



<https://amf.ui.ac.ir>

**Journal of Asset Management and Financing**  
E-ISSN: 2383-1189  
Vol. 12, Issue 3, No. 46, Autumn 2024, p 103-118  
Received: 25/10/2023 Accepted: 29/07/2024

## Research Paper

### The Relationship between Corporate Social Responsibility (CSR) Reporting and Financing (Bank Loans and Debt Securities)

**Azam Valizadeh Larijani** \* 

Assistant Professor, Department of Accounting, Faculty of Social Sciences and Economics, Alzahra University, Tehran, Iran  
a.valizadeh@alzahra.ac.ir

**Sarina Mafakheri Bashmagh**

M.A., Department of Accounting, Faculty of Social Sciences and Economics, Alzahra University, Tehran, Iran  
sarina3673@gmail.com

#### Abstract

A critical concern for companies is securing the necessary financial resources to conduct business operations and achieve appropriate performance. Various factors can influence a company's access to financial resources, including those that can reduce information asymmetry between the company and its creditors. Given the importance of Corporate Social Responsibility (CSR) and its significant impact on public trust in companies, the purpose of this research was to investigate the relationship between CSR reporting and financing from both the money (bank loans) and capital (debt securities) markets. The sample included 134 companies listed on the Tehran Stock Exchange (TSE) from 2014 to 2020. The results showed a positive and significant relationship between CSR reporting and the amount of financing obtained from both the capital market (through debt securities issuance) and the money market (bank loans). While past research had examined the relationship between social responsibility and debt ratio or the cost of debt, the connection between CSR and debt securities issuance had not been previously considered.

**Keywords:** Corporate Social Responsibility, CSR Reporting, Bank Loans, Debt Securities.

**JEL Classification Code:** M14; O16

#### Introduction

The Corporate Social Responsibility (CSR) report describes a company's efforts to fulfill its social and environmental obligations. Therefore, this report plays a useful role in stakeholders' decision-making (Hoi et al., 2013; Lys et al., 2015). The CSR report provides information about the company's risks, strategy, and long-term financial and non-financial performance, often presenting a broader and more comprehensive view of the company than the financial statements alone. Research has shown that companies that publish CSR reports are able to significantly reduce their agency risk (Christensen, 2016), which in turn increases the attractiveness of financing through both the money and capital markets (Liao, 2015). Given the challenges companies face in securing financing from different markets, CSR reporting may play a risk-reducing role, making financing conditions more transparent and smoother. The purpose of this study was to investigate the relationship between CSR reporting and the amount of a company's financing. In this context, financing refers to borrowing, which is limited to obtaining bank loans (money market) or issuing debt securities (capital market) for companies in the Iran's capital market.

#### Materials & Methods

The data necessary to test the research hypotheses were extracted from the financial statements, explanatory notes, board of directors' reports, and corporate disclosures available on the stock exchange website and Codal platform. The final data analysis was conducted using Eviews12 econometrics software. The study population included all companies listed on the Tehran Stock Exchange (TSE) from 2014 to 2020. The sample was selected based on the following criteria: 1) The companies listed on the TSE since the beginning of 2014 and remained listed until the end of 2020, 2) The companies' fiscal years ending in March and the fiscal year not changed during the research period (to ensure uniformity in variable measurement), 3) The companies not operating in the financial

\*Corresponding author

Valizadeh Larijani, A., & Mafakheri Bashmagh, S. (2024). Corporate social responsibility reporting and financing (bank loans and debt securities). *Journal of Asset Management and Financing*, 12 (3), 103-118.



2383-1189 © University of Isfahan

This is an open access article under the CC BY-NC-ND/4.0/ License (<https://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/4.0/>).



10.22108/amf.2024.139579.1833

intermediation sector (due to the different operational structure of this group compared to other companies), and 4) The companies not loss-making and not having accumulated losses (to exclude companies subject to special requirements under Article 141 of the Commercial Law amendment). Applying these criteria resulted in a sample of 134 companies with 1,072 observations.

### **Findings**


The results of this study indicated a significant positive relationship between CSR reporting and a company's financing from both the capital market (through debt securities issuance) and the money market (bank facilities). In other words, improving a company's CSR reporting appeared to enhance its ability to secure financing through debt issuance and bank loans.

### **Discussion & Conclusion**

The hypothesis testing results showed a significant positive relationship between CSR reporting and financing from both the money market (bank loans) and capital market (debt securities issuance). This suggested that enhanced CSR reporting could increase creditors' trust in a company by reducing information asymmetry between insiders and outsiders and subsequently lowering the company's financial risk. Therefore, company managers should recognize that while fulfilling social responsibilities may be challenging and costly initially, disclosing these actions can be viewed positively by external stakeholders. This can help increase their trust in the company and reduce its perceived risk. As a result, when banks and the Securities and Exchange Organization review a company's documents for loan approvals or debt issuance licenses, they may take a more favorable view and act with greater speed and probability of approving the financing request. In conclusion, the findings implied that improving a company's CSR reporting and disclosure practices could enhance its ability to secure financing from both the money and capital markets. This underscored the importance for company managers to prioritize CSR activities and transparently communicate their social and environmental initiatives.

## مقاله پژوهشی

# گزارشگری مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها و تأمین مالی (تسهیلات بانکی و اوراق بدهی)

اعظم ولی‌زاده لاریجانی \*

استادیار، گروه حسابداری، دانشکده علوم اجتماعی و اقتصادی، دانشگاه الزهرا (س)، تهران، ایران

a.valizadeh@alzahra.ac.ir

سارینا مفاخری باشماق

کارشناس ارشد، گروه حسابداری، دانشکده علوم اجتماعی و اقتصادی، دانشگاه الزهرا (س)، تهران، ایران

sarina3673@gmail.com

## چکیده

یکی از مهم‌ترین دغدغه‌های شرکت‌ها در فرایند کسب‌وکار، چگونگی تأمین منابع مالی لازم برای انجام فعالیت‌های شرکت و دستیابی به عملکرد مناسب است. عوامل مختلفی می‌تواند بر سهولت دسترسی شرکت‌ها به منابع مالی اثرگذار باشد که یکی از آنها عواملی است که بتواند عدم تقارن اطلاعاتی بین شرکت و اعتباردهندگان را کاهش دهد. باتوجه به اهمیت ایفای مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها و تأثیر چشمگیر آن بر اعتماد عمومی به شرکت‌ها، هدف پژوهش حاضر بررسی رابطه بین گزارشگری مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها با تأمین مالی از بازارهای پول (تسهیلات بانکی) و سرمایه (اوراق بدهی) است. روش پژوهش حاضر از نوع پژوهش‌های کاربردی و در گروه پژوهش‌های توصیفی-همبستگی است. جامعه آماری این پژوهش، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۹۳ الی ۱۴۰۰ است. براین اساس، داده‌های مربوط به ۱۳۴ شرکت از طریق رگرسیون تجزیه و تحلیل شد. نتایج پژوهش نشان داد بین گزارشگری مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها با میزان تأمین مالی از بازار سرمایه (از طریق انتشار اوراق بدهی) و میزان تأمین مالی از بازار پول (تسهیلات بانکی) رابطه مثبت معنی‌داری وجود دارد. تحقیقات گذشته در حوزه مسئولیت اجتماعی بعضاً به موضوع بررسی رابطه بین مسئولیت اجتماعی و نسبت بدهی یا هزینه بدهی پرداخته‌اند، اما تاکنون به ارتباط موضوع مذکور با تأمین مالی از محل انتشار اوراق بدهی توجه نشده است.

کلیدواژه‌ها: گزارشگری مسئولیت اجتماعی، تسهیلات بانکی، اوراق بدهی

کد طبقه‌بندی JEL: M14؛ O16

\* نویسنده مسئول

ولی‌زاده لاریجانی، اعظم، مفاخری باشماق، سارینا. (۱۴۰۳). گزارشگری مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها و تأمین مالی (تسهیلات بانکی و اوراق بدهی). مدیریت دارایی و تأمین مالی، ۱۲ (۳)، ۱۰۳-۱۱۸.



## مقدمه

تأمین منابع از مباحث مدیریتی در بنگاه‌های اقتصادی است. آگاهی مدیران مالی از شیوه‌های مختلف تأمین منابع موجب می‌شود که تداوم فعالیت شرکت‌ها امکان‌پذیر شود. ساختار مالی شرکت کمتر ضربه‌پذیر شود و انجام پروژه‌های در جریان عملیات تسهیل یابد. آگاهی از منابع مختلف تأمین مالی از چنان اهمیتی برخوردار شده است که بدون توجه به آن، سیاست‌ها و برنامه‌های تأمین مالی، کارآمد و اثربخش نخواهد بود؛ بنابراین، ضرورت دارد تا مدیران مالی شرکت‌ها به این موضوع آگاهی کامل یافته و براساس آن برنامه‌ریزی مالی مناسبی را طرح‌ریزی کنند. براساس پژوهش‌های انجام شده عوامل مختلفی می‌تواند بر تأمین مالی شرکت‌ها مؤثر باشد که یکی از آن‌ها چگونگی ارتباط شرکت با ذی‌نفعان مختلف و مسئولیت‌هایی است که به لحاظ قانونی و اجتماعی بر عهده شرکت است (Christensen, 2016; Elliott et al., 2014). براساس تعریف بانک جهانی، مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت‌ها تعهد کسب‌وکارها به رفتار اخلاقی به‌منظور توسعه پایدار اقتصادی از طریق کارکردن با همه ذی‌نفعان مرتبط با شرکت است، به‌منظور پیشرفت آن‌ها در مسیر خود از راهی که برای کسب‌وکار مناسب باشد. موضوع مسئولیت‌پذیری اجتماعی در سال‌های اخیر به موضوع بسیار مهم پژوهشی و عملیاتی تبدیل شده است. رهبران کسب و کار در دنیا، مسئولیت‌پذیری اجتماعی را عاملی مهم برای موفقیت، رشد، نوآوری و کسب مزیت رقابتی می‌بینند (Breuer & Muller, 2018).

مسئولیت اجتماعی شرکت روش‌هایی ارائه می‌کند که سازمان‌ها در فضاهای کسب‌وکار خود به آن عمل می‌کنند و پاسخگوی توقعات جامعه، انتظارات تجاری، قانونی، اخلاقی و اجتماعی آنان هستند؛ زیرا سازمان‌ها مسئولیت‌های بزرگی در زمینه اجتماعی، اقتصادی و محیطی در قبال کارکنان، سهام‌داران، مشتریان، دولت، تأمین‌کنندگان و تمامی ذی‌نفعان خود بر عهده دارند. بی‌شک چنانچه افراد، گروه‌ها، سازمان‌ها و مؤسسات مختلف جامعه، خود را در برابر رویدادها، اتفاقات و بحران‌های مختلف مسئول بدانند و هریک در حدود مسئولیت و حیطه کاری خویش در حل بحران‌های فوق تلاش کنند، بسیاری از مشکلات کاسته شده و جامعه‌ای سالم و آرام به وجود خواهد آمد؛ به‌عبارت‌دیگر، سازمان به هر نحوی که عمل کند، عملکردش بر جامعه تأثیر می‌گذارد؛ بنابراین، سازمان‌ها باید به کارهایی دست بزنند که پذیرفته‌شده از سوی جامعه و منطبق با ارزش‌های آن باشند. سازمان‌هایی که نتوانند خود را با این مهم تطبیق دهند، در عرصه عمل موفق نخواهند بود (Wang & Sarkis, 2017).

در همین راستا، گزارش مسئولیت اجتماعی شرکت، تعهدات شرکت را در حفظ ابعاد اجتماعی و زیست‌محیطی خود توصیف می‌کند. از طریق گزارش مسئولیت اجتماعی شرکت، شرکت‌ها شفافیت، یکپارچگی مدیریتی و عملکرد مالی خود را نشان می‌دهند و با این کار از اعتبار و ارزش سهام‌داران خود محافظت می‌کنند (Hoi et al., 2013; Lys et al., 2015)؛ از این رو، این گزارش در تصمیم‌گیری ذی‌نفعان نقش مفیدی ایفا می‌کند. باتوجه به اینکه گزارش مسئولیت اجتماعی اطلاعاتی را در خصوص خطرات، راهبرد و عملکرد بلندمدت شرکت در ابعاد مالی و غیرمالی در اختیار فعالان مختلف بازار سرمایه قرار می‌دهد، این گزارش در مقایسه با صورت‌های مالی، بیشتر حاوی افق‌های وسیع‌تری از شرکت است و اطلاعات گسترده‌تری را در اختیار استفاده‌کنندگان قرار می‌دهد. گزارشگری مسئولیت اجتماعی به دلایل مختلفی می‌تواند موجب کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین شرکت و اعتباردهندگان و در نتیجه منجر به سهولت دسترسی شرکت به منابع مالی شود؛ زیرا اولاً، عملکرد مناسب‌تر مسئولیت اجتماعی نشان‌دهنده روابط مناسب‌تر شرکت با ذی‌نفعان است که این امر می‌تواند احتمال رفتارهای فرصت‌طلبانه در کوتاه‌مدت و در نتیجه هزینه قراردادهای تأمین مالی را کاهش دهد؛ ثانیاً، شرکت دارای عملکرد مناسب‌تر مسئولیت اجتماعی معمولاً این‌گونه فعالیت‌های خود را به بازار افشا می‌کند تا تمایز خود را با سایر شرکت‌ها اعلام و علامت‌دهی کند. این افشا می‌تواند شفافیت در خصوص اثرات اجتماعی، محیطی و راهبری شرکت را افزایش و عدم تقارن

اطلاعاتی بین ذی‌نفعان مختلف را از جمله اعتباردهندگان و شرکت کاهش دهد که این امر به نوبه خود باعث تأمین مالی آسان‌تر شرکت می‌شود. در این خصوص، شواهد علمی بیانگر این است که شرکت‌های با سطح بیشتری از مسئولیت اجتماعی، از دسترس بهتری به بازارهای بدهی برخوردارند و توانایی بیشتری را در جذب سرمایه با شرایط مطلوب دارند (Tan et al., 2020). با وجود مزایای چشمگیر و انتشار گزارش مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها، در بسیاری از کشورها هنوز شرکت‌ها به اهمیت و مزایای آن احاطه نیافته‌اند و درصد نسبتاً کمی از شرکت‌ها به صورت داوطلبانه اقدام به انتشار این گزارش می‌کنند (Callen & Chy, 2016).

پژوهش‌های انجام شده در حوزه مسئولیت اجتماعی نشان داده است، شرکت‌هایی که اقدام به انتشار گزارش مسئولیت اجتماعی کرده‌اند، توانسته‌اند ریسک نمایندگی خود را به صورت بااهمیتی کاهش دهند (Christensen, 2016) و هر چقدر این ریسک کاهش یابد، جذابیت تأمین مالی را از طریق بازارهای پولی و سرمایه‌ای افزایش می‌دهد (Liao, 2015). افزایش گسترده مسئولیت اجتماعی به شرکت‌ها کمک می‌کند تا روابط مناسبی با ذی‌نفعان خود برقرار کنند. این امر در شرکت‌های با عملکرد مالی خوب منجر به حفظ مزیت رقابتی برای دوره‌ای طولانی‌تر و در شرکت‌های با عملکرد ضعیف منجر به خروج سریع‌تر از موقعیت‌های نامطلوب می‌شود (Choi & Wang, 2009)؛ بنابراین، به نظر می‌رسد از حیث روش‌های تأمین مالی و ضعف‌هایی که برای اجرا و مذاکره در تأمین مالی از بازارهای مختلف وجود دارد، گزارشگری مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها می‌تواند نقش کاهنده ریسک را ایفا کند تا شرایط تأمین مالی شفاف‌تر و هموارتر شود.

باتوجه به مراتب فوق، هدف از انجام این پژوهش بررسی این موضوع است که آیا بین گزارشگری مسئولیت اجتماعی شرکت با میزان تأمین مالی آن رابطه بااهمیتی وجود دارد. منظور از تأمین مالی در این پژوهش همان استقراض است که در شرکت‌های فعال در بازار سرمایه ایران محدود به دریافت تسهیلات از بازار پول و یا اخیراً انتشار اوراق بدهی در بازار سرمایه است. در ادامه این مقاله، مبانی نظری و پیشینه پژوهش ارائه و سپس فرضیات پژوهش بیان شده‌اند. پس از بیان روش پژوهش (شامل جامعه و نمونه آماری و مدل‌های استفاده‌شده)، یافته‌های پژوهش ارائه شده‌اند. در پایان نیز نتایج پژوهش و پیشنهادات مبتنی بر آن مرقوم شده است.

## مبانی نظری

تأمین مالی، هنر و علم مدیریت وجه نقد است. هدف از تأمین مالی، سرمایه‌گذاری، سودآوری، کاهش ریسک و برطرف کردن نیازهای اقتصادی و اجتماعی بنگاه است. سود ناشی از کسب و کار بنگاه، از عوامل مهم تداوم فعالیت بنگاه اقتصادی تلقی می‌شود و منبع مهمی برای تأمین مالی فعالیت‌های عملیاتی بنگاه در آینده است (Begley, 2012). از نگرانی‌های بنگاه‌های اقتصادی در جهان، تأمین منابع مطلوب مالی است. هر نوع فعالیت نیاز به منابع مالی دارد؛ از این رو، منابع مالی را به شریان حیاتی بنگاه‌های اقتصادی و سازمان‌های کوچک و بزرگ تشبیه کرده‌اند. در حقیقت، هدف اصلی از هر نوع فعالیت اقتصادی سودآوری است و کسب سود بدون وجود منابع مالی امکان‌پذیر نیست.

شرکت‌ها براساس نوع انتخاب روش تأمین منابع مالی داخلی و خارجی به دو گروه سرمایه‌ای و اهرمی طبقه‌بندی می‌شوند. یک طیف برای تأمین مالی به استفاده از سرمایه صاحبان سهام تمایل دارند که اصطلاحاً آنها را شرکت‌های سرمایه‌ای می‌گویند. طیف دیگر، شرکت‌هایی هستند که برای تأمین منابع مالی به ایجاد بدهی متمایل هستند که اصطلاحاً آنها را شرکت‌های اهرمی می‌نامند (Callen & Chy, 2016). امروزه به دلیل گستردگی و پیچیدگی فعالیت‌های تجاری و اقتصادی، شرکت‌ها ناگزیر به استفاده از منابع خارجی تأمین مالی در کنار منابع داخلی هستند. اتخاذ تصمیمات مختلف تأمین مالی جهت رفاه مالی شرکت حیاتی است، زیرا تصمیمی نادرست در رابطه با ساختار سرمایه، منجر به آشفتگی مالی و حتی

ور شکستگی می شود؛ بنابراین، منابع تأمین مالی شرکت‌ها را می‌توان به دو دسته منابع داخلی (مانند سود انباشته) و منابع بیرونی (مانند افزایش سرمایه و استقراض) طبقه‌بندی کرد. استقراض شرکت‌ها معمولاً از طریق بازار پول و دریافت تسهیلات از بانک‌ها صورت می‌پذیرد. در کنار این نوع تسهیلات، ابزارهای تأمین مالی دیگری مانند اوراق بدهی یا صکوک طراحی شده است که انتشار آنها می‌تواند منابع تأمین مالی درخور توجهی را برای شرکت‌ها به همراه داشته باشد. اوراق بدهی توافقی قراردادی است که ضمن آن قرض‌گیرنده تعهد می‌کند تا مبلغ اصل و فرع بدهی را با نرخ بهره معین و در دوره‌های زمانی مشخص به دارنده این اوراق پرداخت کند. سررسید ابزارهای بدهی تا زمانی مشخص و تا زمان پایان مدت تعهد است. اگر شرکتی اوراق بدهی منتشر کند، متعهد شده است که از محل سودهای آینده، هزینه بهره ثابتی را بپردازد. این اقدام باعث افزایش درجه ریسک و بازده سهام‌داران شرکت خواهد شد. نرخ بازده سرمایه‌گذاری شرکت باید بیش از نرخ بهره اوراق بدهی باشد تا مقدار سود هر سهم شرکت کاهش نیابد. تأمین مالی از طریق اوراق بدهی با سود ثابت باعث افزایش درجه اهرم مالی خواهد شد؛ بنابراین، تصمیم‌گیری درباره انتشار اوراق بدهی بر توانایی شرکت برای افزایش ثروت سهام‌داران اثر خواهد داشت. صکوک نیز یکی از انواع اوراق بدهی و معامله‌شونده در بازارهای مالی است که هریک از انواع آن بر پایه یکی از قراردادهای تأییدشده در اسلام طراحی شده است و دارندگان آن به صورت مشاع مالک دارایی یا مجموعه‌ای از دارایی‌ها و منافع حاصل از آنها هستند. این اوراق، امروزه جایگاه ویژه‌ای در تأمین مالی دولت‌ها و شرکت‌های خصوصی در کشورهای مختلف به‌ویژه کشورهای اسلامی پیدا کرده است و روزبه‌روز بر اهمیت آن افزوده می‌شود. ساختارهای مختلف صکوک به‌خصوص ساختارهای ترکیبی امروزه در حال طراحی است و هر روز بر تنوع ابزارهای مالی اسلامی افزوده می‌شود (Zhang, 2013).

در حال حاضر انواع صکوک شامل اوراق مشارکت، اجاره، مرابحه، سلف، منفعت، مضاربه، خرید دین، رهنی، استصناع و غیره مورد استفاده شرکت‌ها برای تأمین مالی از بازار سرمایه کشور با نظارت سازمان بورس و اوراق بهادار، استفاده می‌شود. اگرچه ضوابط و مقررات انتشار اوراق مذکور با یکدیگر تفاوت‌هایی دارد، اما روح کلی ضوابط حاکم بر انتشار آنها مشابه است. این مقررات عمدتاً پس از تأیید کمیته تخصصی فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار به تصویب هیئت‌مدیره آن سازمان رسیده و جهت اجرا به شرکت‌ها و سایر نهادهای مرتبط ابلاغ می‌شود.

نکته درخور توجه در زمان انعقاد قراردادهای بدهی این است که شرکت‌ها (اعتبارگیرندگان) در برابر فراهم‌کنندگان منابع تأمین مالی (اعتباردهندگان) از مزیت اطلاعاتی برخوردارند (Myers & Majluf, 1984). علاوه بر این، اعتباردهندگان توانایی و امکان پیش‌بینی رفتار شرکت‌ها را پس از امضای قرارداد پرداخت وام ندارند (Jenson & Meckling, 1976; Jenson 1986)؛ از این رو، این امر موجب بروز مسئله عدم تقارن اطلاعاتی و تصمیم‌گیری اعتباردهندگان مبنی بر عدم ارائه تسهیلات یا سهمیه‌بندی منابع مالی می‌شود. بی‌اطلاعی فراهم‌کنندگان منابع مالی در خصوص ریسک‌های پروژه و طرح‌های شرکت (اثر انتخاب نامناسب) و ناتوانی آنها در پیش‌بینی رفتار آینده شرکت (اثر خطر اخلاقی)، می‌تواند موجب تغییرات نرخ سود تسهیلات اعطایی شود (Houcine & Houcine, 2020; Vander et al., 2015). اطلاعات مالی و سایر گزارش‌های منتشرشده شرکت از منابع مهم اطلاعاتی برای اعتباردهندگان خصوصی (بانک‌ها) و عمومی (دارندگان اوراق بدهی) در زمان انعقاد قرارداد بدهی و پس از پرداخت تسهیلات است (Tran, 2022; Florou & Kosi, 2015; Wu & Zhang, 2014). بررسی این گزارش‌ها در زمان پرداخت تسهیلات بیشتر به‌منظور ارزیابی ریسک اعتباری شرکت، احتمال ورشکستگی آن، ارزیابی جریان‌های نقدی آتی و توانایی بازپرداخت مبلغ اصل بدهی و سودهای آن است (Vander et al., 2015).

پژوهش‌های پیشین نشان می‌دهد که تأمین مالی از طریق بدهی از بازارهای خصوصی و بازارهای عمومی، منابع رایجی است که شرکت‌ها بسته به نیازها و ویژگی‌های خود از آن استفاده می‌کنند (Muratovic-Dedic & Serdarevic, 2017; Florou & Kosi, 2015). فلورو و کوسی (Florou & Kosi, 2015) نشان دادند که در سال‌های ۲۰۰۰ و ۲۰۰۱ در کشورهای

اتحادیه اروپا اندازه بازارهای بدهی سه برابر بازارهای سهام بود. آرم‌سترانگ و همکاران (Armstrong, et al., 2010) نشان دادند که در سال ۲۰۰۶ تقریباً ۹۵ درصد وجوهی که به دست شرکت‌های آمریکایی رسیده، از طریق بازارهای بدهی بوده است؛ علاوه بر این، پژوهش‌های انجام شده نشان داده‌اند که ویژگی‌ها و مشخصه‌های شرکت‌ها می‌تواند بر انتخاب تأمین مالی آنها مؤثر باشد که از جمله این ویژگی‌ها می‌توان به اندازه شرکت، سن شرکت، صنعتی که شرکت در آن فعال است و ترکیب و ساختار دارایی‌های آن اشاره کرد (Abor, 2007; MacKay & Philip, 2005)؛ علاوه بر این، عوامل اثرگذار بر ریسک شرکت می‌تواند تأثیر چشمگیری بر تأمین مالی آن داشته باشد. یکی از این عوامل گزارشگری مسئولیت اجتماعی است که اتخاذ این راهبرد می‌تواند منجر به کاهش محدودیت‌های دسترسی به منابع مالی شرکت شود (Uyar et al., 2023). این امر از دو طریق امکان‌پذیر است: اولاً، ایفای مسئولیت اجتماعی و گزارشگری در خصوص آن بیانگر میزان تلاش شرکت در جهت مشارکت با ذی‌نفعان اثرگذار و افزایش همکاری متقابل مؤثر و ایجاد اعتماد است و در نتیجه می‌تواند هزینه‌های نمایندگی بین شرکت و ذی‌نفعان مختلف را کاهش دهد؛ به عبارت دیگر، رفع انتظارات ذی‌نفعان از طریق راهبردهای مختلف مسئولیت‌های اجتماعی احتمال بروز رفتارهای فرصت‌طلبانه مدیران مانند مدیریت سود را کاهش می‌دهد؛ بنابراین، اتخاذ راهبردهای مسئولیت اجتماعی شرکتی توسط شرکت‌ها می‌تواند به نحو چشمگیری هزینه‌های نمایندگی و عدم تقارن اطلاعاتی را کاهش دهد که این امر در حوزه تأمین مالی دسترسی شرکت به منابع مالی را بهبود می‌بخشد (Bansal & Kumar, 2021).

ثانیاً، پژوهش‌های پیشین نشان داده‌اند که شرکت‌هایی که متمرکز بر گزارشگری مسئولیت اجتماعی هستند، شفافیت خود را در خصوص اثرات محیطی و اجتماعی شان افزایش می‌دهند و این افزایش شفافیت، فاصله اطلاعاتی را بین افراد درون سازمانی و برون‌سازمانی (عدم تقارن اطلاعاتی) کاهش و در نتیجه دسترسی را به منابع مالی افزایش می‌دهد (Uyar et al., 2023).

در طی دهه گذشته، سازمان‌ها از طرف گروه‌های مختلف ذی‌نفعان شامل سهام‌داران، کارکنان، سرمایه‌گذاران، مصرف‌کنندگان و مدیران زیر فشار فزاینده‌ای برای رفتار مسئولانه اجتماعی بوده‌اند. این مطالعات شواهدی مبنی بر افزایش بازدهی سازمان‌های دارای مسئولیت اجتماعی و نیروی کار متعهدتر را فراهم می‌آورد، چرا که کارکنان از اینکه با سازمان‌هایی که دارای مسئولیت اجتماعی هستند کار کنند، احساس هويت و غرور می‌کنند (Cannon et al., 2020). فلسفه وجودی سازمان‌ها و حتی مؤسسات اقتصادی، نه تنها سود، بلکه تأمین انتظارات ذی‌نفعان اعم از داخل و خارج سازمان است؛ زیرا از این طریق است که پایداربودن سود نیز تأمین می‌شود. ضمناً انتظاراتی که جامعه در بعد اخلاقی، قانونی، اقتصادی و مصالح عمومی از سازمان‌ها دارد، این است که آنها خود را به جامعه‌ای که در آن به فعالیت می‌پردازند، متعهد بدانند. بر این اساس هنگامی که موضوع مسئولیت در زندگی اجتماعی سازمان‌ها تحلیل می‌شود، نباید تنها حقوق صاحبان سهام و مؤسسات یا حتی فقط رعایت چارچوب‌های قانونی که به اجبار باید بدان تن داد، ملاک عمل سازمان‌ها قلمداد شود، بلکه مسئول بودن باید به عنوان امری داوطلبانه و نوعی تعهد و وظیفه از سوی سازمان‌ها به شمار آید. در این صورت است که مشروعیت سازمان از ناحیه ذی‌نفعان بیرونی (ذی‌نفعان اجتماعی و غیراجتماعی، دولت و مشتریان) به پایداری می‌انجامد و منافع پایدار، ارتقای تعهد و مشارکت فعال ذی‌نفعان پیش‌بینی‌پذیر می‌شود. امروزه مسئولیت اجتماعی به مراتب فراتر از حوزه فعالیت و تأثیر خود در گذشته، که «انسان‌دوستی» بود پیش می‌رود (Chen et al., 2018). افشای مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها مشابه سایر افشاهای داوطلبانه است، اما دارای ویژگی‌های گزارشگری متفاوتی است. براساس ادبیات پیشین، بر دو ویژگی اصلی گزارشگری مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها یعنی انتشار گزارشات مستقل مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها و اطمینان بیرونی به گزارشگری مسئولیت اجتماعی تأکید شده است. در افشاهای مستقل مسئولیت اجتماعی، شرکت‌ها تمایل دارند موضوعاتی را پوشش دهند که دارای مقیاس گسترده‌تری هستند و احتمال دارد اطلاعات گسترده‌تری درباره فعالیت‌های مسئولیت اجتماعی شان ارائه دهند. همچنین اطمینان بیرونی گزارشات مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها به عنوان مکانیزمی مهم جهت افزایش



اعتبار اطلاعات افشاشده مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها و اطمینان کاربران بیرونی برای اتکا به چنین اطلاعاتی در تصمیم‌گیری‌شان استفاده می‌شود (Clarkson et al., 2019; Callen & Chy, 2016).

کمیسیون اروپا (2003) معتقد است مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت‌ها عاملی است که می‌تواند سهمی در دستیابی به هدف راهبردی «اقتصاد مبتنی بر دانش پویا و کاملاً رقابتی در جهان که قادر به دستیابی به رشد اقتصادی با شغل‌های بیشتر و همبستگی اجتماعی گسترده‌تر باشد» و راهبرد اروپایی «توسعه پایدار» داشته باشد. این کمیسیون مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها را مفهومی می‌داند که علاوه بر گزار شگری فعالیت‌های تجاری، موضوعاتی را نیز مثل مسائل زیست‌محیطی و گزار شگری اجتماعی و تعاملات شرکت با ذی‌نفعان متعدد شامل می‌شود. کمیسیون اروپا معتقد است اگرچه طبق مفهوم فوق، در حال حاضر تعداد روزافزونی از شرکت‌ها مشمول فرهنگ مسئولیت‌پذیری اجتماعی می‌شوند، ولیکن رویکردهای متفاوتی برای ارتقای مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها وجود دارد. در هر حال وجود چنین مسئولیتی از طرف همه شرکت‌ها امری پذیرفته شده است. وظیفه‌ای که در حال حاضر به صورت داوطلبانه انجام می‌شود و باعث حفظ منافع بلندمدت شرکت‌ها خواهد شد. مهم‌ترین موضوعی که این کمیسیون به آن اشاره دارد، موضوع ذی‌نفعان است. این موضوع از این امر ناشی می‌شود که نگاه دنیای امروزی به شرکت‌ها، یک نگاه کل‌نگر است. بدین معنا که مبنای نظری رویکرد نوین درباره شرکت‌ها، مبتنی بر نظریه ذی‌نفعان است. اساس این نظریه این است که شرکت‌ها بسیار بزرگ شده‌اند و تأثیر آنها بر جامعه آن‌چنان عمیق است که باید به جز سهام‌داران، به بخش‌های بیشتری از جامعه توجه کنند و پاسخگو باشند. تا جایی که عده‌ای بر این باورند که محیط‌زیست، گونه‌های جانوری و نسل‌های آینده نیز باید در زمره ذی‌نفعان گنجانده شوند. تارکر (Turker, 2009) مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت را رفتارهای شرکت با هدف ایجاد اثرات مثبت بر رفتار ذی‌نفعان تعریف کرده است که فراتر از منافع اقتصادی آن است. زو (Xu, 2018) مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت‌ها به عنوان فرایند ایجاد ثروت، ارتقای مزیت رقابتی شرکت و حداکثرکردن ارزش ثروت و منافع ایجادشده برای جامعه بیان کرده است.

برخی از پژوهشگران بر این باور هستند که افشای گزار شگری مسئولیت اجتماعی به عملکرد مالی بیشتر، ارزش بیشتر (Benlemlih, 2017) و ریسک مالی کمتر شرکت خواهد انجامید. هرچه شرکت‌ها به افشای مسئولیت اجتماعی بپردازند، مدیران از نیاز کمتری به استقراض برخوردار می‌شوند. زیرا افشای مسئولیت اجتماعی باعث سرمایه‌گذاری بیشتر سرمایه‌گذاران شده و این امر نیاز شرکت به استقراض بدهی با ریسک‌های مالی بالاتر را کمتر می‌کند (Bouslah et al., 2013).

در حوزه اثر مسئولیت اجتماعی بر وضعیت تأمین مالی شرکت‌ها تاکنون پژوهش‌های مختلفی انجام شده است. یویار و همکاران (Uyar et al., 2023) نشان دادند که عملکرد مسئولیت اجتماعی و گزار شگری در خصوص آن دسترس به منابع بدهی را تسهیل می‌کند. آنها نشان دادند که دو متغیر دارایی‌های ثابت مشهود و عملکرد شرکت به ترتیب بر رابطه مذکور به صورت منفی و مثبت تأثیر دارند. وی و همکاران (Wei et al., 2023) نشان دادند که شرکت‌ها با ایفای مسئولیت اجتماعی شرکتی از طریق کاهش ریسک سیستماتیک و از طریق افزایش اعتماد تأمین‌کنندگان منابع مالی، می‌توانند با سهولت بیشتری به منابع اعتباری دسترسی داشته باشند. یائو و همکاران (Yao et al., 2022) نشان دادند که مسئولیت‌پذیری اجتماعی سطح نوآوری شرکتی را افزایش می‌دهد و هزینه تأمین مالی از طریق بدهی این رابطه را تقویت می‌کند. تان و همکاران (Tan et al., 2020) تأثیر افشای مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها را بر تمایل ایشان به استفاده از بدهی‌های خصوصی و بدهی‌های عمومی طی سال‌های ۲۰۰۵ تا ۲۰۱۳ در بورس اوراق بهادار کشور آمریکا بررسی کردند. نتایج پژوهش نشان داده است شرکت‌هایی که امتیاز بالاتری در افشای CSR دارند، تمایل بیشتری به استفاده از بدهی عمومی در برابر بدهی خصوصی دارند. هامرونی و همکاران (Hamrouni et al., 2019) نشان دادند شرکت‌هایی که دارای امتیاز بالاتری هستند، دسترسی بهتری به منابع بدهی دارند.

<sup>1</sup> Corporate social responsibility (CSR)



لارو سا و همکاران (La Rosa et al., 2018) رابطه منفی بین عملکرد اجتماعی شرکت‌ها و نرخ بهره را نشان دادند. آنها نشان دادند که عملکرد اجتماعی شرکت نقش مثبتی در کاهش هزینه‌های بدهی دارد؛ علاوه بر این، بر اساس این پژوهش از دیدگاه اعتباردهندگان شرکت‌هایی که دارای عملکرد بهتری در حوزه‌های اجتماعی هستند، جذاب‌تر تلقی می‌شوند. شبیری و همکاران (Shiri et al., 2021) نشان می‌دهند که می‌توان گزارشگری مسئولیت اجتماعی را یک ویژگی کیفی برای شرکت و حتی ابزاری نوآورانه در نظر گرفت که بر رتبه اعتباری آن شرکت مؤثر خواهد بود. هاشمی و نجفی (Hashemi et al., 2019) نشان داده‌اند که بین مسئولیت اجتماعی و تأمین مالی رابطه مثبت و معناداری وجود دارد؛ علاوه بر این، بین مسئولیت‌های قانونی، اخلاقی، بشردوستانه و مسئولیت اقتصادی با تأمین مالی شرکت رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. پژوهش رحمانی و همکاران (Rahmani et al., 2019) حاکی از آن است که بین مسئولیت‌پذیری اجتماعی و نسبت بدهی‌های کوتاه‌مدت و بلندمدت رابطه معنی‌داری به لحاظ آماری وجود ندارد و بین مسئولیت اجتماعی و بدهی بلندمدت رابطه منفی و بین مسئولیت اجتماعی و بدهی کوتاه‌مدت رابطه مستقیم وجود دارد. نصیری و همکاران (Nasiri et al., 2018) نشان دادند که بین افزایش مسئولیت اجتماعی با هزینه سرمایه، هزینه حقوق صاحبان سهام و هزینه بدهی رابطه معنی‌داری وجود دارد. باتوجه به مطالب فوق و با عنایت به اینکه در حال حاضر دو منبع مهم استقراض برای شرکت‌های پذیرفته شده در بورس‌های بازار سرمایه ایران تسهیلات بانکی و اوراق بدهی اسلامی است، فرضیه‌های این پژوهش به شرح زیر تدوین شده است:

**فرضیه اول:** بین گزارشگری مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها با میزان تأمین مالی از بازار سرمایه (از طریق انتشار اوراق بدهی) رابطه معنی‌داری وجود دارد.

**فرضیه دوم:** بین گزارشگری مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها با میزان تأمین مالی از بازار پول رابطه معنی‌داری وجود دارد.

## روش پژوهش

داده‌های لازم برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از طریق مراجعه به صورت‌های مالی و یادداشت‌های توضیحی شرکت‌های منتخب، گزارش‌های هیئت‌مدیره و لوح‌های فشرده، پایگاه اینترنتی بورس اوراق بهادار و سایت کدال استخراج شد. تجزیه و تحلیل نهایی داده‌ها نیز به کمک نرم‌افزار اقتصادسنجی Eviews<sup>12</sup> انجام شده است. جامعه آماری این پژوهش شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۹۳ تا ۱۴۰۰ است. نمونه پژوهش با در نظر گرفتن این معیارها انتخاب شده است: نام شرکت از ابتدای سال ۱۳۹۳ در فهرست شرکت‌های بورس و اوراق بهادار تهران درج شده باشد و تا پایان سال ۱۴۰۰ از فهرست مذکور حذف نشده باشد؛ پایان سال مالی شرکت‌ها منتهی به پایان اسفند ماه باشد و شرکت در طول دوره پژوهش تغییر سال مالی نداشته باشد (به دلیل رعایت یکنواختی در اندازه‌گیری متغیرها)؛ شرکت در بخش واسطه‌گری مالی فعالیت نداشته باشد (به دلیل عملیات و ساختار متفاوت این گروه با سایر شرکت‌ها)؛ شرکت زیان‌ده نباشد و زیان انباشته نداشته باشد (به دلیل الزامات و شرایط خاص این دسته از شرکت‌ها و مشمولین ماده ۱۴۱ اصلاحیه قانون تجارت).

باتوجه به معیارهای فوق، تعداد نمونه پژوهش شامل ۱۳۴ شرکت و ۱۰۷۲ مشاهده شد.

به منظور آزمون فرضیه‌های اول و دوم به ترتیب از مدل‌های ۱ و ۲ به شرح زیر استفاده شده است (Tan et al., 2020):

(مدل ۱)

$$F - CapitalM_{it} = \alpha + \beta \times CSR_{it-1} + \gamma_1 Size_{it-1} + \gamma_2 Lev_{it-1} + \gamma_3 MTB_{it-1} + \gamma_4 Tang_{it-1} + \gamma_5 ROA_{it-1} + \gamma_6 Ret_{it-1} + \gamma_7 DFULT_{it-1} + \gamma_8 EQ_{it-1} + \varepsilon$$

(مدل ۲)

$$F - MoneyM_{it} = \alpha + \beta \times CSR_{it-1} + \gamma_1 Size_{it-1} + \gamma_2 Lev_{it-1} + \gamma_3 MTB_{it-1} + \gamma_4 Tang_{it-1} + \gamma_5 ROA_{it-1} + \gamma_6 Ret_{it-1} + \gamma_7 DFULT_{it-1} + \gamma_8 EQ_{it-1} + \varepsilon$$

که در آن‌ها  $F - CapitalM$  تأمین مالی از بازار سرمایه از طریق انتشار اوراق بدهی اسلامی است که به صورت نسبت ارزش دفتری اوراق بدهی پرداختی به جمع مبلغ بدهی شرکت، محاسبه شده است (متغیر وابسته مدل ۱).  $F - MoneyM$  تأمین مالی از بازار پولی است که به صورت نسبت ارزش دفتری تسهیلات مالی به جمع مبلغ بدهی شرکت محاسبه شده است (متغیر وابسته مدل ۲). CSR گزار شگری مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها است که برای اندازه‌گیری آن از چک‌لیست افشای مسئولیت اجتماعی شرکت در ایران (Hasssas Yeganeh & Barzegar, 2013) استفاده شده است (متغیر مستقل). این چک‌لیست مشتمل بر ۱۷ مؤلفه و ۶۰ نوع اطلاعات مرتبط با افشای مسئولیت اجتماعی است. این چک‌لیست شامل سه بعد اجتماعی، محیطی و اقتصادی مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها است (Hasssas Yeganeh & Barzegar, 2013). اگر یک قلم از افشای مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها انجام شده باشد، برای آن مقدار یک و در غیر این صورت صفر در نظر گرفته می‌شود؛ براین اساس، تعداد اقلام افشاشده به کل اقلام قابل افشا در گزارش مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها، بیانگر درصد افشای مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها برای تعیین سطح آن در هر شرکت است. خلاصه چک‌لیست افشای اطلاعات مرتبط با مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها به شرح جدول ۱ است.

هر بُعد، شاخص‌هایی دارد که اگر با مراجعه به گزارش هیئت‌مدیره درباره آن شاخص توضیحاتی افشا شده باشد، برای آن عدد ۱ و در غیر این صورت صفر در نظر گرفته می‌شود و در نهایت مجموع امتیازات هر بُعد و میانگین آن محاسبه می‌شود.

جدول (۱): چک‌لیست افشای اطلاعات مرتبط با مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها

Table (1): Checklist for disclosure of information related to corporate social responsibility

شرح/عنوان	ابعاد مؤلفه‌ها
۱. بعد اقتصادی	
۲. بعد اجتماعی	ابعاد
۳. بعد محیطی	
۱-۱. عملکرد اقتصادی	
۲-۱. حضور در بازار و منطقه مؤلفه‌های بعد اقتصادی	
۳-۱. اثرهای اقتصادی غیرمستقیم	مؤلفه‌های بعد اقتصادی
۴-۱. سرمایه‌گذاری‌های مسئولانه	
۵-۱. مالیات	
۱-۲. کار و کارکنان اشتغال و رویه‌های کار	
۲-۲. حقوق بشر	
۳-۲. زنجیره تأمین، مشتریان و مصرف‌کنندگان محصولات	
۴-۲. مشارکت و توسعه جامعه	مؤلفه‌های بعد اجتماعی
۵-۲. اخلاق کسب‌وکار/ رویه‌های عملیاتی منصفانه	
۶-۲. فساد، رشوه‌خواری و پول‌شویی	
۷-۲. رعایت و تبعیت از قوانین و مقررات مرتبط با بعد اجتماعی	
۱-۳. مواد اولیه و انرژی	
۲-۳. تنوع گونه‌های زیستی و منابع طبیعی	
۳-۳. انتشار گازها، فاضلاب‌ها و ضایعات	مؤلفه‌های بعد محیطی
۴-۳. محصولات و خدمات و اثرهای زیست‌محیطی آن	
۵-۳. رعایت قوانین و مقررات مربوط به زیست‌محیطی	

Size، اندازه شرکت است که برابر با لگاریتم طبیعی ارزش بازار حقوق صاحبان سهام شرکت در پایان سال مالی است. Lev، اهرم مالی است که از تقسیم جمع بده‌ها بر کل دارایی‌های شرکت در پایان سال مالی محاسبه می‌شود. MTB، نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری است که از تقسیم ارزش بازار حقوق صاحبان سهام شرکت به ارزش دفتری آن در پایان سال مالی بدست می‌آید. Tang، نسبت دارایی‌های ثابت مشهود است که از تقسیم ارزش دفتری دارایی‌های ثابت مشهود به مجموع دارایی‌ها حاصل شده است. ROA، بازده دارایی‌ها است که از نسبت سود خالص به مجموع دارایی‌ها حاصل می‌شود. Ret، بازده سهام است که به صورت تفاوت قیمت سهام بین دو تاریخ مجمع عمومی عادی سالیانه (از تاریخ  $X_{t-1}/0.5/0.1$  تا تاریخ  $X_{t+1}/0.4/0.3$ ) به علاوه سایر عواید ناشی از خرید سهام مانند مزایای ناشی از حق تقدم، سهام جایزه و سود نقدی سهام تقسیم بر قیمت سهام در اول دوره محاسبه می‌شود. EQ، کیفیت سود است که در این پژوهش برای محاسبه کیفیت سود از مدل جونز تعدیل شده استفاده شده است. قدرمطلق مقادیر باقی‌مانده حاصل از برآورد این مدل به شرح زیر ضرب در عدد (-1) بیانگر کیفیت سود خواهد بود.

$$TACC_{it}/(TA_{it-1}) = \beta_1 (1/(TA_{it-1})) + \beta_2 ((GREV_{it} - GREC_{it})/(TA_{it-1})) + \beta_3 (PPE_{it}/(TA_{it-1})) + \epsilon_{ij}$$

$TACC_{it}$ ، جمع اقلام تعهدی است که به صورت سود خالص منهای خالص جریان نقد عملیاتی محاسبه می‌شود.  $TA_{it-1}$ ، جمع ارزش دفتری دارایی‌های شرکت در سال  $t-1$  است.  $GREV_{it}$ ، عبارت از تغییرات درآمد فروش در مقایسه با سال گذشته است.  $GREC_{it}$ ، عبارت از تغییرات حساب‌ها و اسناد دریافتی در مقایسه با سال گذشته است.  $PPE_{it}$ ، جمع دارایی‌های ثابت مشهود شرکت در سال جاری است.  $DFULT$ ، نشان‌دهنده ورشکستگی است که برای محاسبه آن از معیار  $Z$  آلتمن استفاده می‌شود. آلتمن برای رفع انتقادات وارده به مدل خود در سال ۱۹۸۳ موفق به رفع اشکالات مدل اولیه شد و مدل جدیدی را با عنوان  $Z'$  به صورت زیر عرضه کرد:

$$Z' = 0/717X_1 + 0/847X_2 + 3/107X_3 + 0/42X_4 + 0/998X_5$$

که در آن  $Z'$  شاخص کل،  $X_1$  نسبت سرمایه در گردش به کل دارایی‌ها،  $X_2$  نسبت سود انباشته به کل دارایی‌ها،  $X_3$  نسبت سود قبل از بهره و مالیات به کل دارایی‌ها،  $X_4$  نسبت ارزش دفتری سهام شرکت به ارزش دفتری کل بدهی‌ها،  $X_5$  نسبت فروش به کل دارایی‌ها است. در این مدل هرچه  $Z'$  پایین‌تر باشد، درجه بحران مالی شرکت بیشتر است. به طوری که شرکت‌های با امتیاز  $Z'$  بالاتر از  $2/9$  وارد طبقه شرکت‌های سالم شده و با امتیاز  $Z'$  کمتر از  $1/23$  به عنوان شرکت‌های ورشکسته طبقه‌بندی می‌شوند و  $Z'$  بین این دو عدد منطقه تردید تلقی شده و ناحیه مذکور باید با احتیاط تفسیر شود. آلتمن با این مدل به ۹۴ درصد پیش‌بینی صحیح دست یافت. در این پژوهش چنانچه مقدار  $Z'$  کوچک‌تر یا مساوی  $1/23$  باشد، شرکت ورشکسته تلقی و برای این متغیر در مدل عدد ۱ در نظر گرفته می‌شود. در غیراین صورت شرکت غیرورشکسته تلقی می‌شود و برای این متغیر در مدل صفر در نظر گرفته شده است.

#### یافته‌ها

آمار توصیفی مربوط به متغیرهای پژوهش در جدول ۲ و فراوانی متغیر مجازی پژوهش (ورشکستگی) در جدول ۳ ارائه شده است. همان‌گونه که مشاهده می‌شود، متغیر وابسته پژوهش تأمین مالی از بازار سرمایه و تأمین مالی از بازار پولی است که میانگین آنها به ترتیب برابر با  $0/11$  و  $0/194$  است. متغیر مستقل پژوهش گزارشگری مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها با میانگینی برابر با  $0/392$  است. علاوه بر این، براساس مندرجات جدول ۳، از کل مشاهدات پژوهش در ۲۰۴ مشاهده شرایط ورشکستگی مشاهده شد.

جدول (۲): آمار توصیفی متغیرها

Table (2): Descriptive statistics of variables

متغیر	CSR	Size	LEV	MTB	TANG	ROA	RET	EQ	CAPITALM	MONEYM
میانگین	۰/۳۹۲	۱۵/۰۴۵	۰/۵۳۴	۵/۴۴۵	۰/۲۴۸	۰/۱۵۲	۱/۱۶۸	-۰/۱۵۰	۰/۰۰۸	۰/۲۰۰
میان	۰/۳۵۳	۱۴/۶۷۹	۰/۵۴۵	۳/۱۴۲	۰/۲۱۱	۰/۱۲۵	۰/۴۷۲	-۰/۱۰۳	۰/۰۰۰	۰/۱۴۹
بیشترین	۰/۸۲۴	۲۲/۱۴۷	۰/۹۸۷	۷۲/۹۷۲	۰/۹۶۹	۰/۶۷۳	۱۱/۵۵۴	-۰/۰۰۰۳	۰/۵۳۰	۱/۱۰۷
کمترین	۰	۱۰/۹۷۳	۰/۰۱۳	۰/۴۲۹۰	۰/۰۰۰۵	-۰/۲۹۸	-۰/۶۵۸	-۱/۸۸۱	۰	۰
انحراف معیار	۰/۱۷۲	۱/۸۵۴	۰/۱۹۶	۷/۰۸۳	۰/۱۷۱	۰/۱۵۱	۱/۸۹۱	۰/۱۷۰	۰/۰۳۸	۰/۱۸۸
چولگی	۰/۴۶۱	۰/۷۰۵	-۰/۳۱۴	۴/۱۲۷	۰/۸۹۱	۰/۷۰۴	۲/۴۶۶	-۳/۵۹۶	۷/۷۱۶	۱/۲۹۳
کشیدگی	۲/۷۳۵	۳/۲۶۳	۲/۵۶۸	۲۶/۰۳۱	۳/۴۶۱	۳/۵۵۸	۳/۲۸۷	۲۳/۲۶۴	۷۴/۴۱۷	۴/۸۴۵

جدول (۳): فراوانی متغیر مجازی

Table (3): Frequency of the dummy variable

متغیر	تعداد یک	تعداد صفر
DFULT	۲۰۴	۸۶۸

نتایج حاصل از برآورد مدل اول پژوهش به شرح جدول ۴ است.

جدول (۴): نتایج آماری آزمون مدل اول

Table (4): The results of the first model test

متغیر	ضریب	مقدار آماره t	سطح معنی داری
مقدار ثابت	-۰/۰۰۹	-۲/۷۰۰	۰/۰۰۷
CSR	۰/۰۰۳	۲/۲۳۶	۰/۰۲۶
Size	۰/۰۰۱	۶/۱۹۶	۰/۰۰۰
LEV	۰/۰۰۳	۱/۵۷۹	۰/۱۱۴
MTB	-۰/۰۰۰۲	-۰/۵۳۹	۰/۵۹۰
TANG	-۰/۰۱۴	-۷/۳۷۴	۰/۰۰۰
ROA	۰/۰۰۰۰۹۸	۰/۰۴۰	۰/۹۶۸
RET	۰/۰۰۰۴۴	۴/۱۵۰	۰/۰۰۰
DFULT	۰/۰۰۷	۰/۸۷۶	۰/۳۸۱
EQ	۰/۰۰۲	۱/۵۰۴	۰/۱۳۳
آماره F		۳/۷۶۶	
(سطح معنی داری)		(۰/۰۰۰)	
آماره دوربین و اتسون		۱/۶۴۴	
ضریب تعیین		۰/۳۶۵	
ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۲۶۸	

در بررسی معنی‌دار بودن کل مدل با توجه به اینکه مقدار احتمال آماره F از ۰/۰۱ کوچک‌تر است (۰,۰۰۰۰۰) با اطمینان ۹۹ درصد معنی‌دار بودن کل مدل تأیید می‌شود. ضریب تعیین تعدیل شده مدل گویای آن ۲۷ درصد است که متغیر وابسته تأمین مالی از بازار سرمایه توسط متغیرهای مستقل و کنترل مدل تبیین می‌شود. آماره t متغیر گزارشگری مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها (CSR\_1) برابر با ۲/۲۳۶ و سطح معناداری آن نیز ۰/۰۲۵۶ است که می‌توان نتیجه گرفت سطح معناداری این متغیر کمتر از خطای ۵ درصد (سطح اطمینان ۹۵ درصد) است. به عبارتی می‌توان بیان کرد بین گزارشگری مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها با میزان تأمین مالی از بازار سرمایه (از طریق انتشار اوراق بدهی) از نظر آماری ارتباط معناداری وجود دارد. ضریب این متغیر برابر با ۰/۰۰۳ است که نشان‌دهنده وجود رابطه مستقیم و مثبت بین گزارشگری مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها با میزان تأمین مالی از بازار سرمایه (از طریق انتشار اوراق بدهی) است؛ بنابراین، فرضیه اول پژوهش پذیرفته می‌شود. علاوه بر این، نتایج نشان داده است که بین اندازه، بازده سهام و نسبت دارایی‌های ثابت مشهود شرکت با تأمین مالی از طریق انتشار اوراق بدهی به ترتیب رابطه مثبت، مثبت و منفی معنی‌داری وجود دارد. نتایج حاصل از برآورد مدل دوم پژوهش به شرح جدول ۵ است.

جدول (۵): نتایج آماری آزمون مدل دوم پژوهش

Table (5): The results of the second model test

متغیر	ضریب	مقدار آماره t	سطح معنی‌داری
مقدار ثابت	-۰/۰۲۱	-۰/۲۱۱	۰/۸۳۳
CSR	۰/۰۷۳	۲/۰۹۲	۰/۰۳۷
Size	۰/۰۱۳	۲/۰۲۸	۰/۰۴۳
LEV	۰/۰۹۴	۱/۷۳۷	۰/۰۸۳
MTB	-۰/۰۰۰	-۰/۵۴۷	۰/۵۸۴
TANG	-۰/۰۶۵	-۱/۳۶۱	۰/۱۷۴
ROA	۰/۰۴۱	۰/۷۳۱	۰/۴۶۵
RET	-۰/۰۰۰	-۰/۰۹۷	۰/۹۲۲
DFULT	۰/۰۲۱	۰/۸۱۲	۰/۴۱۷
EQ	۰/۰۷۳	۲/۰۹۲	۰/۰۳۷
آماره F		۱۵/۶۲۸	
(سطح معنی‌داری)		(۰/۰۰۰)	
آماره دوربین واتسون		۲/۲۰۱	
ضریب تعیین		۰/۷۳۶	
ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۶۸۹	

در بررسی معنی‌دار بودن کل مدل با توجه به اینکه مقدار احتمال آماره F از ۰/۰۱ کوچک‌تر است (۰,۰۰۰) با اطمینان ۹۹ درصد معنی‌دار بودن کل مدل تأیید می‌شود. ضریب تعیین تعدیل شده مدل گویای آن حدود ۶۹ درصد است که متغیر وابسته تأمین مالی از بازار پول توسط متغیرهای مستقل و کنترل مدل تبیین می‌شود. آماره t متغیر گزارشگری مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها (CSR) برابر با ۲/۰۹۱ با سطح معناداری ۰/۰۳۶۸ است که می‌توان نتیجه گرفت سطح معناداری این متغیر کمتر از خطای ۵ درصد (سطح اطمینان ۹۵ درصد) است. به عبارتی می‌توان بیان کرد بین گزارشگری مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها با میزان تأمین مالی از بازار پول از نظر آماری رابطه معناداری وجود دارد. ضریب این متغیر برابر با ۰/۰۷۳ است که نشان‌دهنده وجود رابطه مستقیم و مثبت بین گزارشگری مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها با میزان تأمین مالی از بازار پول است؛ بنابراین، فرضیه دوم پژوهش نیز رد نمی‌شود. علاوه بر این، نتایج نشان داده است که بین اندازه شرکت و اهرم مالی با تأمین مالی از بازار پول رابطه مثبت و معنی‌داری وجود دارد.

## نتیجه گیری

همان‌گونه که پیشتر بیان شد، نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ها نشان داد که هیچ‌یک از فرضیه‌های بررسی شده در این پژوهش رد نشد. بدین معنی که بین گزارشگری مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها با میزان تأمین مالی آنها از بازار پول (تسهیلات مالی) و بازار سرمایه (انتشار اوراق بدهی) رابطه مثبت معنی‌داری وجود دارد. به عبارت دقیق‌تر، به نظر می‌رسد که بهبود گزارشگری مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها توانسته است از طریق کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین افراد درون سازمانی و برون سازمانی میزان اعتماد اعتباردهندگان به شرکت‌ها را افزایش و به دنبال آن ریسک مالی شرکت را کاهش دهد؛ از این رو، هم بانک‌ها در مقام تسهیلات‌دهنده و هم سازمان بورس در مقام نهاد ناظر بر فرایند انتشار اوراق بدهی، به چنین شرکت‌هایی بیشتر اعتماد کرده و در دسترس آنها به منابع مالی سهولت لازم را ایجاد کرده‌اند؛ بنابراین، مدیران شرکت‌ها باید این موضوع را در نظر داشته باشند که با وجود اینکه ایفای مسئولیت‌های اجتماعی شرکت ممکن است در وهله اول، کار دشوار و پرهزینه‌ای باشد، اما انجام آن و افشای اقدامات انجام‌شده در این رابطه می‌تواند از دیدگاه افراد برون سازمانی نکته مثبتی تلقی شود و موجبات جلب رضایت ایشان را فراهم کند. این موضوع در افزایش اعتماد آنها به شرکت و کاهش ریسک آن کمک چشمگیری می‌کند؛ بنابراین، بانک‌ها در زمان بررسی مدارک، مستندات و گزارش‌های مالی شرکت به منظور پرداخت اعتبار به شرکت، ریسک مالی آن را کمتر ارزیابی و با احتمال و سهولت بیشتری برای پرداخت تسهیلات به آن اقدام می‌کنند؛ علاوه بر این، سازمان بورس و اوراق بهادار که نهاد ناظر بر فرایند انتشار اوراق بدهی در بازار سرمایه است، هنگام بررسی مدارک و مستندات شرکت به منظور صدور مجوز انتشار اوراق با نگاه مثبت بیشتری به شرکت و با سرعت بیشتر موافقت خود را صادر می‌کند. این نتیجه با نتایج تان و همکاران (2020)، هامرونی و همکاران (2019) و لاروسا و همکاران (2018) مطابقت دارد. بر اساس نتایج به دست آمده در این پژوهش به مدیران شرکت‌ها توصیه می‌شود به منظور تسهیل در دسترسی به منابع مالی در بازارهای پول و سرمایه (از طریق انتشار اوراق بدهی)، سرمایه‌گذاری‌های لازم در حوزه مسئولیت اجتماعی داشته باشند و افشای مناسبی در این خصوص انجام دهند. به سازمان بورس و اوراق بهادار توصیه می‌شود به عنوان نهاد ناظر بر بازار سرمایه، به منظور تسهیل ورود منابع مالی به شرکت‌ها و در نتیجه کارایی اقتصادی کشور، ضوابط و مقررات و نیز انگیزه‌های لازم را در شرکت‌ها ایجاد کنند تا ایفای مسئولیت اجتماعی خود و گزارشگری را در این خصوص بهبود دهند. به پژوهشگران آتی نیز پیشنهاد می‌شود، پژوهش حاضر را به تفکیک هر صنعت انجام دهند؛ علاوه بر این، به نظر می‌رسد موضوعاتی چون بررسی رابطه بین کیفیت سود و تأمین مالی از بازارهای پول و سرمایه و نیز بررسی رابطه بین سازوکارهای حاکمیت شرکتی و تأمین مالی از بازارهای پول و سرمایه می‌تواند جهت انجام پژوهش‌های آتی جالب توجه باشد.

## منابع

- حساس یگانه، یحیی، و برزگر، قدرت‌اله (۱۳۹۲). ارائه مؤلفه‌ها و شاخص‌های بعد اجتماعی مسئولیت شرکت‌ها و وضعیت موجود آن در ایران. *فصلنامه مطالعات توسعه اجتماعی فرهنگی*، ۲(۱)، ۲۰۹-۲۳۴.
- رحمانی، حلیمه، جباری، حسین، و جهان‌بین، الهام (۱۳۹۸). *بررسی رابطه بین مسئولیت‌پذیری اجتماعی و نسبت بدهی‌ها در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران*. هفدهمین همایش ملی حسابداری ایران، قم.
- شیری، شهره، قاسمی، متین، و قاسمی، مصطفی (۱۴۰۰). اثر گزارشگری مسئولیت اجتماعی بر رتبه اعتباری شرکت. *فصلنامه رویکردهای پژوهشی نوین در مدیریت و حسابداری*، ۵(۱۸)، ۱۳۹-۱۵۳.
- نصیری، مجید، میرزاعلی، رامین، و نارویی، یونس (۱۳۹۷). *بررسی رابطه بین مسئولیت اجتماعی با هزینه سرمایه، هزینه بدهی و هزینه حقوق صاحبان سهام مطالعه موردی: شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران*. کنفرانس نوین پژوهش‌های نوین کاربردی در مدیریت، اصفهان.

هاشمی، سیده‌مریم، و نجفی، کریم (۱۳۹۸). بررسی رابطه بین مسئولیت اجتماعی و تأمین مالی شرکت (شرکت‌های تولیدی متوسط و بزرگ شهرهای صنعتی شهرستان مشهد). سومین کنفرانس بین‌المللی مطالعات نوین اقتصاد، مدیریت و حسابداری در ایران، تهران.

## References

- Abor, J. (2007). Debt policy and performance of SMEs: Evidence from Ghanaian and South African firms. *The Journal of Risk Finance Incorporating Balance Sheet*, 8(4), 364-379. <https://doi.org/10.1108/15265940710777315>
- Armstrong, C. S., Guay, W. R., & Weber, J. P. (2010). The role of information and financial reporting in corporate governance and debt contracting. *Journal of Accounting and Economics*, 50(2-3), 179-234. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2010.10.001>
- Bansal, M., & Kumar, V. (2021). Forcing responsibility? Examining earnings management induced by mandatory corporate social responsibility: Evidence from India. *Review of Accounting and Finance*, 20(2), 194-216. <https://doi.org/10.1108/RAF-06-2020-0151>
- Begley, T. A. (2012). Signaling, financial constraints, and performance sensitive debt. Available at SSRN, 2140217. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2140217>
- Benlemlih, M. (2017). Corporate social responsibility and firm debt maturity. *Journal of Business Ethics*, 144(3), 491-517. <https://doi.org/10.1007/s10551-015-2856-1>
- Bouslah, K., Kryzanowski, L., & M'zali, B. (2013). The impact of the dimensions of social performance on firm risk. *Journal of Banking & Finance*, 37(4), 1258-1273. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2012.12.004>
- Breuer, M., Hombach, K., & Müller, M. A. (2018). How does financial reporting regulation affect firms' banking?. *The Review of Financial Studies*, 31(4), 1265-1297. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhx123>
- Callen, J. L., & Chy, M. (2016). *Growth Opportunities, Leverage and Financial Contracting: Evidence from Exogenous Shocks to Public Spending*. University of Toronto-Rotman School of Management. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2799054>
- Cannon, J. N., Ling, Z., Wang, Q., & Watanabe, O. V. (2020). 10-K disclosure of corporate social responsibility and firms' competitive advantages. *European Accounting Review*, 29(1), 85-113. <https://doi.org/10.1080/09638180.2019.1670223>
- Chen, Y. C., Hung, M., & Wang, Y. (2018). The effect of mandatory CSR disclosure on firm profitability and social externalities: Evidence from China. *Journal of Accounting and Economics*, 65(1), 169-190. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2017.11.009>
- Choi, J., & Wang, H. (2009). Stakeholder relations and the persistence of corporate financial performance. *Strategic Management Journal*, 30(8), 895-907. <https://doi.org/10.1002/smj.759>
- Christensen, D. M. (2016). Corporate accountability reporting and high-profile misconduct. *The Accounting Review*, 91(2), 377-399. <https://doi.org/10.2308/accr-51200>
- Clarkson, P., Li, Y., Richardson, G., & Tsang, A. (2019). Causes and consequences of voluntary assurance of CSR reports: International evidence involving Dow Jones sustainability Index inclusion and firm valuation. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 32(8), 2451-2474. <https://doi.org/10.1108/AAAJ-03-2018-3424>
- Elliott, W. B., Jackson, K. E., Peecher, M. E., & White, B. J. (2014). The unintended effect of corporate social responsibility performance on investors' estimates of fundamental value. *The Accounting Review*, 89(1), 275-302. <https://doi.org/10.2308/accr-50577>
- Florou, A., & Kosi, U. (2015). Does mandatory IFRS adoption facilitate debt financing?. *Review of Accounting Studies*, 20, 1407-1456. <https://doi.org/10.1007/s11142-015-9325-z>
- Hamrouni, A., Boussaada, R., & Toumi, N. B. F. (2019). Corporate social responsibility disclosure and debt financing. *Journal of Applied Accounting Research*, 20(4), 394-415. <https://doi.org/10.1108/JAAR-01-2018-0020>
- Hashemi, S. M., & Najafi, K. (2020). *Investigating the Relationship between Social Responsibility and Corporate Financing (Medium and Large Manufacturing Companies in Industrial Cities of Mashhad County)*. Third International Conference on New Studies in Economics, Management, and Accounting in Iran, Tehran [In Persian].
- Hassas Yegane, Y., & Barzegar, G. H. (2013). Presentation of components and indicators of social responsibility of companies and their current status in Iran. *Journal of Cultural-Social Development Studies*, 2(1), 209-234 [In Persian].



- Hoi, C. K., Wu, Q., & Zhang, H. (2013). Is corporate social responsibility (CSR) associated with tax avoidance? Evidence from irresponsible CSR activities. *The Accounting Review*, 88(6), 2025–2059. <https://doi.org/10.2308/accr-50544>
- Houcine, A., & Houcine, W. (2020). Does earnings quality affect the cost of debt in a banking system? Evidence from French listed companies. *Journal of General Management*, 45(4), 183-191. <https://doi.org/10.1177/0306307020916296>
- Jensen, M. C. (1986). Agency cost of free cash flow, corporate finance, and takeovers: Corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323-329. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.99580>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- 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>
- Liao, S. (2015). Outside blockholders' monitoring of management and debt financing. *Contemporary Accounting Research*, 32(4), 1373–1404. <https://doi.org/10.1111/1911-3846.12138>
- Lys, T., Naughton, J. P., & Wang, C. (2015). Signaling through corporate accountability reporting. *Journal of Accounting and Economics*, 60(1), 56–72. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2015.03.001>
- MacKay, P., & Phillips, G. M. (2005). How does industry affect firm financial structure?. *The Review of Financial Studies*, 18(4), 1433-1466. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhi032>
- Muratovic-Dedic, A., & Serdarevic, N. (2017). Financial reporting quality and debt contracting in emerging economy. *International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences*, 7(4), 71-82. <https://doi.org/10.6007/IJARAFMS%2FV7-I4%2F3404>
- 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)
- Nasiri, M., Mirzaali, R., & Naroui, Y. (22 December, 2018). *Investigating the relationship between social responsibility and the cost of capital, debt Cost, and equity cost: A case study of companies listed on the Tehran Stock Exchange*. Conference on New Applied Research in Management, Isfahan [In Persian].
- Rahmani, H., Jabari, H., and Jahangirbin, E. (16 November, 2019). *Investigating the relationship between social responsibility and debt ratios in companies listed on the Tehran Stock Exchange*. Seventeenth National Accounting Conference of Iran, Qom [In Persian].
- Shiri, S., Ghasemi, M., and Ghasemi, M. (2021). The effect of corporate social responsibility reporting on credit rating. *New Research Approaches in Management and Accounting Journal*, 5(74), 139-153. [In Persian].
- Tan, T. A., Wang, W., Zhang, W. (2020). Corporate social responsibility (CSR) disclosure and the choice between bank debt and public debt. *American Accounting Association*, 34(1), 151–173. <https://doi.org/10.2308/acch-52631>
- Tran, L. T. H. (2022). Reporting quality and financial leverage: Are qualitative characteristics or earnings quality more important? Evidence from an emerging bank-based economy. *Research in International Business and Finance*, 60, 101578. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2021.101578>
- Turker, D. (2009). Measuring corporate social responsibility: A scale development study. *Journal of Business Ethics*, 85, 411-427. <https://doi.org/10.1007/s10551-008-9780-6>
- Uyar, A., Gerged, A. M., Kuzey, C., & Karaman, A. S. (2023). Do CSR performance and reporting facilitate access to debt financing in emerging markets? The role of asset structure and firm performance. *Review of Accounting and Finance*, 23(2), 157-185. <https://doi.org/10.1108/RAF-01-2023-0020>
- Vander B. H., De Meyere, M., & Van C. P. (2015). Financial reporting quality and the cost of debt of SMEs. *Small Business Economics*, 45, 149-164. <https://doi.org/10.1007/s11187-015-9645-1>
- Wang, Z., & Sarkis, J. (2017). Corporate social responsibility governance, outcomes, and financial performance. *Journal of Cleaner Production*, 162, 1607-1616. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2017.06.142>
- Wei, Y., Liu, Q., and Luo, J. (2023). How does corporate social responsibility have influence on firms' access to trade credit. *Accounting & Finance*, 63, 1321-1349. <https://doi.org/10.1111/acfi.13066>
- Wu, J. S., & Zhang, I. X. (2014). The adoption of internationally recognized accounting standards: Implications for the credit markets. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 29(2), 95-128. <https://doi.org/10.1177/0148558X14524420>
- Xu, Q. (2018). Kicking maturity down the road: Early refinancing and maturity management in the corporate bond market. *The Review of Financial Studies*, 31(8), 3061-3097. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhx116>
- Yao, J. J., Qi, Y. A., & Guo, B. (2022). Corporate social responsibility, debt financing cost and enterprise innovation. *Scientific Reports*, 12(1), 21909. <https://doi.org/10.1038/s41598-022-26076-3>
- Zhang, G. (2013). Accounting standards, cost of capital, resource allocation, and welfare in a large economy. *The Accounting Review*, 88(4), 1459-1488. <https://doi.org/10.2308/accr-50375>