارتباط با فرضیه H_2 نشان می‌دهد که رابطه منفی و معناداری بین مسئولیت اجتماعی و محدودیت مالی در مرحله بلوغ شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران وجود دارد. افزایش (کاهش) در میزان تعهد مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها باعث کاهش (افزایش) در محدودیت مالی می‌شود. پس، شرکت‌هایی که در مرحله بلوغ از مسئولیت اجتماعی بالایی برخوردارند، کم‌تر با محدودیت‌های مالی مواجه می‌شوند. همچنین، شواهد تجربی پژوهش در ارتباط با فرضیه H_3 نشان می‌دهد که رابطه منفی و معناداری بین مسئولیت اجتماعی و محدودیت مالی در مرحله افول شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران وجود دارد. پس افزایش (کاهش) در میزان تعهد مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها باعث کاهش (افزایش) در محدودیت مالی می‌شود. به عبارت دیگر، شرکت‌هایی که در مرحله بلوغ از مسئولیت اجتماعی بالایی برخوردارند، کم‌تر با محدودیت‌های مالی مواجه می‌شوند. این نتیجه ممکن است به این دلیل باشد که شرکت‌هایی که از عملکرد اجتماعی بالاتری برخوردارند، رویکرد مسئولیت اجتماعی را تایید می‌کنند و این نه تنها تصویر مطلوبی از شرکت ارائه می‌دهد، بلکه سبب می‌شود عملکرد مالی مداوم باشد و کم‌تر در معرض ریسک باشد. همچنین، وام‌دهندگان تمایل دارند عملکرد اجتماعی را به عنوان یک پروژۀ راهبردی درک کنند و شرکت‌هایی که این رویکرد راهبردی را اتخاذ می‌کنند، می‌توانند وام را با نرخ‌های پایین‌تر به‌دست آورند.

نتایج این فرضیه‌ها با نتایج پژوهش ژائو و ژیانو (۲۰۱۹) همخوانی دارد که نشان می‌دهند شرکت‌هایی که مسئولیت اجتماعی بالاتری دارند، در هر سه مرحله عمر شرکت یعنی رشد، بلوغ، و افول، محدودیت مالی کم‌تری دارند. همچنین، نتایج فرضیه نخست با پژوهش توکلی معظم و همکاران (۱۳۹۸) همخوانی دارد که نشان می‌دهند رابطه معکوس و معناداری بین میزان افشای مسئولیت اجتماعی و محدودیت تامین مالی شرکت‌ها وجود دارد، و مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها در مرحله رشد سبب کم‌تر شدن محدودیت تامین مالی می‌شود. نتایج این پژوهش با پژوهش رجایی و همکاران (۱۳۹۵) همراستا است که ارتباط معناداری بین مسئولیت‌های اجتماعی و کاهش محدودیت تامین منابع مالی شرکت‌ها را نشان می‌دهند. شواهد تجربی در ارتباط با فرضیه H_4 نشان می‌دهد که مالکیت دولتی شرکت‌ها بر رابطه بین مسئولیت اجتماعی و محدودیت مالی هیچ اثر معناداری نمی‌گذارد. در واقع، شرکت‌های وابسته به دولت، نمی‌توانند روی مسئولیت اجتماعی و محدودیت مالی آن اثرگذار باشند.

با توجه به ادبیات موضوع، نوآوری پژوهش حاضر افزایش دستاوردهایی در خصوص رابطه

مسئولیت اجتماعی، محدودیت مالی با توجه به چرخه عمر شرکت (رشد، بلوغ، و افت)، و همچنین نقش دولت در این میان است. از این رو، با توجه به نتایج پژوهش به مدیران شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پیشنهاد می‌شود که در جهت پاسخگویی به انتظارات اجتماعی در زمان ثبات اقتصادی، منابع بیش‌تری را به مسئولیت اجتماعی اختصاص دهند که این امر می‌تواند شهرت و بازده مالی شرکت‌ها را افزایش دهد. همچنین، مدیران با بینش عمیق‌تر به مزایای مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها در جهت کاهش محدودیت مالی توجه نمایند. به سرمایه‌گذاران و تصمیم‌گیرندگان در تحلیل سرمایه‌گذاری و سایر تصمیم‌ها پیشنهاد می‌شود عامل اساسی و حیاتی چرخه عمر را به عنوان یکی از متغیرهای مهم تصمیم در نظر داشته باشند. به مدیران پیشنهاد می‌شود که در مراحل مختلف عمر شرکت به مقوله مسئولیت‌پذیری اجتماعی، به عنوان عامل بقای سازمان در بلندمدت توجه کنند و اقدام‌های جدی‌تری در زمینه بالا بردن عملکرد اجتماعی خود انجام دهند. در نهایت، به نهادهای قانونگذار و استانداردها سازگار پیشنهاد می‌شود که به تدوین استانداردها، آیین‌نامه‌ها، و بکارگیری اقدام‌های لازم در الزام شرکت‌ها برای توجه ویژه به مسئولیت اجتماعی و افشای آن در راستای شفافیت و پاسخگویی به ذی‌نفعان خود در قبال عملکردشان در کاهش شرایط نبود اطمینان بپردازند. پیشنهاد می‌شود اثر چرخه عمر شرکت‌ها بر رابطه بین مسئولیت اجتماعی و دسترسی به تامین مالی از راه بدهی در پژوهش‌های آتی مورد بررسی قرار گیرد. همچنین، روش محاسبه متغیر دولت تغییر پیدا کند و بر اساس آن، نقش دولت در رابطه مسئولیت اجتماعی و محدودیت مالی مورد ارزیابی قرار گیرد.

محدودیت مهمی که در این پژوهش وجود دارد این است که عوامل متعددی در بازار سرمایه ایران اثرگذار است که مهم‌ترین آن‌ها ریسک قوانین و مقررات و ریسک سیاسی است که محاسبه و ارزیابی این متغیرها به راحتی امکان‌پذیر نیست.

اظهاریه

نویسندگان پژوهش از حمایت معنوی داوران ناشناس و ویراستار علمی «نشریه برنامه‌ریزی و بودجه» (مازیا چابک) به دلیل ارائه نکات ارزشمند در جهت ارتقای پژوهش تشکر می‌نمایند.

منابع

الف) فارسی

احمدپور، احمد، رضانی لینی، مینا (۱۳۹۴). تامین مالی حقوق و افشای مسئولیت اجتماعی (مورد مطالعه؛ صنایع دارویی و خودروی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران). *اولین کنفرانس بین‌المللی مهندسی صنایع، مدیریت و حسابداری*.

بولو، قاسم؛ باباجانی، جعفر، و محسنی ملکی، بهرام (۱۳۹۱). رابطه بین وجه نقد بیش‌تر و کم‌تر از حد بهینه با عملکرد آینده شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *نشریه دانش حسابداری*، ۳(۱۱)، ۲۹-۷. https://jak.uk.ac.ir/article_502.html

توکلی معظم، نرگس؛ جعفری، سیده محبوبه، و شفیع، سارا (۱۳۹۸). بررسی تاثیر مسئولیت‌پذیری اجتماعی بر محدودیت مالی طی چرخه عمر در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *نشریه چشم‌انداز حسابداری و مدیریت*، ۲(۱۳)، ۱۳۴-۱۱۹. http://www.jamv.ir/article_96807.html

تهرانی، رضا، و حصارزاده، رضا (۱۳۸۸). تاثیر جریان‌های نقدی آزاد و محدودیت در تامین مالی بر بیش‌سرمایه‌گذاری و کم‌سرمایه‌گذاری. *نشریه تحقیقات حسابداری و حسابرسی*، ۱(۳)، ۶۷-۵۰. http://www.iaaaar.com/article_105195.html

دستگیر، محسن، و همتی، احمد (۱۳۹۷). مطالعه رابطه بین مسئولیت اجتماعی و چرخه عمر شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *نشریه مدیریت، حسابداری و اقتصاد*، ۲(۱)، ۲۳-۹.

رجایی، یداله؛ نصیری، مهین، و محمدی، نبی‌اله (۱۳۹۵). بررسی ارتباط بین مسئولیت‌های اجتماعی شرکت‌ها و محدودیت تامین منابع مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *نشریه مطالعات کمی در مدیریت*، ۷(۳)، ۹۷-۱۱۸.

رضازاده، جواد، و یاراحمدی، جاوید (۱۳۹۸). رابطه چرخه عمر و مسئولیت اجتماعی شرکت با توجه به نقش تعدیلی منابع مالی. *نشریه دانش حسابداری*، ۱۰(۳)، ۸۷-۶۹. https://jak.uk.ac.ir/article_2376.html

کریمی، فرزاد، و صادقی، محسن (۱۳۸۸). محدودیت‌های مالی داخلی و خارجی و رابطه آن با سرمایه‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای در شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران. *نشریه حسابداری مالی*، ۱(۴)، ۴۳-۵۸. <http://qfaj.ir/article-1-231-fa.html>

ب) انگلیسی

Abd Rahman, N. H. W., Zain, M. M., & Al-Haj, N. H. Y. Y. (2011). CSR Disclosures and Its Determinants: Evidence from Malaysian Government Link Companies. *Social Responsibility Journal*, 7(2), 181-201. <https://doi.org/10.1108/174711111111141486>

Adizes, I. (1989). How and Why Corporations Grow and Die and What To Do About It. *Corporate Life Cycle*.

- Adizes, I. (2004). *Managing Corporate Lifecycles*: The Adizes Institute Publishing.
- Almeida, H., & Campello, M. (2001). *Financial Constraints and Investment-Cash Flow Sensitivities: New Research Directions*. Paper Presented at the Twelfth Annual Utah Winter Finance Conference. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.298027>
- Anderson, J. C., & Frankle, A. W. (1980). Voluntary Social Reporting: An Iso-Beta Portfolio Analysis. *Accounting Review*, 55(3), 467-479.
- Anthony, J. H., & Ramesh, K. (1992). Association between Accounting Performance Measures and Stock Prices: A Test of the Life Cycle Hypothesis. *Journal of Accounting and Economics*, 15(2-3), 203-227. [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(92\)90018-W](https://doi.org/10.1016/0165-4101(92)90018-W)
- Aribi, Z. A., & Gao, S. (2010). Corporate Social Responsibility Disclosure: A Comparison between Islamic and Conventional Financial Institutions. *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 8(2), 72-91. <https://doi.org/10.1108/19852511011088352>
- Arikan, A. M., & Stulz, R. M. (2016). Corporate Acquisitions, Diversification, and the Firm's Life Cycle. *The Journal of Finance*, 71(1), 139-194. <https://doi.org/10.1111/jofi.12362>
- Azim, M. I., Ahmed, S., & Islam, M. S. (2009). Corporate Social Reporting Practice: Evidence from Listed Companies in Bangladesh. *Journal of Asia-Pacific Business*, 10(2), 130-145. <https://doi.org/10.1080/10599230902885556>
- Bénabou, R., & Tirole, J. (2010). Individual and Corporate Social Responsibility. *Economica*, 77(305), 1-19. <https://doi.org/10.1111/j.1468-0335.2009.00843.x>
- Berger, A. N., & Udell, G. F. (1998). The Economics of Small Business Finance: The Roles of Private Equity and Debt Markets in the Financial Growth Cycle. *Journal of Banking & Finance*, 22(6-8), 613-673. [https://doi.org/10.1016/S0378-4266\(98\)00038-7](https://doi.org/10.1016/S0378-4266(98)00038-7)
- Black, E. L. (1998). Life-Cycle Impacts on the Incremental Value-Relevance of Earnings and Cash Flow Measures. *Journal of Financial Statement Analysis*, 4(1), 40-57.
- Campbell, J. L. (2007). Why Would Corporations Behave in Socially Responsible Ways? An Institutional Theory of Corporate Social Responsibility. *Academy of Management Review*, 32(3), 946-967. <https://doi.org/10.5465/amr.2007.25275684>
- Chan, C.-Y., Chou, D.-W., & Lo, H.-C. (2017). Do Financial Constraints Matter When Firms Engage in CSR? *The North American Journal of Economics and Finance*, 39(1), 241-259. <https://doi.org/10.1016/j.najef.2016.10.009>
- Chih, H.-L., Chih, H.-H., & Chen, T.-Y. (2010). On the Determinants of Corporate Social Responsibility: International Evidence on the Financial Industry. *Journal of Business Ethics*, 93(1), 115-135. <https://doi.org/10.1007/s10551-009-0186-x>
- Chintrakarn, P., Jiraporn, P., & Treepongkaruna, S. (2021). How Do Independent Directors View Corporate Social Responsibility (CSR) during a Stressful Time? Evidence from the Financial Crisis. *International Review of Economics & Finance*, 71(1), 143-160. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2020.08.007>
- Clarkson, P. M., Fang, X., Li, Y., & Richardson, G. (2013). The Relevance of Environmental Disclosures: Are Such Disclosures Incrementally Informative? *Journal of Accounting and Public Policy*, 32(5), 410-431. <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2013.06.008>
- Cormier, D., & Magnan, M. (1999). Corporate Environmental Disclosure Strategies: Determinants, Costs and Benefits. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 14(4), 429-451. <https://doi.org/10.1177/0148558X9901400403>
- Cormier, D., Magnan, M., & Van Velthoven, B. (2005). Environmental

- Disclosure Quality in Large German Companies: Economic Incentives, Public Pressures or Institutional Conditions? *European Accounting Review*, 14(1), 3-39. <https://doi.org/10.1080/0963818042000339617>
- Dhaliwal, D. S., Li, O. Z., Tsang, A., & Yang, Y. G. (2011). Voluntary Nonfinancial Disclosure and the Cost of Equity Capital: The Initiation of Corporate Social Responsibility Reporting. *The Accounting Review*, 86(1), 59-100. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1687155>
- Doaei, M., & Gohari, E. (2021). Managerial Ability and Fraudulent Financial Reporting With Regard to the Moderating Effect of Government Affiliates Corporate and Auditor's Class. *Journal of Securities Exchange*, 13(51), 162-189.
- Dutta, S., & Nezhlobin, A. (2017). Information Disclosure, Firm Growth, and the Cost of Capital. *Journal of Financial Economics*, 123(2), 415-431. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2016.04.001>
- El Ghoul, S., Guedhami, O., Kwok, C. C., & Mishra, D. R. (2011). Does Corporate Social Responsibility Affect the Cost of Capital? *Journal of Banking & Finance*, 35(9), 2388-2406. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2011.02.007>
- Eng, L. L., & Mak, Y. T. (2003). Corporate Governance and Voluntary Disclosure. *Journal of Accounting and Public Policy*, 22(4), 325-345. [https://doi.org/10.1016/S0278-4254\(03\)00037-1](https://doi.org/10.1016/S0278-4254(03)00037-1)
- Fazzari, S., Hubbard, R. G., & Petersen, B. (1988). Investment, Financing Decisions, and Tax Policy. *The American Economic Review*, 78(2), 200-205.
- Fombrun, C. J. (1996). *Realizing Value from the Corporate Image*: Harvard Business School Press.
- Friedman, M. (2007). The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits. In *Corporate Ethics and Corporate Governance* (pp. 173-178): Springer. https://doi.org/10.1007/978-3-540-70818-6_14
- Gao, S. S., Heravi, S., & Xiao, J. Z. (2005). Determinants of Corporate Social and Environmental Reporting in Hong Kong: A Research Note. *Accounting Forum*, 29(2), 233-242. <https://doi.org/10.1016/j.accfor.2005.01.002>
- Ghazali, N. A. M. (2007). Ownership Structure and Corporate Social Responsibility Disclosure: Some Malaysian Evidence. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 7(3), 251-266. <https://doi.org/10.1108/14720700710756535>
- Gond, J.-P., & Moon, J. (2011). Corporate Social Responsibility in Retrospect and Prospect: Exploring the Life-Cycle of an Essentially Contested Concept. *ICCSR Research Paper Series*, 59, 1-40.
- Goss, A., & Roberts, G. S. (2011). The Impact of Corporate Social Responsibility on the Cost of Bank Loans. *Journal of Banking & Finance*, 35(7), 1794-1810. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2010.12.002>
- Greening, D. W., & Turban, D. B. (2000). Corporate Social Performance as a Competitive Advantage in Attracting a Quality Workforce. *Business & Society*, 39(3), 254-280. <https://doi.org/10.1177/000765030003900302>
- Hackston, D., & Milne, M. J. (1996). Some Determinants of Social and Environmental Disclosures in New Zealand Companies. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 9(1), 77-108. <https://doi.org/10.1108/09513579610109987>
- Haniffa, R. M., & Cooke, T. E. (2002). Culture, Corporate Governance and Disclosure in Malaysian Corporations. *Abacus*, 38(3), 317-349. <https://doi.org/10.1111/1467-6281.00112>
- Hasan, M. M., & Habib, A. (2017). Corporate Life Cycle, Organizational Financial

- Resources and Corporate Social Responsibility. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 13(1), 20-36. <https://doi.org/10.1016/j.jcae.2017.01.002>
- Hawn, O., Chatterji, A., & Mitchell, W. (2011). *Two Coins in One Purse? How Market Legitimacy Affects the Financial Impact of Changes in Social Legitimacy*: Duke University, The Fuqua School of Business.
- Hossain, M., & Reaz, M. (2007). The Determinants and Characteristics of Voluntary Disclosure by Indian Banking Companies. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 14(5), 274-288. <https://doi.org/10.1002/csr.154>
- Hull, C. E., & Rothenberg, S. (2008). Firm Performance: The Interactions of Corporate Social Performance with Innovation and Industry Differentiation. *Strategic Management Journal*, 29(7), 781-789. <https://doi.org/10.1002/smj.675>
- Husted, B. W., Jamali, D., & Saffar, W. (2016). Near and Dear? The Role of Location in CSR Engagement. *Strategic Management Journal*, 37(10), 2050-2070. <https://doi.org/10.1002/smj.2437>
- Ioannou, I., & Serafeim, G. (2010). *The Impact of Corporate Social Responsibility on Investment Recommendations*. Paper Presented at the Academy of Management Proceedings. <https://doi.org/10.5465/ambpp.2010.54493509>
- Irvine, P. J., Park, S. S., & Yildizhan, Ç. (2016). Customer-Base Concentration, Profitability, and the Relationship Life Cycle. *The Accounting Review*, 91(3), 883-906. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2347095>
- Kansal, M., Joshi, M., & Batra, G. S. (2014). Determinants of Corporate Social Responsibility Disclosures: Evidence from India. *Advances in Accounting*, 30(1), 217-229. <https://doi.org/10.1016/j.adiac.2014.03.009>
- Kaplan, S. N., & Zingales, L. (1997). Do Investment-Cash Flow Sensitivities Provide Useful Measures of Financing Constraints? *The Quarterly Journal of Economics*, 112(1), 169-215. <https://doi.org/10.1162/003355397555163>
- Karami, R., & Omrani, H. (2010). Life Cycle Effect on the Value Relevance of Risk Measures and Performance Measures. *Journal of Financial Accounting Research*, 2(3), 49-64.
- Khelif, H., & Souissi, M. (2010). The Determinants of Corporate Disclosure: A Meta-Analysis. *International Journal of Accounting & Information Management*, 18(3), 198-219. <https://doi.org/10.1108/18347641011068965>
- Kotonen, U. (2009). Formal Corporate Social Responsibility Reporting in Finnish Listed Companies. *Journal of Applied Accounting Research*, 10(3), 176-207. <https://doi.org/10.1108/09675420911006406>
- Kreps, D. M., & Wilson, R. (1982). Reputation and Imperfect Information. *Journal of Economic Theory*, 27(2), 253-279. [https://doi.org/10.1016/0022-0531\(82\)90030-8](https://doi.org/10.1016/0022-0531(82)90030-8)
- La Rosa, F., Liberatore, G., Mazzi, F., & Terzani, S. (2018). The Impact of Corporate Social Performance on the Cost of Debt and Access to Debt Financing for Listed European Non-Financial Firms. *European Management Journal*, 36(4), 519-529. <https://doi.org/10.1016/j.emj.2017.09.007>
- Lamont, O., Polk, C., & Saaá-Requejo, J. (2001). Financial Constraints and Stock Returns. *The Review of Financial Studies*, 14(2), 529-554.
- Lin, K. J., Tan, J., Zhao, L., & Karim, K. (2015). In the Name of Charity: Political Connections and Strategic Corporate Social Responsibility in a Transition Economy. *Journal of*

- Corporate Finance*, 32(1), 327-346. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2014.10.007>
- Malik, M. (2015). Value-Enhancing Capabilities of CSR: A Brief Review of Contemporary Literature. *Journal of Business Ethics*, 127(2), 419-438. <https://doi.org/10.1007/s10551-014-2051-9>
- Maranjory, M., & Alikhani, R. (2014). Social Responsibility Disclosure and Corporate Governance. *Journal of Accounting and Auditing Review*, 21(3), 329-348. <https://dx.doi.org/10.22059/acctgrev.2014.52385>
- McGuire, J., Dow, S., & Arghyeyd, K. (2003). CEO Incentives and Corporate Social Performance. *Journal of Business Ethics*, 45(4), 341-359. <https://doi.org/10.1023/A:1024119604363>
- McWilliams, A., & Siegel, D. (2001). Corporate Social Responsibility: A Theory of the Firm Perspective. *Academy of Management Review*, 26(1), 117-127. <https://doi.org/10.5465/amr.2001.4011987>
- Miller, D., & Friesen, P. H. (1984). A Longitudinal Study of the Corporate Life Cycle. *Management Science*, 30(10), 1161-1183. <http://dx.doi.org/10.1287/mnsc.30.10.1161>
- 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. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0)
- Oeyono, J., Samy, M., & Bampton, R. (2011). An Examination of Corporate Social Responsibility and Financial Performance. *Journal of Global Responsibility*, 2(1), 100-112. <https://doi.org/10.1108/20412561111128555>
- Osta, S., & Gheitasi, R. (2012). The Effect of Firm Life Cycle on the Discretionary Accruals. *Journal of Financial Accounting Research*, 4(1), 89-104. http://far.ui.ac.ir/article_16940.html
- Preston, L. E., & O'bannon, D. P. (1997). The Corporate Social-Financial Performance Relationship: A Typology and Analysis. *Business & Society*, 36(4), 419-429. <https://doi.org/10.1177/000765039703600406>
- Ranji Jafroodi, N., & Nasrollahi Moghaddam, P. (2020). The Impact of Perceived Social Responsibility on Emotional Commitment Based on the Mediating Role of Employee-Organization Compatibility, Organizational Identity and Perceived Organizational Support. *Quarterly Journal for Management and Development Process*, 33(3), 71-93. <http://jmdp.ir/article-1-3829-fa.html>
- Reverte, C. (2009). Determinants of Corporate Social Responsibility Disclosure Ratings by Spanish Listed Firms. *Journal of Business Ethics*, 88(2), 351-366. <https://doi.org/10.1007/s10551-008-9968-9>
- Richardson, S. (2006). Over-Investment of Free Cash Flow. *Review of Accounting Studies*, 11(2-3), 159-189. <https://ssrn.com/abstract=884229>
- Roberts, R. W. (1992). Determinants of Corporate Social Responsibility Disclosure: An Application of Stakeholder Theory. *Accounting, Organizations and Society*, 17(6), 595-612. [https://doi.org/10.1016/0361-3682\(92\)90015-K](https://doi.org/10.1016/0361-3682(92)90015-K)
- Russo, M. V., & Fouts, P. A. (1997). A Resource-Based Perspective on Corporate Environmental Performance and Profitability. *Academy of Management Journal*, 40(3), 534-559. <https://doi.org/10.5465/257052>
- Said, R., Zainuddin, Y. H., & Haron, H. (2009). The Relationship between Corporate Social Responsibility Disclosure and Corporate Governance Characteristics in

- Malaysian Public Listed Companies. *Social Responsibility Journal*, 5(2), 212-226. <https://doi.org/10.1108/17471110910964496>
- Saleh, M., Zulkifli, N., & Muhamad, R. (2010). Corporate Social Responsibility Disclosure and Its Relation on Institutional Ownership: Evidence from Public Listed Companies in Malaysia. *Managerial Auditing Journal*, 25(6), 591-613. <https://doi.org/10.1108/02686901011054881>
- Servaes, H., & Tamayo, A. (2013). The Impact of Corporate Social Responsibility on Firm Value: The Role of Customer Awareness. *Management Science*, 59(5), 1045-1061. <https://doi.org/10.1287/mnsc.1120.1630>
- Sobhani, M., Atayi, M., Memarzadeh, G., & Alborzi, M. (2021). Designing the Model of Social Responsibility for Public Organizations in Iran (Ethical-Strategic Approach). *Quarterly Journal for Management and Development Process*, 33(4), 3-28. <http://jmdp.ir/article-1-3864-en.html>
- Valentine, S., & Fleischman, G. (2008). Ethics Programs, Perceived Corporate Social Responsibility and Job Satisfaction. *Journal of Business Ethics*, 77(2), 159-172. <https://doi.org/10.1007/s10551-006-9306-z>
- Vilanova, M., Lozano, J. M., & Arenas, D. (2009). Exploring the Nature of the Relationship between CSR and Competitiveness. *Journal of Business Ethics*, 87(1), 57-69. <https://doi.org/10.1007/s10551-008-9812-2>
- Waddock, S. A., & Graves, S. B. (1997). Finding the Link between Stakeholder Relations and Quality of Management. *Journal of Investing*, 6(4), 20-24.
- Wang, M., & Chen, Y. (2017). Does Voluntary Corporate Social Performance Attract Institutional Investment? Evidence from China. *Corporate Governance: An International Review*, 25(5), 338-357. <https://doi.org/10.1111/corg.12205>
- World Business Council for Sustainable Development (1998). *Corporate Social Responsibility*. Available at www.wbcsd.org.
- Zhao, T., & Xiao, X. (2019). The Impact of Corporate Social Responsibility on Financial Constraints: Does the Life Cycle Stage of a Firm Matter? *International Review of Economics & Finance*, 63(1), 76-93. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2018.08.010>