



مجله

مدیریت بازاریابی

شماره ۵۷ - زمستان ۱۴۰۱

## مسئولیت اجتماعی و کارایی سرمایه‌گذاری: نقش تعدیلی نوع استراتژی تجاری شرکت (مورد مطالعه: شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران)

\* داریوش طهماسبی آقبلاعی

\*\* میثم فرجی

\*\*\* امیر چراغی

پذیرش: ۱۴۰۱/۷/۲۱

دریافت: ۱۴۰۱/۶/۴

### چکیده

**مقدمه:** امروزه یکی از عوامل مؤثر بر رشد و توسعه اقتصادی پایدار، سرمایه‌گذاری کارآمد است که می‌تواند برای سهام‌داران ارزش‌آفرینی کند. هدف این پژوهش بررسی رابطه بین مسئولیت اجتماعی و کارایی سرمایه‌گذاری است. **روش پژوهش:** برای آزمون فرضیه‌های تحقیق از مدل رگرسیون خطی چندگانه مبتنی بر داده‌های تابلویی استفاده شده است. **یافته‌ها:** نتایج بررسی ۱۴۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۹۴ تا ۱۴۰۰ حاکی از آن است که بین افشای اطلاعات مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها و کارایی سرمایه‌گذاری رابطه منفی و معناداری وجود دارد و در سال‌هایی که افشای اطلاعات مسئولیت اجتماعی شرکت بیشتر بوده است، سطح کارایی سرمایه‌گذاری کم‌تر است. **نتیجه‌گیری:** نتایج نشان داد که بین استراتژی تهاجمی و سرمایه‌گذاری بیش‌ازحد رابطه مثبت و معناداری وجود دارد و در سال‌هایی که شرکت استراتژی تهاجمی را انتخاب کرده است، بیش سرمایه‌گذاری در شرکت بیشتر بوده است. همچنین بین استراتژی تدافعی و کم سرمایه‌گذاری رابطه مثبت و معناداری وجود دارد و در سال‌هایی که شرکت استراتژی تدافعی را انتخاب کرده است، کم سرمایه‌گذاری در شرکت بیشتر بوده است. همچنین نتایج نشان داد که مسئولیت اجتماعی شرکتی تأثیر منفی و معناداری بر رابطه استراتژی تهاجمی با بیش سرمایه‌گذاری دارد و در سال‌هایی که افشای اطلاعات مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها بیشتر بوده است، تأثیر استراتژی تهاجمی بر بیش سرمایه‌گذاری ضعیف می‌شود. همچنین مسئولیت اجتماعی شرکت بر رابطه استراتژی تدافعی و بیش سرمایه‌گذاری تأثیر مثبت و معناداری دارد و در سال‌هایی که افشای اطلاعات مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها بیشتر بوده است، تأثیر استراتژی تدافعی بر بیش سرمایه‌گذاری تقویت می‌شود.

**واژگان کلیدی:** مسئولیت اجتماعی شرکت، کارایی سرمایه‌گذاری، استراتژی تجاری.

\* دکتری مدیریت بازرگانی، استاد مدعو دانشکده تجارت و مالیه دانشگاه تهران، (نویسنده مسئول)، پست الکترونیک: D.Tahmasebi@ut.ac.ir

\*\* کارشناسی ارشد مدیریت مالی دانشگاه تهران، تهران، ایران

\*\*\* کارشناسی ارشد MBA دانشگاه خوارزمی، تهران، ایران

## مقدمه

یکی از عوامل مؤثر بر رشد و توسعه اقتصادی پایدار، سرمایه‌گذاری کارآمد است که می‌تواند برای سهام‌داران ارزش‌آفرینی کند. سیاست‌های سرمایه‌گذاری شرکت‌ها تحت تأثیر عواملی مانند اقتصاد کلان، سیاست‌های کلان اقتصادی، بازار سرمایه و عملیات شرکتی قرار دارند. (Richardson, 2006)

طبق نظر (بیدل و همکاران، ۲۰۰۹)، کارایی سرمایه‌گذاری زمانی حاصل می‌شود که شرکت فقط در تمام پروژه‌هایی با ارزش فعلی خالص مثبت سرمایه‌گذاری کند.

به منظور سرمایه‌گذاری بهینه، واحدهای تجاری با توجه به منابع مالی و بهره‌وری منابع نیازمند به سرمایه‌گذاری در پروژه‌هایی با ارزش فعلی خالص مثبت هستند. در واقع کم سرمایه‌گذاری<sup>۱</sup> و بیش سرمایه‌گذاری نشان‌دهنده ناکارآمدی سرمایه‌گذاری است و به دلیل تضاد منافع بین مدیران و سرمایه‌گذاران رخ می‌دهد. بیش سرمایه‌گذاری منافع شخصی مدیران را به حداکثر می‌رساند اما از سوی دیگر ارزش شرکت را کاهش می‌دهد. (Myers, & Majluf, 1984)

استوتون بیان می‌کند که شرکت‌ها ترجیح می‌دهند برای حفظ انحصار، سود خود را در فعالیت‌های نوآورانه سرمایه‌گذاری کنند که در آن منابع مالی داخلی منبع کم‌هزینه‌ای برای این سرمایه‌گذاری است. (Stoughton, Wong, & Yi, 2015)

یکی از عوامل مؤثر بر کارایی سرمایه‌گذاری، مسئولیت اجتماعی است. تحقیقات در مورد بررسی رابطه بین مسئولیت اجتماعی شرکت<sup>۲</sup> بر عملکرد و ارزش متمرکز شده است. مطالعات زیادی در این زمینه انجام شده است، اما هنوز توافقی در مورد اینکه مسئولیت اجتماعی شرکتی چگونه بر عملکرد و ارزش شرکت تأثیر می‌گذارد، وجود ندارد.

(هارجوتو، ۲۰۱۷) شواهدی برای حمایت از نظریه حل تعارض ارائه می‌دهد.

تئوری حل تعارض نشان می‌دهد که تعهدات مدیران در رابطه با مسئولیت اجتماعی شرکت برای حل تعارضات بین ذینفعان متفاوت است. (Griffin, & Mahon, 1997, Margolis, & et all, 2009)

بنابراین کلید دستیابی به این امر، پاسخ علمی به این سؤال است که آیا مسئولیت اجتماعی شرکت با کارایی سرمایه‌گذاری مرتبط است یا خیر. همچنین آیا نوع

استراتژی تجاری شرکت می‌تواند بر رابطه بین مسئولیت اجتماعی شرکت و کارایی سرمایه‌گذاری تأثیر بگذارد یا خیر؟

## مبانی نظری و پیشینه پژوهش

مسئولیت اجتماعی؛ مفهومی است که به موجب آن شرکت‌ها به صورت داوطلبانه آثار محیطی و اجتماعی ناشی از عملیات تجاری خود و فعل و انفعالات آن‌ها به سهام‌داران نشان می‌دهند. به عبارت دیگر فرآیند شناسایی و پاسخ‌گویی نیازهای جامعه، اخلاق و آثار محیطی فعالیت‌های یک بنگاه اقتصادی را مسئولیت اجتماعی می‌نامند. (Deegan, & Rankin, 1996)

برخی از محققان مسئولیت اجتماعی شرکت را به عنوان فعالیت‌هایی تعریف می‌کنند که به منظور پیشرفت بعضی از اهداف اجتماعی که فراتر از اهداف مالی هستند، انجام می‌گردد. (zamanidadaneh, Esmaili, & zarie, 2021)

کارایی سرمایه‌گذاری؛ سرمایه‌گذاری در امور مختلف توسط شرکت‌ها همواره به عنوان یکی از راه‌های مهم توسعه شرکت‌ها و جلوگیری از رکود و عقب ماندگی مورد توجه بوده است. در این میان محدودیت در منابع موجب شده است که علاوه بر توسعه سرمایه‌گذاری، افزایش کارایی سرمایه‌گذاری از اهمیت فراوانی برخوردار گردد. به طور مفهومی کارایی سرمایه‌گذاری زمانی حاصل می‌شود که شرکت تنها در تمام پروژه‌های با ارزش فعلی مثبت سرمایه‌گذاری کند. البته این سناریو در صورتی سازگار است که بازار کامل باشد و هیچ یک از مسائل بازار ناقص از جمله گزینش نادرست و هزینه‌های نمایندگی وجود نداشته باشد. (chen, Ghoul, Guedhami, & Wang, 2014)

استراتژی تجاری؛ استراتژی‌ها وسیله‌ای برای برآورد کردن اهداف بلندمدت هستند. (Mohammadi, Rezaei, Asiabar, & Babaei, 2021)

آن‌ها منابع شرکت را برای بهره‌برداری از فرصت‌ها و حداقل کردن تهدیدات، تنظیم می‌کنند. به طور خلاصه می‌توان گفت استراتژی به معنای تنظیم و آرایش منابع و امکانات جهت دستیابی به پیروزی در فضای رقابتی می‌باشد. استراتژی‌های کسب‌وکار نشان می‌دهد که چگونه یک شرکت باید در صنعت خاص رقابت یا همکاری نماید و می‌تواند به شکل استراتژی‌های رقابتی یا مشارکتی یا به هر دو شکل باشد. (Zolghadr, Tahmasebi, & Zolghadr, 2019)

<sup>۲</sup>. CSR

<sup>۱</sup>. Under investment

تا بتوانند اولین قدرت را در بازار مربوطه داشته باشند. (chen, Ghoul, Guedhami, & Wang, 2014)

این استراتژی به مدیران اختیارات بیشتری می‌دهد زیرا شرکت را به عنوان یک رهبر بازار و پیرو نوآوری توصیف می‌کند. از آنجایی که شرکت‌هایی با استراتژی‌های تهاجمی به دنبال خط تولید جدید و متمایز هستند، همیشه می‌توان افشای اطلاعات مسئولیت اجتماعی را کاهش داد تا محصول جدید آن‌ها توسط رقبای شناسایی نشود. (Lin, Li, Cheng, & Lam, 2020)

از سوی دیگر، شرکت‌ها با استراتژی تدافعی، بر کارایی در تولید و توزیع کالاها و خدمات تأکید دارند و ترکیب محدودی از کالاها یا خدمات را حفظ می‌کنند. برای آن‌ها دشوار است که بر کسب مزیت رقابتی در آن بازار محدود تمرکز کنند. (He, Chen, & Hu, 2019)

شرکت‌هایی با استراتژی دفاعی اغلب محصولات مشابهی تولید می‌کنند که رقبای می‌توانند پیش‌بینی کنند، بنابراین، این شرکت‌ها تمایل بیشتری به افشای اطلاعات مسئولیت اجتماعی دارند. همچنین، این شرکت‌ها به دلیل ریسک بالا، کم‌تر به دنبال خطوط تولید جدید هستند که می‌تواند ریسک سرمایه‌گذاری کم در شرکت‌هایی با استراتژی‌های دفاعی را افزایش دهد.

(لین و همکاران، ۲۰۲۰) در مطالعه‌ای به بررسی رابطه بین مسئولیت اجتماعی شرکت و کارایی سرمایه‌گذاری پرداختند. آن‌ها نقش تعدیل‌کننده استراتژی کسب‌وکار را در شرکت‌های چینی از سال ۱۹۹۶ تا ۲۰۱۶ مورد بررسی قرار داده‌اند. نتایج تحقیقات آن‌ها نشان می‌دهد که استراتژی‌های تهاجمی و تدافعی می‌توانند با افشای اطلاعات مسئولیت اجتماعی بیشتر، سرمایه‌گذاری بیش‌ازحد را کاهش دهند.

(کاپا و همکاران، ۲۰۱۹) در مطالعه‌ای به بررسی اثر نوع استراتژی تجاری بر ساختار سرمایه در شرکت‌های ایتالیایی از سال ۲۰۱۲ تا ۲۰۱۶ پرداخت.

(رحیمی و فروغی، ۲۰۱۹) در پژوهشی به بررسی رابطه بین اجتناب مالیاتی و کارایی سرمایه‌گذاری پرداختند. بر اساس یافته‌های آن‌ها، افزایش فرار مالیاتی باعث کاهش کارایی سرمایه‌گذاری شرکت می‌شود.

(بادآور نهندی و تقی‌زاده خانقاه، ۲۰۱۳) در پژوهشی به بررسی رابطه بین عدم اطمینان مدیریتی، تأمین مالی داخلی و کارایی سرمایه‌گذاری پرداختند و نشان دادند که بین عدم اطمینان مدیریتی و تأمین مالی داخلی رابطه مثبت وجود

ارتباط مسئولیت اجتماعی، کارایی سرمایه‌گذاری و استراتژی تجاری شرکت؛ در مورد افشای اطلاعات مسئولیت اجتماعی، مباحث متناقض و فراوانی در بین محققان وجود دارد.

(فریدمن، ۱۹۷۰) اعتقاد دارد که افشای اطلاعات مسئولیت اجتماعی نوعی رفتار خودخواهانه توسط مدیریت شرکت است که به مدیریت این توانایی را می‌دهد که درک سهام‌داران از وضعیت شرکت را بهبود بخشد و در تئوری نمایندگی نیز مورد بحث قرار گرفته است. (Nirwanto, Zulaikha, & Rahardja, 2011)

تعاریف مسئولیت اجتماعی به دو گروه تعاریف چندبعدی و تعاریف مبتنی بر مفهوم بازاریابی اجتماعی تقسیم می‌شوند. (El Ghoul, Guedhami, Kwok, & Mishra, 2011)

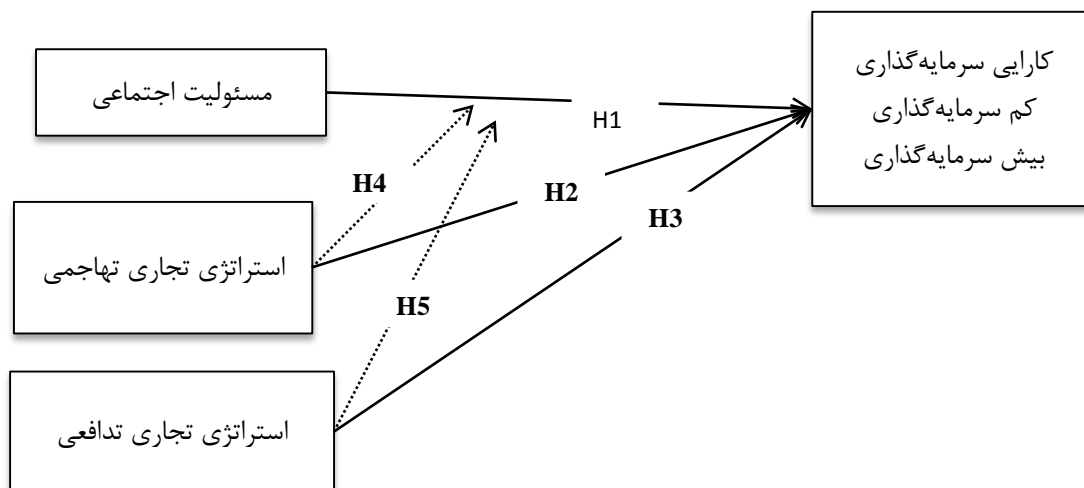
(چو و همکاران، ۲۰۱۳) بیشترین توجه را به این مقوله داشته‌اند. از نظر آن‌ها مسئولیت اجتماعی شرکتی شامل چهار بعد حقوقی، اقتصادی، اخلاقی و انسانی است.

شرکت‌ها با عملکرد مناسب تمایل بیشتری به افشای عمومی فعالیت‌های اجتماعی خود دارند. سطح بالای افشای اطلاعات عدم تقارن اطلاعاتی بین شرکت و سرمایه‌گذاران را کاهش می‌دهد که به نوبه خود ریسک را کاهش می‌دهد. مسائل مربوط به مسئولیت اجتماعی از دو منظر قابل بررسی است که پیامدهای مالی این فعالیت‌ها را منعکس می‌کند. از یک‌سو، افشای مسئولیت اجتماعی منجر به تعارض بین ذینفعان می‌شود. از سوی دیگر، دیدگاه مخالف معتقد است که سهام‌داران شرکت ادعا می‌کنند که انجام خدمات منجر به افزایش ارزش شرکت و کسب وفاداری کارکنان شرکت و بهره‌مندی از پشتیبانی مشتریان خواهد شد. (Lin, Li, Cheng, & Lam, 2020)

این مطالعه همچنین به بررسی اثر تعدیل استراتژی تجاری بر رابطه بین مسئولیت اجتماعی شرکت و کارایی سرمایه‌گذاری می‌پردازد. استراتژی پاسخ مدیران ارشد به محدودیت‌ها و فرصت‌هایی است که با آن روبرو هستند. استراتژی نحوه انطباق ظرفیت یک سازمان با فرصت‌های بازار به منظور دستیابی به اهداف کل سازمان است. شرکت‌های تهاجمی اغلب شرکت‌های نوآوری هستند که به دنبال محصولات جدید و بهره‌برداری از فرصت‌های بازار هستند. آن‌ها بخش زیادی از بودجه خود را به تحقیق، توسعه و بازاریابی اختصاص می‌دهند، علاوه بر این، طیف گسترده‌ای از محصولات را در اختیار دارند، تمایل دارند به سرعت ترکیب محصولات خود را تغییر دهند

که افشای اطلاعات مسئولیت اجتماعی انباشته شرکت را افزایش می‌دهد. با توجه به پیشینه پژوهش، فرضیه‌های زیر و مدل مفهومی پژوهش به شرح شکل شماره ۱ تدوین و مورد آزمون قرار گرفته است:

دارد. همچنین بین اعتماد بیش از حد مدیریت و میزان سرمایه‌گذاری و بیش سرمایه‌گذاری رابطه مثبت و با کم سرمایه‌گذاری رابطه منفی وجود دارد. (صفری گرایلی، ۲۰۱۷) در تحقیقی به بررسی تأثیر مسئولیت اجتماعی شرکت بر ارزش‌گذاری بازار دارایی‌های نقدی در بازار بورس تهران پرداخته و یافته‌ها نشان می‌دهد



شکل شماره ۱: مدل مفهومی

نوبین و کدال استخراج و با اطلاعات صورت‌های مالی شرکت‌ها تطبیق داده شده است. جامعه آماری در این تحقیق شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۹۴ تا ۱۴۰۰ است که برای انتخاب جامعه آماری شرایط زیر در نظر گرفته شده است:

- ۱- تاریخ پذیرش آن‌ها در بورس قبل از سال ۱۳۹۴ و تا پایان سال ۱۴۰۰ نیز در فهرست شرکت‌های بورسی باشند.
  - ۲- اطلاعات مورد نیاز آن‌ها در دسترس باشد و سهام آن‌ها مورد معامله مستمر قرار گرفته و توقف نماد نداشته باشند.
  - ۳- در طی دوره مورد بررسی تغییر سال مالی نداده باشند و پایان سال مالی آن‌ها منتهی به پایان اسفند ماه باشد.
  - ۴- به دلیل ساختار مالی متفاوت برخی مؤسسات بورسی، شرکت انتخابی جزء بانک‌ها، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، صندوق‌های سرمایه‌گذاری، لیزینگ‌ها و ... نباشد.
- با توجه به شرایط، ۱۴۰ شرکت به عنوان جامعه آماری انتخاب شد و در مجموع تعداد ۹۸۰ مشاهده (سال- شرکت) مورد آزمون قرار گرفته شده است. در این پژوهش پیرو

- ۱- بین مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها و کارایی سرمایه‌گذاری رابطه معناداری وجود دارد.
- ۲- بین استراتژی تجاری تهاجمی شرکت‌ها و بیش سرمایه‌گذاری رابطه معناداری وجود دارد.
- ۳- بین استراتژی تجاری تدافعی شرکت‌ها و کم سرمایه‌گذاری رابطه معناداری وجود دارد.
- ۴- استراتژی تجاری تهاجمی شرکت‌ها رابطه بین مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها و بیش سرمایه‌گذاری را تعدیل می‌کند.
- ۵- استراتژی تجاری تدافعی شرکت‌ها رابطه بین مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها و بیش سرمایه‌گذاری را تعدیل می‌کند.

### روش‌شناسی پژوهش

پژوهش حاضر از نوع نیمه تجربی در زمینه تحقیقات حسابداری اثباتی است. همچنین روش تحقیق استقرایی و پس‌رویدادی و روش آماری آن رگرسیون خطی چندگانه با استفاده از داده‌های ترکیبی (روش پانل) هست. اطلاعات واقعی و حسابرسی شده شرکت‌ها از نرم‌افزار سایت ره‌آورد

در ادامه تعریف عملیاتی متغیرها به شرح زیر است:

### متغیر وابسته و تعریف عملیاتی آن:

**INVEFF<sub>it</sub>**: متغیر اندازه‌گیری کارایی سرمایه‌گذاری است که در این پژوهش به پیروی از پژوهش ریچاردسون از رابطه (۶) زیر استفاده شده است. در شاخص کارایی سرمایه‌گذاری، سطح سرمایه‌گذاری فعلی شرکت با سرمایه‌گذاری مورد انتظار که حالت بهینه است، مقایسه می‌شود و تفاوت این دو به عنوان ناکارایی سرمایه‌گذاری در نظر گرفته می‌شود. سطح سرمایه‌گذاری فعلی شامل: مخارج سرمایه‌ای، هزینه‌های تحقیق و توسعه، مخارج تحصیل، منهای فروش دارایی‌ها و استهلاک دارایی مشهود و نامشهود ضربدر ۱۰۰ است که میانگین جمع دارایی‌های اول دوره استاندارد شده است (Richardson, S, 2006).

$$I_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{TOBINQ}_{it-1} + \beta_2 \text{CASH}_{it-1} + \beta_3 \text{AGE}_{it-1} + \beta_4 \text{SIZE}_{it-1} + \beta_5 \text{LEV}_{it-1} + \beta_6 \text{RETURN}_{it-1} + \beta_7 I_{it-1} + \varepsilon_{it}$$

که در آن:

$$I_{it}, Q_{it-1}, \text{CASH}_{it-1}, \text{AGE}_{it-1}, \text{SIZE}_{it-1}, \text{LEV}_{it-1}, \text{RETURN}_{it-1}, I_{it-1}$$

$\varepsilon_{it}$  به ترتیب، میزان سرمایه‌گذاری شرکت به ارزش دفتری دارایی‌ها، نسبت کیوتوبین، نسبت نگهداشت وجه نقد، سن، اندازه، اهرم مالی، نرخ بازده سهام سالانه، میزان سرمایه‌گذاری، پسماندهای مثبت و منفی شرکت در سال  $t-1$  است.

### متغیر مستقل و تعریف عملیاتی آن:

**CSR<sub>it</sub>**: مسئولیت اجتماعی شرکت که از طریق چک‌لیست مسئولیت اجتماعی، پیوست‌ها و گزارش‌های مالی و حسابرسی به دست می‌آید. یک چک‌لیست اولیه با ۴۳ نوع اطلاعات مختلف از تحقیقات (اریبی و جائو، ۲۰۱۰) اقتباس و چک‌لیست نهایی حاوی ۳۹ مورد اطلاعات زیست‌محیطی و اجتماعی تهیه گردید که عدد به دست‌آمده بین ۰ تا ۳۹ متغیر خواهد بود. متغیر تعدیل‌گر و تعریف عملیاتی آن، **STRATEGY<sub>it</sub>** نوع استراتژی کسب‌وکار (تجاری) شرکت متغیر مستقل پژوهش است که مشابه پژوهش (هایگینز و همکاران، ۲۰۱۵) محاسبه می‌شود. اگر استراتژی شرکت آینده‌نگر (تهاجمی) باشد **PROSTRA<sub>it</sub>** یک و در غیر این صورت صفر است. اگر استراتژی شرکت تدافعی باشد **DEFSTRA<sub>it</sub>** یک و در غیر این صورت صفر است.

تحقیق لین و همکاران، ۲۰۲۰ از مدل رگرسیونی طبق روابط (۵-۱) برای آزمون فرضیه‌های پژوهش استفاده خواهد شد:

### مدل (۱): مدل آزمون فرضیه اول:

$$\text{INVEFF}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{CSR}_{it} + \beta_2 \ln \text{TA}_{it} + \{\beta_3 \text{MTB}\}_{it} + \{\beta_4 \text{LEVERAGE}\}_{it} + \{\beta_5 \text{INDEPEND}\}_{it} + \{\beta_6 \text{ROA}\}_{it} + \beta_7 \text{CFO}_{it} + \beta_8 \text{AGE}_{it} + \varepsilon_{it}$$

### مدل (۲): مدل آزمون فرضیه دوم:

$$\text{OverInvest}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{Prospect}_{it} + \beta_2 \ln \text{TA}_{it} + \{\beta_3 \text{MTB}\}_{it} + \{\beta_4 \text{LEVERAGE}\}_{it} + \{\beta_5 \text{INDEPEND}\}_{it} + \{\beta_6 \text{ROA}\}_{it} + \beta_7 \text{CFO}_{it} + \beta_8 \text{AGE}_{it} + \varepsilon_{it}$$

### مدل (۳): مدل آزمون فرضیه سوم:

$$\text{UnderInvest}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{Defend}_{it} + \beta_2 \ln \text{TA}_{it} + \{\beta_3 \text{MTB}\}_{it} + \{\beta_4 \text{LEVERAGE}\}_{it} + \{\beta_5 \text{INDEPEND}\}_{it} + \{\beta_6 \text{ROA}\}_{it} + \beta_7 \text{CFO}_{it} + \beta_8 \text{AGE}_{it} + \varepsilon_{it}$$

### مدل (۴): مدل آزمون فرضیه چهارم:

$$\text{OverInvest}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{Prospect}_{it} + \beta_2 \text{CSR}_{it} + \beta_3 \{(\text{Prospect})_{it} \times \text{CSR}_{it}\} + \beta_4 \ln \text{TA}_{it} + \{\beta_5 \text{MTB}\}_{it} + \{\beta_6 \text{LEVERAGE}\}_{it} + \{\beta_7 \text{INDEPEND}\}_{it} + \{\beta_8 \text{ROA}\}_{it} + \beta_9 \text{CFO}_{it} + \beta_{10} \text{AGE}_{it} + \varepsilon_{it}$$

### مدل (۵): مدل آزمون فرضیه پنجم:

$$\text{OverInvest}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{Defend}_{it} + \beta_2 \text{CSR}_{it} + \beta_3 \{(\text{Defend})_{it} \times \text{CSR}_{it}\} + \beta_4 \ln \text{TA}_{it} + \{\beta_5 \text{MTB}\}_{it} + \{\beta_6 \text{LEVERAGE}\}_{it} + \{\beta_7 \text{INDEPEND}\}_{it} + \{\beta_8 \text{ROA}\}_{it} + \beta_9 \text{CFO}_{it} + \beta_{10} \text{AGE}_{it} + \varepsilon_{it}$$

که در آن‌ها:

$$\text{INVEFF}_{it}, \text{OverInvest}_{it}, \text{UnderInvest}_{it}, \text{Prospect}_{it}, \text{Defend}_{it}, \text{CSR}_{it}, \ln \text{TA}_{it}, \text{MTB}_{it}, \text{LEVERAGE}_{it}, \text{INDEPEND}_{it}, \text{ROA}_{it}, \text{CFO}_{it}$$

$\text{AGE}_{it}$  به ترتیب، کارایی سرمایه‌گذاری، بیش سرمایه‌گذاری، کم سرمایه‌گذاری، استراتژی تهاجمی، استراتژی تدافعی، مسئولیت اجتماعی، اندازه، نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام، اهرم مالی، استقلال هیئت مدیره، نرخ بازده دارایی‌ها، خالص وجوه نقد عملیاتی و عمر شرکت  $t$  در سال  $t$  می‌باشند.

فروش کل در ۳ سال، شدت سرمایه بر اساس میانگین سه ساله است. جدول شماره ۱ نحوه امتیازدهی نهایی برای استراتژی تجاری شرکتی را نشان می‌دهد.

معیارهای اندازه‌گیری استراتژی تجاری شرکت شامل، نسبت هزینه عمومی، درصد تغییر یک‌ساله در فروش کل، نسبت هزینه تحقیق و توسعه به فروش کل، اداری و فروش به فروش کل، انحراف معیار تعداد کارکنان، نسبت تعداد کارکنان به

جدول شماره ۱: نحوه امتیازدهی نهایی برای استراتژی تجاری شرکتی

The fifth quintet	The fourth fifth	The third fifth	The second fifth	The first five	Row
5	4	3	2	1	1
5	4	3	2	1	2
5	4	3	2	1	3
5	4	3	2	1	4
5	4	3	2	1	5
5	4	3	2	1	6
30	24	18	12	6	جمع

ترتیب از بالا به پایین در پنج گروه تقسیم می‌شوند. بدین صورت که شرکتی که در بالاترین پنجگ قرار دارد امتیاز ۵ و شرکتی که در پایین‌ترین پنجگ قرار دارد امتیاز ۱ را کسب می‌کند و بقیه شرکت‌ها متناسب با پنجگ مربوطه امتیازدهی می‌شوند. برای نسبت ششم شرکتی که در بالاترین پنجگ قرار می‌گیرد، امتیاز ۱ و شرکتی که در پایین‌ترین پنجگ قرار دارد امتیاز ۵ را کسب می‌کند. و بقیه شرکت‌ها متناسب با پنجگ مربوطه امتیازدهی می‌شوند. در مرحله آخر امتیازات به دست آمده از دو مرحله فوق با یکدیگر جمع می‌شود تا امتیاز نهایی هر شرکت به دست آید. دامنه امتیازهای ترکیبی (مجموع شش نسبت) هر شرکت طی یک سال بین ۶ تا ۳۰ خواهد شد. شرکت‌هایی که دامنه امتیاز آن‌ها بین ۶ الی ۱۲ باشد به عنوان شرکت‌های تدافعی، شرکت‌هایی که دامنه امتیاز آن‌ها بین ۱۲ الی ۲۳ باشد به عنوان شرکت‌های تحلیلی‌گر و شرکت‌هایی که مجموع امتیازشان در بازه ۲۴ الی ۳۰ باشد به عنوان شرکت‌های تهاجمی محسوب می‌شوند.

#### یافته‌ها

بر اساس آمار توصیفی پژوهش حاضر متغیر مسئولیت اجتماعی، بیشترین میزان میانگین، میانه و انحراف معیار را دارند و متغیر کارایی سرمایه‌گذاری، کم‌ترین میزان میانگین و میانه هستند. جدول شماره ۲ آمار توصیفی مربوط به هر یک از متغیرهای پژوهش حاضر را نشان می‌دهد.

استراتژی شماره ۶ معیاری معکوس است. امتیاز ۱۲-۶ بیانگر استراتژی تدافعی، امتیاز ۲۳-۱۳: بیانگر استراتژی تحلیلی گرایانه، امتیاز ۳۰-۲۴ بیانگر استراتژی آینده‌نگر (تهاجمی) است. متغیرهای کنترلی شامل:

$LnTA_{it}$ ,  $MTB_{it}$ ,  $LEVERAGE_{it}$ ,  $INDEPEND_{it}$ ,  $ROA_{it}$ ,  $CFO_{it}$ ,  $AGE_{it}$

است که به ترتیب لگاریتم طبیعی دارایی‌ها، نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام، نسبت بدهی به دارایی، نسبت تعداد اعضای مستقل هیئت مدیره به کل اعضای هیئت مدیره، نسبت سود خالص پس از کسر مالیات به ارزش دفتری دارایی‌ها، نسبت خالص وجوه نقد عملیاتی به ارزش دفتری دارایی‌ها و لگاریتم طبیعی سن شرکت  $t$  در سال  $t$  است. در این پژوهش جهت تعیین نوع استراتژی تجاری شرکت به عنوان متغیر تعدیلگر از روش اندازه‌گیری (بنتلی و همکاران، ۲۰۱۷) استفاده شده است. بر این اساس معیاری ترکیبی جهت تعیین استراتژی یک شرکت ارائه شده است. این معیار مرکب از شش ویژگی شرکت است؛ هزینه تحقیق و توسعه به کل فروش، تعداد کل کارکنان به کل فروش، نرخ رشد فروش، هزینه‌های فروش، اداری و عمومی به کل فروش، انحراف معیار تعداد کارکنان، خالص اموال، ماشین آلات و تجهیزات بر کل دارایی‌ها. جهت محاسبه شاخص نهایی، ابتدا هر شش متغیر براساس میانگین نسبت پنج سال محاسبه می‌شود. سیستم امتیازدهی بدین صورت است که ابتدا شرکت‌ها بر اساس پنج نسبت اول به

جدول شماره ۲: آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

Maximum	minimum	standard deviation	Middle	Average	symbol
0/547	0/0006	0/390	0/028	0/059	INVEFF <sub>it</sub>
29	7	5/160	15	15/143	CSR <sub>it</sub>
20/060	10/153	1/388	14/422	14/464	lnTA <sub>it</sub>
8/957	1/028	2/830	2/728	3/826	MTB <sub>it</sub>
0/986	0/175	0/208	0/652	0/653	LEVERAGE <sub>it</sub>
0/833	0/142	0/167	0/600	0/638	INDEPEND <sub>it</sub>
0/469	-0/579	0/161	0/059	0/060	ROA <sub>it</sub>
0/492	-0/133	0/132	0/085	0/098	CFO <sub>it</sub>
4/248	2/708	0/330	3/806	3/707	AGE <sub>it</sub>

کم سرمایه‌گذاری مشاهده می‌شود که ۴۲٪ مشاهدات بیش سرمایه‌گذار و ۵۸٪ مشاهدات کم سرمایه‌گذار بوده است. در بررسی متغیر استراتژی تجاری مشاهده شده که ۴٪ مشاهدات دارای استراتژی تهاجمی، ۱۲٪ دارای استراتژی تدافعی و ۸۴٪ مشاهدات دارای استراتژی تحلیل‌گر بوده است.

پارامترهای توصیفی برای هر متغیر به صورت مجزا در جدول شماره ۲ و ۳ آورده شده است. طبق جدول شماره ۲، متغیر مسئولیت اجتماعی شرکت دارای حداکثر مقدار ۲۹، حداقل مقدار ۷، میانگین ۱۵/۰۸۷، میانه ۱۵ که انحراف معیاری در حدود ۵/۲۰۳ دارد. طبق جدول شماره ۳، در بررسی متغیر بیش سرمایه‌گذاری و

جدول شماره ۳: نتایج گروه‌بندی متغیرهای مجازی پژوهش (صفر و یکی)

percent	Number	Condition	symbol
42	406	has <sub>it-1</sub>	OverInvest <sub>it</sub>
58	574	does not have-0	
100	980	Total	
58	574	has <sub>it-1</sub>	UnderInvest <sub>it</sub>
42	406	does not have-0	
100	980	Total	
4	41	has <sub>it-1</sub>	Propect <sub>it</sub>
96	939	does not have-0	
100	980	Total	
12	110	has <sub>it-1</sub>	Defend <sub>it</sub>
88	870	does not have-0	
100	980	Total	
84	829	has <sub>it-1</sub>	Analyst <sub>it</sub>
16	151	does not have-0	
100	980	Total	

برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از رگرسیون خطی چندگانه با استفاده از داده‌های ترکیبی و برای بررسی عدم وجود خودهمبستگی متغیرهای مستقل از آماره دوربین - واتسون استفاده شده است. ابتدا از طریق آزمون تورم واریانس میزان هم خطی بین متغیرهای مستقل پژوهش مورد بررسی قرار گرفت که نتایج این آزمون حاکی از عدم وجود هم خطی شدید بین متغیرهای مستقل است. نتایج این آزمون نیز بیانگر عدم وجود مشکل خود همبستگی است.

در جدول شماره ۴، ضریب متغیر مسئولیت اجتماعی شرکت ( $CSR_{it}$ ) معادل  $-۰/۰۰۰۵$  و آماره  $t$  معادل  $-۲/۳۵۸$  که در سطح  $(۰/۰۱۸)$  معنادار است و در سطح اطمینان بیش از  $۹۵\%$  تأیید می‌شود و لذا بین افشای اطلاعات مسئولیت اجتماعی شرکت و کارایی سرمایه‌گذاری ارتباط منفی و معناداری وجود دارد. به عبارتی، در سال‌هایی که افشای اطلاعات مسئولیت اجتماعی شرکت بیشتر بوده است، سطح کارایی سرمایه‌گذاری کم‌تر است.

جدول شماره ۴: نتایج آزمون فرضیه اول پژوهش

VIF	Significance level	t statistic	standard error	Coefficients	symbol
-	0/7437	0/327	0/0195	0/0063	C
1/022	0/0185	-2/358	0/0002	-0/0005	$CSR_{it}$
1/053	0/9151	0/106	0/0008	0/0000	$\ln TA_{it}$
1/097	0/1113	1/593	0/0004	0/0007	$MTB_{it}$
1/702	0/0024	-3/048	0/0089	-0/0272	$LEVERAGE_{it}$
1/058	0/0099	2/585	0/0081	0/0210	$INDEPEND_{it}$
1/002	0/0000	5/354	0/0139	0/0749	$ROA_{it}$
1/253	0/4845	-0/699	0/0110	-0/0077	$CFO_{it}$
1/082	0/0001	-4/071	0/0035	-0/0144	$AGE_{it}$
1/796	Watson camera statistics		0/259		Adjusted coefficient of determination
0/0000	The significance level of the F statistic		8/734		F statistic

در جدول شماره ۵، ضریب متغیرهای استراتژی تهاجمی (Propectit) معادل  $۰/۵۵۳$  و آماره  $Z$  معادل  $۲/۷۸۱$  که در سطح  $(۰/۰۰۵)$  معنادار است پس معناداری متغیر مستقل در سطح اطمینان بیش از  $۹۵\%$  تأیید می‌شود و لذا بین استراتژی تهاجمی و بیش سرمایه‌گذاری رابطه مثبت و معناداری وجود دارد و در سال‌هایی که شرکت استراتژی تهاجمی انتخاب کرده است، بیش سرمایه‌گذاری در شرکت بیشتر بوده است.



جدول شماره ۵: نتایج آزمون فرضیه دوم پژوهش

VIF	Significance level	Z statistic	standard error	Coefficients	symbol
-	0/537	-0/631	1/044	-0/659	C
1/018	0/005	2/781	0/198	0/553	Propect <sub>it</sub>
1/053	0/023	2/267	0/048	0/110	lnTA <sub>it</sub>
1/098	0/444	-0/765	0/024	-0/018	MTB <sub>it</sub>
1/708	0/011	-2/541	0/413	-1/051	LEVERAGE <sub>it</sub>
1/052	0/046	-1/989	0/399	-0/795	INDEPEND <sub>it</sub>
1/991	0/003	-2/921	0/005	-0/015	ROA <sub>it</sub>
1/250	0/005	2/781	0/198	0/553	CFO <sub>it</sub>
1/095	0/987	0/016	0/207	0/003	AGE <sub>it</sub>
7	Degrees of freedom		0/247		McFadden coefficient of determination
0/0006	The significance level of the LR statistic		17/456		LR statistic

تدافعی و کم سرمایه‌گذاری رابطه مثبت و معناداری وجود دارد و در سال‌هایی که شرکت استراتژی تدافعی انتخاب کرده است، کم سرمایه‌گذاری در شرکت بالاتر بوده است.

در جدول شماره ۶، ضریب متغیر استراتژی تدافعی (Defendit) معادل ۰/۰۲۶ و آماره Z معادل ۲/۹۰۸ که در سطح (۰/۰۰۳) معنادار است و معناداری متغیر مستقل در سطح اطمینان بیش از ۹۵٪ تأیید می‌شود. لذا بین استراتژی

جدول شماره ۶: نتایج آزمون فرضیه سوم پژوهش

VIF	Significance level	Z statistic	standard error	Coefficients	symbol
-	0/483	0/701	1/042	0/731	C
1/025	0/003	2/908	0/009	0/026	Defend <sub>it</sub>
1/068	0/016	-2/402	0/049	-0/118	lnTA <sub>it</sub>
1/104	0/503	0/669	0/024	0/016	MTB <sub>it</sub>
1/701	0/012	2/491	0/413	1/029	LEVERAGE <sub>it</sub>
1/051	0/044	-2/006	0/399	-0/802	INDEPEND <sub>it</sub>
1/993	0/004	-2/827	0/367	-1/038	ROA <sub>it</sub>
1/250	0/001	-3/241	0/003	-1/009	CFO <sub>it</sub>
1/087	0/995	-0/005	0/207	-0/001	AGE <sub>it</sub>
7	Degrees of freedom		0/234		McFadden coefficient of determination
0/00001	The significance level of the LR statistic		19/008		LR statistic

استراتژی تهاجمی و بیش سرمایه‌گذاری اثر منفی و معناداری دارد و در سال‌هایی که افشای اطلاعات مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها بیشتر بوده است، تأثیر استراتژی تهاجمی بر بیش سرمایه‌گذاری تضعیف می‌شود.

در جدول شماره ۷، ضریب متغیرهای استراتژی تهاجمی در مسئولیت اجتماعی ( $CSR_{it} \times Propect_{it}$ ) معادل  $-0/020$  و آماره  $Z$  معادل  $-2/943$  که در سطح  $(0/003)$  معنادار است و معناداری متغیر مستقل در سطح اطمینان بیش از  $95\%$  تأیید می‌شود لذا مسئولیت اجتماعی شرکت بر رابطه بین

جدول شماره ۷: نتایج آزمون فرضیه چهارم پژوهش

VIF	Significance level	Z statistic	standard error	Coefficients	symbol
-	0/498	-0/677	1/055	-0/715	C
1/250	0/034	2/112	0/007	0/016	Propect <sub>it</sub>
1/0650	0/042	-2/030	0/104	-0/212	CSR <sub>it</sub>
1/240	0/003	-2/943	0/006	-0/020	CSR <sub>it</sub> × Propect <sub>it</sub>
1/054	0/024	2/248	0/048	0/109	lnTA <sub>it</sub>
1/100	0/436	-0/777	0/024	-0/018	MTB <sub>it</sub>
1/712	0/010	-2/548	0/414	-1/055	LEVERAGE <sub>it</sub>
1/064	0/043	-2/020	0/402	-0/812	INDEPEND <sub>it</sub>
1/996	0/019	-2/342	0/001	-0/003	ROA <sub>it</sub>
1/256	0/000	5/323	0/030	0/162	CFO <sub>it</sub>
1/098	0/986	0/016	0/208	0/003	AGE <sub>it</sub>
9	Degrees of freedom		0/268		McFadden coefficient of determination
0/0002	The significance level of the LR statistic		17/645		LR statistic

در جدول شماره ۸، ضریب متغیرهای استراتژی تدافعی در مسئولیت اجتماعی ( $CSR_{it} \times Defend_{it}$ ) معادل  $0/088$  و آماره  $Z$  معادل  $2/094$  که در سطح  $(0/036)$  معنادار است و معناداری متغیر مستقل در سطح اطمینان بیش از  $95\%$  تأیید می‌شود لذا مسئولیت اجتماعی شرکت بر رابطه بین استراتژی تدافعی و بیش سرمایه‌گذاری اثر مثبت و معناداری دارد و در سال‌هایی که افشای اطلاعات مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها بالاتر بوده است، تأثیر استراتژی تدافعی بر بیش سرمایه‌گذاری تقویت می‌شود.

جدول شماره ۸: نتایج آزمون فرضیه پنجم پژوهش

VIF	Significance level	Z statistic	standard error	Coefficients	symbol
-	0/488	-0/692	1/053	0/729	C
1/490	0/015	-2/417	0/701	-1/695	Defend <sub>it</sub>
1/159	0/009	-2/607	0/021	-0/055	CSR <sub>it</sub>
1/591	0/036	2/094	0/042	0/088	CSRit× Defend <sub>it</sub>
1/070	0/016	2/408	0/049	0/118	lnTA <sub>it</sub>
1/106	0/529	-0/628	0/024	-0/015	MTB <sub>it</sub>
1/708	0/017	-2/386	0/414	-0/988	LEVERAGE <sub>it</sub>
1/063	0/054	-1/925	0/403	-0/777	INDEPEND <sub>it</sub>
1/995	0/000	-3/491	0/013	-0/046	ROA <sub>it</sub>
1/253	0/007	2/672	0/006	0/017	CFO <sub>it</sub>
1/087547	0/9758	0/030375	0/207779	0/006	AGE <sub>it</sub>
9	Degrees of freedom	0/257		McFadden coefficient of determination	
0/0003	The significance level of the LR statistic	23/728		LR statistic	

### بحث و نتیجه‌گیری

مسئولیت اجتماعی دارای اثرات اقتصادی، اجتماعی و زیست‌محیطی بر فعالیت‌های شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران دارد؛ بنابراین مسئولیت اجتماعی شرکت مورد مطالعه پژوهش تأثیری سامانمند بر تصمیمات و فعالیت‌های شرکت‌های مذکور را دارد. از طرف دیگر نوع استراتژی شرکت نیز در ارتباط بین مسئولیت‌پذیری اجتماعی و نحوه سرمایه‌گذاری تأثیر اساسی دارد؛ به عبارت دیگر استراتژی‌های تدافعی و آینده‌نگر، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را در معرض سطوح متفاوتی از سرمایه‌گذاری، نظارت، ریسک و پیچیدگی ذاتی و اختیارات مدیریتی قرار می‌دهد. این موضوع، نتایج مهمی برای تصمیمات سرمایه‌گذاری آن‌ها به دنبال دارد. در واقع سطح پایین اختیارات مدیریتی و نظارت دقیق‌تر و الزام به سرمایه‌گذاری کم‌تر در شرکت‌های پیرو استراتژی تدافعی منجر به تصمیمات سرمایه‌گذاری کم‌تر از حد می‌شود. از طرف دیگر، در شرکت‌های پیرو استراتژی آینده‌نگر، اختیارات مدیریتی بیشتر، نظارت سهل‌گیرانه و نیاز به سرمایه‌گذاری بیشتر منجر به تصمیمات بیش سرمایه‌گذاری می‌شود.

عدم مطابقت بین استراتژی تجاری و برنامه تشویقی بلندمدت می‌تواند تأثیر منفی بر عملکرد شرکت مورد مطالعه پژوهش حاضر داشته باشد. در حقیقت استراتژی تجاری راه را برای راه‌اندازی محصولات جدید و کشف فرصت‌های بازار تغییر می‌دهند. از این رو هدف اصلی این پژوهش، بررسی ارتباط بین مسئولیت اجتماعی شرکت و کارایی سرمایه‌گذاری با بررسی نقش تعدیلی استراتژی تجاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بود. نتایج فرضیه اول از آنجا قابل توجیه است که افشای اطلاعات مسئولیت اجتماعی منجر به بیش سرمایه‌گذاری می‌شود زیرا شرکت‌ها باید برای اجرای طرح‌های اجتماعی خود، وجوه نقد مازاد خود را سرمایه‌گذاری نمایند که این می‌تواند منجر به بیش سرمایه‌گذاری و کاهش کارایی سرمایه‌گذاری شود لذا بین افشای اطلاعات مسئولیت اجتماعی شرکت و کارایی سرمایه‌گذاری ارتباط منفی و معناداری وجود دارد. این نتیجه نتایج با پژوهش هی و چن (He, Chen, & Hu, 2019) مطابقت دارد.

نتایج فرضیه دوم نشان داد که بین استراتژی تهاجمی و بیش سرمایه‌گذاری رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. شرکت‌هایی با استراتژی تهاجمی اغلب به دنبال استثمار فرصت‌های بازار

سرمایه‌گذاری شرکت نیز توجه ویژه داشته باشند و در سال‌هایی که بیش سرمایه‌گذاری در سازمان رخ داده است، بر نقش استراتژی تجاری تهاجمی نظارت بیشتری داشته باشد. همچنین بر اثرات نامطلوب انتخاب استراتژی تدافعی بر کارایی سرمایه‌گذاری‌ها توجه داشته باشند. به علاوه به آن‌ها پیشنهاد می‌شود در راستای ارزیابی سرمایه‌گذاری‌های شرکت، بر نقش افشای اطلاعات مسئولیت اجتماعی در انتخاب نوع استراتژی نظارت کافی داشته باشند چون می‌تواند بر احتمال بیش سرمایه‌گذاری در سازمان اثرگذار باشد.

محصولات جدید بوده و شرکت‌های نوآورانه‌ای هستند. این سرمایه‌گذاری‌ها همواره کارا نیست و شرکت ممکن است شکست بخورد و بیش سرمایه‌گذاری بیشتر شود. نتایج با پژوهش (کاپا و همکاران، ۲۰۱۷) مطابقت دارد.

نتایج فرضیه سوم نشان داد که بین استراتژی تدافعی و کم سرمایه‌گذاری رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. این نتیجه از آنجا قابل توجیه است که شرکت‌های دارای استراتژی تدافعی غالباً محصولات مشابه و یکسانی تولید می‌کنند که توسط رقبا قابل پیش‌بینی است، این شرکت‌ها کم‌تر به دنبال خطوط تولید جدید به دلیل ریسک بالا هستند که این می‌تواند خطر سرمایه‌گذاری کم‌تر از حد را در شرکت‌های دارای استراتژی تدافعی افزایش دهد. نتایج با پژوهش (بادآور نهندی و تقی‌زاده خانقاه، ۲۰۱۳) مطابقت دارد.

نتایج فرضیه چهارم نشان داد که مسئولیت اجتماعی شرکت بر رابطه بین استراتژی تهاجمی و بیش سرمایه‌گذاری اثر منفی و معناداری دارد. این نتیجه از آنجا قابل توجیه است که در سال‌هایی که افشای اطلاعات مسئولیت اجتماعی بیشتر است، شرکت‌ها تمایل کم‌تری به انتخاب استراتژی تهاجمی دارند زیرا این کار باعث آگاه شدن رقبا از استراتژی جدید شرکت می‌شود. لذا در سال‌هایی که مسئولیت اجتماعی شرکت بیشتر است، احتمال انتخاب استراتژی تهاجمی کم‌تر شده و بیش سرمایه‌گذاری پایین‌تر است. نتایج با پژوهش لین و همکاران، ۲۰۲۰) مطابقت دارد.

نتایج فرضیه پنجم نشان داد که مسئولیت اجتماعی شرکت بر رابطه بین استراتژی تدافعی و بیش سرمایه‌گذاری اثر مثبت و معناداری دارد. شرکت‌های پیرو استراتژی تدافعی بیشتر سعی دارند تا از امکانات فعلی در راستای حداکثرسازی تولید استفاده نمایند و چندین محصول تولید می‌کنند و لذا احتمال کم سرمایه‌گذاری بالاتر است و شرکت تمایل کم‌تری برای افشای اطلاعات مسئولیت اجتماعی نیز دارد. نتایج با پژوهش (صفری گرایلی، ۲۰۱۷) مطابقت دارد.

در راستای نتایج به دست آمده به مدیران و اعضای هیئت مدیره پیشنهاد می‌شود که در سال‌هایی که شرکت افشای اطلاعات مسئولیت اجتماعی بالاتری داشته است، کارایی سرمایه‌گذاری کم‌تر بوده است. همچنین پیشنهاد می‌شود در انتخاب نوع استراتژی تجاری، بر اثرات آن در تصمیمات

- Aribi, A. & GAO, S. (2010). "Corporate social responsibility disclosure", *Journal of Financial Reporting and Accounting*, Vol. 8(2), PP. 72-91.
- Badavar Nahandi, Y. & Taghizadeh Khanqaeh, V. (2013). "The relationship between management overconfidence, internal financing and investment efficiency", *Journal of Accounting Knowledge*, Vol. 2(11), PP. 209-238. (In Persia)
- Biddle G, C., Hilary, G. & Verdi R, S. (2009). "How does Financial Reporting Quality Improve Investment Efficiency?", *Journal of Accounting And Economics*, Vol. 48, PP. 112-131.
- Bentley-Goode, K.A., Newton, N.J. & Thompson, A.M. (2017). "Business Strategy, Internal Control over Financial Reporting, and Audit Reporting Quality", *AUDITING: A Journal of Practice & Theory*, Vol. 36(4), PP. 49-69.
- Cappa, F., Cetrini, G. & Oriani, R. (2019). "The impact of corporate strategy on capital structure: evidence from Italian listed firms", *The Quarterly Review of Economics and Finance*, Vol. 22(4), PP. 115-140.
- Chen, G., Crossland, C. & Luo, S. (2015). "Making the same mistake all over again: CEO overconfidence and corporate resistance to corrective feedback", *Strategic Management Journal*, Vol. 36(10), PP. 1513-1535.
- Chen, R.E., Ghoul, S., Guedhami, O. & Wang, H. (2014). "Do state and foreign ownership affect investment efficiency? Evidence from privatizations", *Journal of Corporate Finance*, Available online, doi: 10.1016/j.jcorpfin.2014.09.001.
- Chintrakarn, P., Jiraporn, P., Sakr, S. & Lee, S.M. (2016). "Do co-opted directors mitigate managerial myopia? Evidence from R&D investments", *Finance Research Letters*, Vol. 17, PP. 285-289.
- Cho, S.Y., Lee, C. & Pfeiffer Jr, R.J. (2013). "Corporate social responsibility performance and information asymmetry", *J. Account. Public Policy*, Vol. 32, PP. 71-83.
- Canyon, M.J. & He, L. (2017). "Firm performance and boardroom gender diversity: A quantile regression approach", *Journal of Business Research*, Vol. 79, PP. 198-211.
- Darabi, R. & zareie, A. (2017). "Impact of overconfidence management on the crash risk of stock price: Emphasizing on the mediating role of accounting conservatism", *Empirical Research of financial accounting*, Vol. 4(1), PP. 121-139. (In Persian)
- Deegan, C. & Rankin, M. (1996). "Do Australian companies report environmental news objectively? An analysis of environmental disclosures by firms prosecuted successfully by the Environmental Protection Authority", *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, Vol. 9(2), PP. 50-67.

- Delshad, A. & Sadeqi Sharif, S.J. (2018). "Investigating the reaction of capital market on managerial myopia in companies listed on Tehran Stock Exchange", *Financial Research Journal*, Vol. 20(2), PP. 91-106. (In Persian)
- Demerjian, P., Lev, B. & McVay, S. (2012). "Quantifying managerial ability: A new measure and validity tests", *Management science*, Vol. 58(7), PP. 1229-1248.
- El Ghouli, S., Guedhami, O., Kwok, C. & Mishra, D. "Does corporate social responsibility affect the cost of capital?", *J. Bank. Financ*, Vol. 35, PP. 2388-2406.
- Elmagrhi, M.H., Ntim, C.G., Malagila, J., Fosu, S. & Tunyi, A.A. (2018). "Trustee board diversity, governance mechanisms, capital structure and performance in UK charities", *Corporate Governance: The international journal of business in society*, Vol. 18(2), PP. 1-36.
- Friedman, M. (1970). "The Social Responsibility of Business is to increase its profits", *Corporate Ethics and Corporate Governance*, PP. 173-178.
- Griffin, J. & Mahon, J. (1997). "The Corporate Social Performance and Corporate Financial Performance Debate: Twenty-Five Years of Incomparable Research", *Business & Society*, Vol. 36(5), PP. 5-31.
- Harjoto, M.A. (2017). "Corporate social responsibility and degrees of operating and financial leverage", *Review of Quantitative Finance and Accounting*, Vol. 49(2), PP. 487-513.
- He, Y., Chen, C. & Hu, Y. (2019). "Managerial overconfidence, internal financing, and investment efficiency: Evidence from China", *Research in International Business and Finance*, Vol. 16(8), PP. 110-132.
- Higgins, D., Omer, T. & Phillips, J.D. (2015). "The Influence of a Firm's Business Strategy on its Tax Aggressiveness", *Contemporary Accounting Research*, Vol. 32(2), PP. 674-702.
- Jensen, M.C. & Meckling, W.H. (1976). "Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, Vol. 3(4), PP. 305-360.
- Lin, Y., Li, Y., Cheng, T. & Lam, K. (2020). "Corporate social responsibility and investment efficiency: Does business strategy matter?", *Journal Pre-proof*, <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2020.101585>.
- Margolis, J.D., Elfenbein, H.A. & Walsh, J.P. (2009). "Does it pay to Be Good... And does it Matter? A Meta-Analysis of the Relationship between Corporate Social and Financial Performance", *SSRN Electronic Journal*.
- Mohammadi, A., Rezaei Asiabar, B. & Babaei, S. (2021). "The role of focusing on innovation strategies in enhancing the commercialization of products and services in small to medium enterprises", *Journal of Marketing Management*, Vol. 53(16), PP. 35-50. (In Persia)
- 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*, Vol. 13(2), PP. 187-221.

Nirwanto, M., Zulaikha, L. & Rahardja, H. (2011). "Corporate social responsibility disclosure and its relation on institutional ownership: Evidence from public listed companies in Malaysia 2008-2010", *Managerial Auditing Journal*, Vol. 22, PP. 100-124.

Rahimi, A. & Foroughi, A. (2019). "Examining the effect of tax avoidance on investment efficiency", *Journal of Accounting Knowledge*, Vol. 11(2), PP. 239-364. (In Persia)

Richardson, S. (2006). "Over-investment of free cash flow", *Rev. Acc. Stud*, Vol. 11, PP. 159-189.

Safari Graili, M. (2017). "Social responsibility and market valuation of the company's cash holding", *Financial Management Strategy*, Vol. 6(1), PP. 163-183. (In Persia)

Stoughton, N., Wong, K. & Yi, L. (2015). "Investment Efficiency and ProductMarketCompetition", *Journal of Financial Economics*, Vol. 25, PP. 325-360.

Zolghadr. H., Tahmasebi. D. & Zolghadr, A. (2019). "Presenting the development of the domestic market of the shoe industry", *Strategic Management Studies Quarterly*, Vol. 11(42), PP. 37-58. (In Persia)

Zamanidadaneh, S., Esmaili, M. & Zarie, A. (2021). "The Impact of Club Social Responsibility on Brand Supportive Behavior with the Mediating Role of Attitude and Positively Moral Positive Fans", *Jounal of Marketing Management*, Vol. 16(50), PP. 79-95. (In Persia)

## **Social Responsibility and Investment Efficiency: The Moderating Role of the Type of Business Strategy of the Company (Case Study: Companies Listed On the Tehran Stock Exchange)**

**\* Dariush Tahmasebi Aghbelaghi**

**\*\* Meisam Faraji**

**\*\*\* Amir Cheraghi**

### **Abstract**

**Introduction:** Today, one of the effective factors for sustainable economic growth and development is efficient investment that can create value for shareholders. The purpose of this research is to investigate the relationship between social responsibility and investment efficiency.

**Methods:** To test the research hypotheses, a multiple linear regression model based on panel data has been used.

**Results:** The results of a survey of 140 companies listed on the Tehran Stock Exchange during the period 2013 to 2021 indicate that there is a negative and significant relationship between disclosure of corporate social responsibility information and investment efficiency, and in the years when disclosure of corporate social responsibility information is more The level of investment efficiency has been lower.

**Conclusion:** The results showed that there is a positive and significant relationship between aggressive strategy and over-investment and in the years that the company has chosen an offensive strategy, there has been more investment in the company. There is also a positive and significant relationship between defensive strategy and low investment, and in the years that the company has chosen a defensive strategy, there has been less investment in the company. The results also showed that corporate social responsibility has a negative and significant effect on the relationship between aggressive strategy and over-investment and in years when the disclosure of corporate social responsibility information has been more, the impact of aggressive strategy on over-investment is weak. In addition, corporate social responsibility has a positive and significant effect on the relationship between defensive strategy and over-investment, and in years when the disclosure of corporate social responsibility information has been more, the effect of defensive strategy on over-investment is strengthened.

**Key Words:** Corporate social responsibility, investment efficiency, business strategy.

---

\* Ph.D. in business administration, visiting professor, faculty of commerce and finance, University of Tehran, (corresponding author), Email: D.Tahmasebi@ut.ac.ir

\*\* Master of Financial Management, University of Tehran, Tehran, Iran

\*\*\* Master of MBA, Kharazmi University, Tehran, Iran