



رابطه بین هزینه سرمایه سهام و مسئولیت‌پذیری اجتماعی با بررسی تأثیر اندازه شرکت، ریسک بازار و بازده دارایی در بورس اوراق بهادار تهران

محسن حمیدیان^۱

علی کیانی‌فر^۲

الناز سبزه‌ئی^۳

سعید شاه‌آبادی^۴

تاریخ دریافت مقاله: ۱۴۰۳/۰۹/۱۱ تاریخ پذیرش مقاله: ۱۴۰۳/۱۰/۱۵

چکیده

این پژوهش با هدف تحلیل رابطه بین هزینه سرمایه سهام و مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت‌ها با کنترل اثرات متغیرهای اندازه شرکت، ریسک بازار و بازده خالص دارایی‌ها انجام شده است. پژوهش از نوع هدف کاربردی و به لحاظ ماهیت توصیفی-همبستگی است و برای جمع‌آوری داده‌ها از نرم‌افزار ره‌آورد نوین و سایت رسمی سازمان بورس اوراق بهادار تهران استفاده شده است. نمونه‌گیری به روش حذفی در میان ۲۰۳ شرکت به مدت ۴ سال (۱۳۹۹ تا ۱۴۰۲) انجام شده و ۹۸۳ مشاهده مورد تحلیل قرار گرفته است و برای تحلیل داده‌ها از آزمون‌های F، لیم و مدل رگرسیون استفاده گردید است. نتایج نشان می‌دهد که بین هزینه سرمایه سهام و مسئولیت‌پذیری اجتماعی رابطه منفی و معناداری وجود دارد. همچنین، نتایج نشان می‌دهد که اندازه شرکت و بازده خالص دارایی‌ها تأثیر منفی بر هزینه سرمایه دارند، درحالی‌که ریسک بازار تأثیر مثبت و معناداری بر هزینه سرمایه سهام دارد. این یافته‌ها به مدیران شرکت‌ها توصیه می‌کند که توجه به مسئولیت‌پذیری اجتماعی می‌تواند به کاهش هزینه‌های تأمین مالی کمک کند و به سرمایه‌گذاران نیز پیشنهاد می‌شود که شرکت‌های با عملکرد قوی در زمینه CSR را در اولویت سرمایه‌گذاری‌های خود قرار دهند.

کلمات کلیدی

هزینه سرمایه سهام، مسئولیت اجتماعی شرکت، اندازه شرکت، ریسک بازار، بازده خالص دارایی‌ها

۱- گروه حسابداری، واحد تهران جنوب، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران. m_hamidian@azad.ac.ir (نویسنده مسئول)

۲- گروه مالی، واحد تهران جنوب، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران. st_a_kianifar@azad.ac.ir

۳- گروه مالی، واحد تهران جنوب، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران. elnaz_sabzei@yahoo.com

۴- گروه مالی، واحد یزد، دانشگاه آزاد اسلامی، یزد، ایران. sa1988sh@yahoo.com

مقدمه

مفهوم "مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها" در زمره مفاهیم اخلاق کسب‌وکار مطرح است و به نقشی که شرکت‌ها در حوزه اجتماعی بر عهده‌دارند مربوط می‌شود. سازمان‌های سرآمد به‌عنوان سازمان‌هایی پاسخگو، برای شفافیت و پاسخگویی به ذینفعان خود در قبال عملکردشان، روشی بسیار اخلاقی در پیش می‌گیرند. این سازمان‌ها حساسیت و توجهی ویژه به پاسخگویی اجتماعی و حفظ ثبات زیست‌محیطی سازمان در حال و آینده دارند و این دیدگاه را ترویج می‌کنند. مسئولیت اجتماعی ارزش‌های این سازمان‌ها بیان‌شده است. آن‌ها از طریق مراوده باز با ذینفعان، انتظارات و مقررات محلی و جهانی را درک و رعایت کرده و از آن فراتر می‌روند (فغانی مکرانی و همکاران، ۱۳۹۵).

هزینه سرمایه نشان‌دهنده بازدهی است که یک شرکت باید به آن دست یابد تا هزینه‌یک پروژه سرمایه‌ای را توجیه کند، مانند خرید تجهیزات جدید یا ساخت یک ساختمان جدید. این اصطلاح توسط تحلیلگران و سرمایه‌گذاران استفاده می‌شود و همیشه مبین ارزیابی این موضوع است که آیا یک تصمیم پیش‌بینی‌شده می‌تواند با هزینه آن توجیه شود یا خیر. سرمایه‌گذاران همچنین ممکن است از این اصطلاح برای اشاره به ارزیابی بازده بالقوه یک سرمایه‌گذاری در رابطه با هزینه و خطرات آن استفاده کنند.

بیان مساله

در دنیای کسب‌وکار امروز، مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت‌ها (CSR) به‌عنوان یکی از عوامل کلیدی در موفقیت بلندمدت شرکت‌ها شناخته می‌شود. این مفهوم به تعهد شرکت‌ها نسبت به ایجاد تأثیرات مثبت اجتماعی و محیط‌زیستی در کنار بهبود عملکرد مالی اشاره دارد. در این میان، هزینه سرمایه یکی از معیارهای مهم در تصمیم‌گیری‌های مالی شرکت‌ها است. هزینه سرمایه، نرخ بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاران برای تأمین مالی شرکت‌ها را نشان می‌دهد و به‌طور مستقیم بر استراتژی‌های سرمایه‌گذاری و عملکرد شرکت تأثیر می‌گذارد.

درحالی‌که حداکثرکردن ارزش برای سهامداران هنوز هم مهم‌ترین هدف شرکت‌ها در سرتاسر جهان می‌باشد، افزایش فعالیت‌های اجتماعی و ظهور انتظارات جدید و تقاضای ذی‌نفعان، شرکت‌ها را برآن داشته که در کنار تمرکز بر نتایج و عملکرد مالی و معیارهای مالی کوتاه‌مدت، سایر جنبه‌ها از جمله مسئولیت اجتماعی را به‌عنوان معیاری برای سنجش موفقیت و ارزیابی عملکردشان مورد توجه قرار دهند و بر اثرات بلندمدت اقتصادی، محیطی، اجتماعی و ارزش‌افزوده تمرکز کنند. (امیرحسینی و همکاران، ۱۳۹۵)

رابطه بین هزینه سرمایه سهام و مسئولیت پذیری اجتماعی.../حمیدیان، کیانی فر، سبزهئی و شاه آبادی

از طرفی هزینه سرمایه سهام، بازدهی است که یک شرکت برای تصمیم‌گیری در مورد اینکه آیا سرمایه‌گذاری الزامات بازگشت سرمایه را برآورده می‌کند، به آن نیاز دارد. شرکت‌ها اغلب از آن به عنوان آستانه بودجه‌بندی سرمایه برای نرخ بازده موردنیاز استفاده می‌کنند. هزینه سرمایه سهام شرکت نشان‌دهنده گرامتی است که بازار در ازای مالکیت دارایی و تحمل ریسک مالکیت می‌خواهد. هزینه سرمایه سهام به تخصیص ارزش به سرمایه‌گذاری سهام کمک می‌کند. بازده نظری دارایی را اندازه‌گیری می‌کند تا اطمینان حاصل شود که با ریسک سرمایه‌گذاری متناسب است. همچنین آستانه بازگشتی است که شرکت‌ها برای تعیین اینکه آیا پروژه سرمایه‌ای می‌تواند ادامه یابد یا خیر، از آن استفاده می‌کنند. سرمایه‌گذاران از هزینه سرمایه سهام استفاده می‌کنند تا مطمئن شوند که به اندازه کافی برای ریسک مالی که متعهد می‌شوند، پاداش دریافت می‌کنند. (مائو، ۲۰۱۲)

در بازارهای سرمایه نوظهور مانند بورس اوراق بهادار تهران که با چالش‌های متعددی از جمله نوسانات اقتصادی و عدم شفافیت اطلاعاتی مواجه هستند، بررسی رابطه بین هزینه سرمایه و مسئولیت‌پذیری اجتماعی اهمیت ویژه‌ای دارد. این پژوهش به دنبال پاسخ به این پرسش است که آیا در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس تهران، میان هزینه سرمایه سهام و مسئولیت‌پذیری اجتماعی رابطه معناداری وجود دارد؟ در صورت وجود چنین رابطه‌ای، این یافته‌ها می‌تواند به سرمایه‌گذاران و مدیران شرکت‌ها در اتخاذ تصمیمات مالی بهتر و استراتژیک‌تر کمک کند.

مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

هزینه‌ی سرمایه

مفهوم هزینه سرمایه در پژوهش‌های مالی و حسابداری از بالاترین اهمیت برخوردار است و مکرراً در ارزیابی‌های صرف ریسک سهام، تعیین ارزش شرکت و بودجه‌بندی سرمایه‌ای و فعالیت مربوط به مدیریت سرمایه‌گذاری کاربرد دارد. هزینه سرمایه ضمنی، هزینه تأمین مالی بلندمدت شرکت‌ها است. واحدهای اقتصادی از طریق بدهی‌ها و حقوق صاحبان سهام منابع مالی را تأمین می‌کنند و آن‌ها را در دارایی‌ها به کار می‌گیرند. مفهوم هزینه سرمایه درواقع حداقل نرخ بازدهی است که شرکت بایستی به دست آورد تا بازده موردنظر سرمایه‌گذاران فراهم شود و ارزش بازار سهام حفظ گردد. بنابراین مدیریت برای حفظ ارزش واحد اقتصادی باید تالش کند بازده پیش‌بینی شده را دستکم به سطح هزینه سرمایه برساند. برآورد هزینه سرمایه، از موضوعات اصلی مربوط به تصمیمات سرمایه‌گذاری است که توسط شرکت‌ها یا سهامداران به منظور ارزش‌گذاری و همچنین ارزیابی فرصت‌های سرمایه‌گذاری مورد استفاده قرار می‌گیرد. اقتصاددانان مالی در پاسخ به محدودیت‌های موجود در تعیین هزینه سرمایه

از طریق بازده تاریخی، رویکردهای مبتنی بر پیش‌بینی را در نظر گرفته‌اند. بر اساس تئوری هزینه سرمایه، هزینه سرمایه به‌عنوان نرخ مانع محسوب می‌شود. به این معنی که سرمایه‌گذاری شرکت‌ها در پروژه‌هایی با نرخ بازده بیشتر از هزینه سرمایه موجب افزایش ارزش شرکت می‌شود. از آنجاکه هزینه سرمایه در ارتباط مستقیم با ارزش شرکت است، بنابراین شناخت و اندازه‌گیری هزینه سرمایه، اجزاء آن و عوامل داخلی و بیرونی مؤثر بر آن حائز اهمیت است. از طرف دیگر از میان اجزای هزینه سرمایه شرکت، می‌توان هزینه سرمایه حقوق صاحبان را با توجه به وزن بیشتر سرمایه سهام عادی و نیز گران‌تر بودن آن نسبت به سایر منابع تأمین مالی، به‌عنوان مهم‌ترین جزء در نظر گرفت (خوشکار و همکاران، ۱۳۹۹). هزینه سرمایه عبارت است از هزینه‌ی به دست آوردن آن پول یا هزینه‌ی تأمین منابع مالی برای کسب‌وکارهای کوچک. هزینه سرمایه، «نرخ مانع» هم نامیده می‌شود (کریمی و همکاران، ۱۳۹۲).

منابع هزینه سرمایه

معمولاً، منبع سرمایه به کار گرفته‌شده توسط شرکت‌ها از این چهار طریق حاصل می‌شود:

سرمایه حاصل از فروش سهام، سرمایه سهام ترجیحی، اقراض و دیون، سود انباشته

اهمیت هزینه سرمایه

بیشتر کسب‌وکارها برای رشد و توسعه خود تلاش می‌کنند و ممکن است گزینه‌ها و راه‌های زیادی را امتحان کنند: گسترش و توسعه یک کارخانه، حذف کردن یک رقیب، ایجاد یک محصول یا سرویس جدید، ایجاد و راه‌اندازی شعب بیشتر و بزرگ‌تر و... . قبل از اینکه شرکت در مورد هر یک از این گزینه‌ها تصمیم بگیرد، هزینه سرمایه برای هر پروژه پیشنهادی را تعیین می‌کند. تعیین هزینه سرمایه نشان می‌دهد که چقدر طول می‌کشد تا هزینه‌های یک پروژه تسویه شوند و در آینده، چقدر قرار است به صاحبان شرکت و سهامداران آن سود بدهد. البته چنین پیش‌بینی‌هایی همیشه تخمینی هستند؛ اما در هر صورت، هر شرکت و کسب‌وکاری باید از یک روش و قاعده منطقی برای انتخاب بین گزینه‌ها پیروی کند. از دیدگاه یک سرمایه‌گذار، هزینه سرمایه ارزیابی میزان بازدهی است که می‌توان از خرید سهام یا هر سرمایه‌گذاری دیگری انتظار داشت. این یک مقدار تخمینی است و ممکن است شامل بهترین و بدترین احتمالات باشد. یک سرمایه‌گذار ممکن است به نوسانات (بتا) نتایج مالی یک شرکت نگاه کند و نتیجه بگیرد که آیا هزینه سرمایه‌گذاری در این سهام با بازده احتمالی آن توجیه می‌شود یا خیر. به‌طور خلاصه، اهمیت هزینه سرمایه را می‌توان در این موارد خلاصه کرد:

رابطه بین هزینه سرمایه سهام و مسئولیت پذیری اجتماعی.../حمیدیان، کیانی فر، سبزهئی و شاه آبادی

هزینه سرمایه بر تصمیم‌گیری مدیران شرکت برای سرمایه‌گذاری تأثیر می‌گذارد. هزینه سرمایه بر ارزش‌گذاری شرکت تأثیر می‌گذارد. شرکت‌هایی که هزینه سرمایه آن‌ها روبه رشد و افزایش است می‌توانند ریسک‌های بالاتر و ارزش کمتری داشته باشند. هزینه سرمایه نرخ تنزیل شرکت را تعیین می‌کند. تحلیلگران مالی اغلب از میانگین موزون هزینه سرمایه برای تعیین نرخ تنزیل جریان‌های نقدی آتی شرکت در تحلیل جریان نقدی تنزیل شده (DCF) استفاده می‌کنند. با توجه به تأثیر ساختار مالی شرکت‌ها بر هزینه سرمایه آن‌ها، شرکت‌ها تمایل دارند علاوه بر ایجاد ساختار مالی بهینه، هزینه سرمایه را کاهش داده و ثروت سهامداران را به حداکثر برسانند (نعمتی کشتلی و همکاران، ۱۳۹۲).

اهمیت اخلاق و مسئولیت اجتماعی

سازمان‌ها و جامعه در مقیاس بزرگ‌تر دریافتند که رفتار مسئولانه اخلاقی و اجتماعی نقش مهمی در اعمال تجاری خوب ایفا می‌کند که این پایبندی به اخلاق و مسئولیت اجتماعی باعث ایجاد سرمایه اجتماعی می‌شود. اخلاق و مسئولیت اجتماعی موضوعی می‌باشد که در پی تضمین دادن به شرکت‌ها جهت حفظ ثبات و پایداری منافع خود در جامعه می‌باشد، نیز چهره مدیران و شرکت را در جامعه بهبود داده و آن‌ها راحت‌تر می‌توانند به اهداف خود جامعه عمل ببوشانند (ایقبال، ۲۰۱۲). همان‌طور که می‌دانیم امروز همه مدیران باید به کارهایی دست بزنند که موردقبول جامعه و منطق بازارهای آن باشد، سازمان‌هایی که نتوانند خود را با این مهم تطبیق دهند در عرصه عمل موفق نخواهند بود، در غیر این صورت دولت با تصویب قوانین سازمان‌ها را مجبور می‌کند که به این مهم عمل کنند. همچنین اصولاً در جوامع بشری رفتارهای گروهی و حتی فردی روی افراد و گروه‌های مختلف داخل جامعه تأثیر می‌گذارند. بد عمل کردن مدیران باعث می‌شود که سازمان نتیجه بد بگیرد (رحیمی و همکاران، ۱۳۹۱) رعایت اخلاق و مسئولیت اجتماعی از راه مزایایی که برای سازمان‌ها به وجود می‌آورد می‌توانند موفقیت سازمان را تحت تأثیر قرار دهد. اعمال تجاری مشکوک رهبران را به تأکید بر اخلاقیات و مسئولیت اجتماعی ملزم می‌کند. سازمان‌ها همچنین مسئولیت یا حداقل تعهد برای حل مشکلات و نگرانی‌های اجتماع دارند. انجام این اعمال نه تنها باعث روابط قوی‌تر سهامداران، اجتماع و رسانه‌ها می‌شود، بلکه موفقیت مالی شرکت‌ها را ارتقا می‌دهد. لشی (۱۹۷۹) بیان داشت که شرکت‌ها مسئولیت اجتماعی را علاوه بر تأثیر آن بر عملکرد مالی، برای مشروعیت یافتن در زمانی که تحت فشار ذینفعان هستند به کار می‌گیرند (ولنتاین و فلیشمن، ۲۰۰۸).

در کشور ما به لحاظ بهره‌مندی از فرهنگ اسلامی و همچنین آموزه‌های فرهنگ سنتی و اسلامی، اخلاق و رعایت اصول اخلاقی همواره از جایگاه ارزنده در کسب‌وکار مردم برخوردار بوده است، از یک‌طرف خداوند در قرآن کریم هدف از رسالت پیامبران را تبیین و تشریح مکارم اخلاقی برمی‌شمارد و از طرف دیگر آئین ایرانیان همواره بر محور اخلاق و رعایت اصول اخلاقی استوار بوده است (عظیمی و خاک تاریک، ۱۳۸۶)

ابعاد مسئولیت اجتماعی

احمدی و همکاران عواملی همچون مسئولیت سازمان به تبعات اقتصادی‌اش در جامعه، مسئولیت سازمان به تبعات اجتماعی‌اش در جامعه، مسئولیت سازمان به تبعات زیست‌محیطی‌اش در جامعه، مسئولیت سازمان به تبعات اخلاقی‌اش در جامعه، مسئولیت سازمان به نتایج و دستاوردها در جامعه را به‌عنوان عوامل مؤثر در ارتباط با مسئولیت اجتماعی سازمان برشمرده‌اند.

آن‌ها شاخص‌های ذیل را برای این مفاهیم در نظر گرفته‌اند:

مسئولیت سازمان به تبعات اقتصادی‌اش در جامعه:

- سهم سازمان در افزایش فرصت‌های شغلی برای ساکنان محلی (از طریق مصوبات، حمایت‌ها، آموزش‌ها) و...

- جبران سریع خسارت به آسیب‌دیدگان ناشی از اقدامات سازمان

- استفاده از عرضه‌کنندگان و تأمین‌کنندگان محلی

- استخدام نیروی کار بومی و محلی (رعایت سهمیه بومی در استخدامی‌ها به‌صورت واقعی)

- پرداخت‌های قانونی به‌موقع به نهادهای ملی و محلی از قبیل عوارض، مالیات‌ها، بیمه، حق‌الزحمه پیمانکاری‌ها و ...

- داشتن شفافیت مالی اقتصادی (نداشتن تخلفات مالی در مراجع قانونی) (احمدی و همکاران، ۱۳۹۰)

مسئولیت سازمان به تبعات اجتماعی‌اش در جامعه:

- تعریف و تدوین یک آرمان اجتماعی برای سازمان

- ترویج ارزش‌ها و هنجارهای جامعه در سازمان

- اطلاع‌رسانی و ارشاد ساکنان محلی در جهت بهره‌مندی بیشتر آنان از خدمات سازمان

- رعایت حقوق زنان در محیط کاری و رفع تبعیض نسبت به آن‌ها

رابطه بین هزینه سرمایه سهام و مسئولیت پذیری اجتماعی.../حمیدیان، کیانی فر، سبزهئی و شاه آبادی

- رعایت حقوق اقلیت‌ها در محیط کاری و رفع تبعیض نسبت به آن‌ها
- دادن آزادی به گروه‌ها و انجمن‌های درون سازمانی و همکاری با آن‌ها (با رعایت قانون‌مندی آنان)
- حمایت و بهره‌گیری از فناوری‌های سازگار با محیط زیست
- مسئولیت سازمان به تبعات اخلاقی‌اش در جامعه:
- حفظ اسرار و اطلاعات ارباب رجوع از سوی کارکنان
- حضور به موقع کارکنان در سازمان و رعایت وقت شناسی (نداشتن تأخیر در ورود و تعجیل در خروج)
- برخورد عادلانه و بدون تبعیض با ارباب رجوعان (نبود شکوائیه و انتقاد از سوی ارباب رجوعان)
- عدم مصرف بیهوده امکانات و اموال عمومی
- تدوین منشور اخلاقیات و آموزش اخلاقیات به کارکنان و مدیران (تدوین منشور اخلاقیات و تعداد کلاس‌ها و دوره‌های آموزشی برگزار شده در خصوص مسائل اخلاقیات)
- رعایت منشور اخلاقیات از سوی کارکنان و مدیران سازمان (عدم وجود اعتراض، تخلف و تعدی نسبت به منشور اخلاقیات در سازمان)
- مسئولیت سازمان به نتایج و دستاوردها در جامعه:
- وجود پنداشت تعهد به همه ذینفعان در سازمان (ترویج این تصور در سازمان که کارکنان و مدیران نسبت به ذینفعان سازمان متعهدند)
- وجود پنداشت از سازمان به عنوان یک شهروند مسئول و پاسخگو (ترویج این تصور در سازمان که سازمان‌ها مانند یک شهروند واقعی در قبال محیط پیرامونش مسئول و پاسخگو است)
- وجود پنداشت در خصوص توانمندی و ظرفیت پاسخ‌دهی سازمان در قبال فشارهای جامعه
- وجود این باور در کارکنان و مدیران که سازمان قادر است به مطالبات و خواسته‌های اجتماعی ناشی از اقداماتش پاسخ دهد.
- وجود سازوکارهای درون سازمانی مسئولیت اجتماعی از قبیل گزارش دهی، اطلاع‌رسانی، روابط عمومی فعالانه و (تدارک واحد یا واحدهایی در سازمان برای پاسخ‌دهی به خواسته‌های جامعه)

پیشینه پژوهش

حاجیه و سرفراز (۱۳۹۳) در پژوهش خود به بررسی رابطه بین مسئولیت‌پذیری اجتماعی و هزینه حقوق صاحبان سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. برای اندازه‌گیری

مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت‌ها به‌عنوان متغیر مستقل، از معیارهایی که توسط موسسه‌ی آمریکایی معروف به ک.ا.ا.دی که هر ساله سازمان‌ها را بر اساس معیارهای اجتماعی و زیست‌محیطی رتبه‌بندی می‌کند و همچنین برای اندازه‌گیری هزینه حقوق صاحبان سهام، مدل گوردون استفاده‌شده است. در تحقیق حاضر کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران به‌عنوان جامعه آماری بررسی و از میان آن‌ها تعداد ۶۵ شرکت با توجه به ویژگی‌های تحقیق انتخاب‌شده است. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که مسئولیت‌پذیری اجتماعی رابطه معکوس و معناداری با هزینه حقوق صاحبان سهام دارد؛ بنابراین مدیران با افزایش افشاگری در زمینه عملکرد اجتماعی، باعث کاهش در نرخ بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاران (هزینه حقوق صاحبان سهام) شده و هزینه‌های تأمین مالی کمتری برای شرکت به ارمغان می‌آورند. به عبارت دیگر اطلاعات مسئولیت‌پذیری شرکت برای سرمایه‌گذاران محتوای اطلاعاتی دارد.

رحمانی و کدخدا زاده (۱۳۹۳) در پژوهش خود به بررسی رابطه بین مسئولیت اجتماعی و هزینه سرمایه در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. جامعه آماری در این تحقیق شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی سال ۱۳۸۶ الی ۱۳۹۲ بوده و برای تجزیه و تحلیل از مدل پنل دیتا استفاده کردند. سه فرضیه در این تحقیق مورد بررسی قرار گرفت. فرضیه اول به بررسی رابطه بین مسئولیت اجتماعی و هزینه سرمایه شرکت با توجه به عامل اندازه پرداخته که فرضیه اول مبنی بر وجود رابطه تأیید گردید. فرضیه دوم به بررسی رابطه بین مسئولیت اجتماعی و هزینه سرمایه شرکت با توجه به عامل فرصت رشد پرداخته که فرضیه دوم مبنی بر وجود رابطه تأیید گردید و فرضیه سوم هم به بررسی رابطه بین مسئولیت اجتماعی و هزینه سرمایه شرکت با توجه به عامل اهرم مالی پرداخته که فرضیه سوم مبنی بر وجود رابطه نیز تأیید گردید.

حسینی نسب و یوسف زاده (۱۳۹۴) در پژوهش خود به بررسی اثر افشای مسئولیت اجتماعی بر هزینه سرمایه سهام عادی شرکت‌ها پرداختند. در این تحقیق برای اندازه‌گیری هزینه سرمایه سهام عادی از مدل ارزش‌گذاری گوردون و برای اندازه‌گیری افشای مسئولیت اجتماعی، از شاخص‌های کمک‌های خیریه و عام‌المنفعه، اقداماتی جهت کاهش انرژی، نظام اطلاعاتی مدیریت محیط‌زیست، خرید و نصب تجهیزات برای جلوگیری از آلودگی محیط‌زیست، آموزش و رفاه و ایمنی و بهداشت کارکنان و کیفیت محصولات استفاده‌شده است. نتایج حاصل از آزمون فرضیه تحقیق بیانگر آن است که بین افشای مسئولیت اجتماعی و هزینه سرمایه سهام عادی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه‌ی منفی و معناداری وجود دارد.

علی اصفهانی و دارابی (۱۳۹۸) در پژوهش خود بیان نمودند که هزینه حقوق صاحبان سهام در

رابطه بین هزینه سرمایه سهام و مسئولیت پذیری اجتماعی.../حمیدیان، کیانی فر، سبزهئی و شاه آبادی

تصمیمات تأمین مالی و سرمایه‌گذاری، نقش اساسی ایفا می‌کند. سرمایه‌گذاران تمایل دارند در سهام شرکت‌هایی سرمایه‌گذاری کنند که هزینه حقوق صاحبان سهام در آن کم باشد. از همین رو عواملی که بر هزینه حقوق صاحبان سهام اثرگذار است از جنبه تئوری و عملی اهمیت دارد. فعالیت‌های مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت‌ها می‌تواند باعث کاهش هزینه‌های حقوق صاحبان سهام شود؛ اما این مهم در چارچوب سازوکار محافظت از سرمایه‌گذاران امکان‌پذیر است. بدین منظور آن‌ها در پژوهش خود به بررسی رابطه فعالیت‌های مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت‌ها و محافظت از سرمایه‌گذاران با هزینه‌های حقوق صاحبان سهام پرداختند. برای این منظور در این تحقیق از یک مدل رگرسیون چند متغیره در قالب داده‌های تابلویی استفاده شده است. داده‌های مورد استفاده در این تحقیق از ۱۱۶ شرکت فعال در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۶ استخراج شده‌اند. نتایج این تحقیق نشان می‌دهد فعالیت‌های مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت‌ها در شرکت‌هایی که محافظت از سرمایه‌گذار در آن‌ها در سطح بالایی قرار دارد، منجر به کاهش هزینه‌های حقوق صاحبان سهام می‌شود.

سرلک و همکاران (۱۳۹۹) در پژوهش خود به بررسی رابطه مسئولیت‌پذیری اجتماعی و نگهداشت وجه نقد از طریق واسطه‌گری ریسک سیستماتیک پرداختند؛ بدین منظور با استفاده از داده‌های ترکیبی، به بررسی ۱۷۰ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شد. نتایج حاصل از آزمون فرضیات بیان‌گر تأیید نقش میانجی ریسک سیستماتیک در رابطه بین مسئولیت‌پذیری اجتماعی و نگهداشت وجه نقد می‌باشد. به این صورت که با افزایش مسئولیت‌پذیری اجتماعی، ریسک سیستماتیک کاهش یافته و در نتیجه منجر به نگهداری وجه نقد کمتری خواهد شد.

الگال و همکاران (۲۰۱۱) پژوهشی با عنوان آیا مسئولیت اجتماعی شرکت بر هزینه سرمایه تأثیر می‌گذارد؟ آن‌ها در پژوهش خود تأثیر مسئولیت اجتماعی شرکت را بر هزینه سرمایه سهام برای نمونه بزرگی از شرکت‌های ایالات متحده بررسی نمودند. با استفاده از چندین رویکرد برای برآورد هزینه پیشین حقوق صاحبان سهام شرکت‌ها، نتایج نشان می‌دهد که شرکت‌هایی با امتیازات مسئولیت اجتماعی شرکت بهتر، تأمین مالی سهام ارزان‌تری را نشان می‌دهند. به‌طور خاص، یافته‌ها نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاری در بهبود روابط کارکنان مسئول، سیاست‌های زیست‌محیطی و استراتژی‌های محصول به‌طور قابل توجهی به کاهش هزینه سهام شرکت‌ها کمک می‌کند.

همایتان و همکاران (۲۰۱۹) در پژوهش خود به بررسی این موضوع پرداختند که آیا مسئولیت اجتماعی شرکتی بر هزینه سرمایه سهام شرکت‌های فعال در بخش‌های صنعت تأثیر می‌گذارد یا خیر. این مقاله هزینه قبلی سرمایه سهام را محاسبه می‌کند که در پیش‌بینی سود تحلیلگران و قیمت سهام

برای نمونه‌ای از ۲۰۰۶ مشاهده سالانه شرکت‌های ایالات متحده متعلق به بخش‌های صنعت بحث‌برانگیز (الکل، تنباکو، قمار، ارتش، سلاح گرم، انرژی هسته‌ای، نفت و گاز، سیمان و بیوتکنولوژی) طی دوره ۱۹۹۱-۲۰۱۲ می‌باشد. یافته‌ها دو نتیجه اصلی را نشان می‌دهد. اول، مشارکت مسئولیت اجتماعی شرکتی به‌طور قابل‌توجهی هزینه ضمنی سرمایه سهام را در تمام بخش‌های صنعت بحث‌برانگیز، به‌صورت گروهی و همچنین در هر یک از این بخش‌ها به‌صورت جداگانه کاهش می‌دهد. ثانیاً، این تأثیر زمانی که شرکت متعلق به بخش‌های صنعت الکل و دخانیات باشد، آشکارتر است.

ژوو و همکاران (۲۰۲۰) بر اساس داده‌های تجربی شرکت‌های فهرست شده چین در بازه زمانی سال‌های ۲۰۱۳-۲۰۱۶، تأثیر عملکرد مسئولیت اجتماعی شرکت را بر هزینه‌های تأمین مالی شرکت از منظر کاهش هدفمند فقر بررسی نمودند. به‌طور خاص، نتایج بیانگر این بود که مشارکت شرکت‌ها در مسئولیت اجتماعی کاهش فقر به کاهش هزینه سرمایه سهام کمک می‌کند. علاوه بر این، نتایج نشان داد که رابطه منفی بین مشارکت شرکت‌ها در فقرزدایی و هزینه سرمایه سهام عمدتاً در شرکت‌های خصوصی و در مناطق مرکزی و شرقی چین متمرکز است. علاوه بر این، رابطه منفی عمدتاً پس‌از آن وجود دارد که شرکت‌های فهرست شده چین مجبور به افشای اطلاعات در مورد کاهش فقر شدند. این مقاله همچنین نشان می‌دهد که سهام سرمایه‌گذاران نهادی نقش واسطه‌ای جزئی در این اثر کاهش ایفا می‌کند و تلاش‌های کاهش فقر شرکت‌ها به شرکت‌ها کمک می‌کند تا عملکرد مالی و ارزش شرکت خود را بهبود بخشند.

یانگ و یالینتو (۲۰۲۱) در پژوهشی با عنوان هزینه حقوق صاحبان سهام و مسئولیت اجتماعی شرکت برای صنایع حساس به محیط‌زیست: شواهدی از شرکت‌های بین‌المللی دارویی و شیمیایی انجام نمودند. آن‌ها رابطه بین هزینه سهام و فعالیت‌های مسئولیت اجتماعی شرکتی صنایع حساس به محیط‌زیست بین‌المللی را برای دوره مطالعه از ۲۰۰۸ تا ۲۰۱۹ تجزیه و تحلیل نمودند. نتایج نشان می‌دهد که شرکت‌های شیمیایی هزینه‌های تأمین مالی کمتری از طریق عملکرد مسئولیت اجتماعی شرکتی نسبت به شرکت‌های دارویی دارند. به‌ویژه، عملکرد اجتماعی کمترین هزینه را دارد و پس‌از آن عملکرد زیست‌محیطی قرار دارد. اگرچه سرمایه‌گذاران هر دو صنعت را از طریق فرصت‌های رشد بلندمدت مشابه قضاوت می‌کنند، اما شرکت‌های شیمیایی ریسک‌های بیشتر و نسبت اهرمی کمتری دارند و نسبت به بازار نسبت به همتایان خود دارند.

چن و ژانگ (۲۰۲۱) پژوهشی با عنوان مسئولیت اجتماعی شرکت چگونه بر هزینه سرمایه سهام از طریق ریسک عملیاتی تأثیر می‌گذارد؟ انجام دادند. این مقاله تأثیر عملکرد مسئولیت اجتماعی

رابطه بین هزینه سرمایه سهام و مسئولیت پذیری اجتماعی.../حمیدیان، کیانی فر، سبزهئی و شاه آبادی

شرکت (CSR) توسط شرکت‌های فهرست شده بر هزینه سرمایه از دیدگاه مدیریت ریسک شرکت و قیمت‌گذاری ریسک بازار سرمایه را بررسی می‌کند. با استفاده از نمونه‌ای از ۷۲۴۱ شرکت چینی از سال ۲۰۱۳ تا ۲۰۱۸. نتایج پژوهش آن‌ها نشان می‌دهد که: اول، عملکرد مسئولیت اجتماعی شرکتی به‌طور قابل‌توجهی با هزینه سرمایه سهام همبستگی منفی دارد. دوم، عملکرد مسئولیت اجتماعی شرکتی به‌طور قابل‌توجهی با ریسک عملیاتی همبستگی منفی دارد. سوم، ریسک عملیاتی یک متغیر میانجی بین عملکرد مسئولیت اجتماعی شرکتی و هزینه سرمایه است.

روش پژوهش

هدف پژوهش پیش‌رو تحلیل رابطه بین هزینه سرمایه سهام و مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت از طریق ریسک عملیاتی می‌باشد با توجه به این مهم و نظر به اینکه نتایج حاصل از پژوهش می‌تواند در فرایند تصمیم‌گیری مورد استفاده قرار گیرد، این پژوهش از لحاظ هدف کاربردی می‌باشد. همچنین این پژوهش، از لحاظ ماهیت توصیفی-همبستگی است. زیرا در این نوع پژوهش‌ها، محقق به دنبال ارزیابی ارتباط بین دو یا چند متغیر است. همچنین با استفاده از اطلاعات تاریخی شرکت‌ها، به بررسی روابط بین متغیرها با استفاده از مدل رگرسیون خطی و داده‌های ترکیبی پرداخته می‌شود لذا روش‌شناسی آن از نوع پس‌رویدادی (استفاده از اطلاعات گذشته شرکت‌ها) می‌باشد. در این پژوهش نمونه‌گیری به روش حذفی و در فاصله زمانی ۴ ساله ۱۳۹۹ تا ۱۴۰۲ از میان ۲۰۳ شرکت و ۹۸۳ مشاهده یافت شد و با در نظر گرفتن شرایط زیر انجام شده است:

- شرکت‌ها باید صورت‌های مالی شامل ترازنامه، سود و زیان و صورت جریان نقدی را دارا باشند.
 - تاریخ سال مالی شرکت می‌بایستی منتهی به پایان اسفندماه هر سال باشد.
 - اطلاعات موردنیاز برای محاسبه متغیرها را داشته باشند.
 - شرکت‌ها باید در طول دوره موردبررسی در بورس فعالیت داشته باشند.
- داده‌های مالی موردنیاز به‌منظور آزمون فرضیه پژوهش از طریق نرم‌افزار ره‌آورد نوین و سایت رسمی سازمان بورس اوراق بهادار تهران جمع‌آوری شده است. این داده‌ها شامل اطلاعات مربوط به هزینه سرمایه سهام، اطلاعات مالی شرکت‌ها و معیارهای مربوط به مسئولیت‌پذیری اجتماعی است
- برای تحلیل آماری داده‌ها و آزمون فرضیه پژوهش حاضر از دو نوع روش آماری استفاده شده است:
- ۱- آمار توصیفی؛ با استفاده از شاخص‌های مرکزی همچون میانگین، میانه و شاخص‌های پراکندگی همچون انحراف معیار، چولگی و کشیدگی جهت توصیف متغیرها و نوع توزیع داده‌ها استفاده شده است.

۲- آمار استنباطی؛ در دو بخش:

- الف- آزمون پیش فرض مدل رگرسیون: آزمون عدم خودهمبستگی داده‌ها (آزمون دوربین- واتسن).
- ب- آزمون اصلی: شامل آزمون F لیمر، هاسمن و رگرسیون با نرم افزار Eviews7 استفاده شده و برای معناداری همبستگی بین متغیرهای تحقیق از آزمون P-Value آزمون همبستگی پیرسون استفاده شده است.

متغیرهای پژوهش

برای آزمون فرضیه پژوهش از مدل زیر بهره گرفته می‌شود.

$$RE_{i(t+1)} = \beta_0 + \beta_1 CSR_{it} + \sum Controls + \varepsilon_i$$

جدول ۱: تعریف مفهومی و عملیاتی متغیرها

نام متغیر	نوع متغیر	نماد	نحوه محاسبه
هزینه سرمایه سهام	وابسته	Re	$RE = \sqrt{\frac{eps_2 - eps_1}{p_0}}$ مطابق با پژوهش ژن و چانگ (۲۰۲۱) $RE =$ هزینه سرمایه eps_1 و $eps_2 =$ به ترتیب پیش‌بینی سود هر سهم برای سال اول و دوم. $P_0 =$ قیمت بازار سهام شرکت در پایان دوره جاری
مسئولیت اجتماعی شرکت	مستقل	CSR	برای اندازه‌گیری مسئولیت‌های اجتماعی شرکت‌ها از معیار KLD استفاده می‌شود. امتیاز ترکیبی از چهار ابعاد (اقتصادی، اجتماعی، محیط‌زیست و حاکمیت)
اندازه شرکت	کنترلی	SIZE	لگاریتم طبیعی کل دارایی‌های شرکت در سال t
ریسک بازار (ریسک سیستماتیک)	کنترلی	Beta	با استفاده از مدل قیمت‌گذاری دارایی سرمایه (CAPM) محاسبه می‌گردد
بازده خالص دارایی	کنترلی	ROA	$ROA = \frac{Net\ Income}{Average\ Assets}$ سود خالص شرکت (Net Income) میانگین دارایی‌ها (Average Assets)

پایایی و اعتبار مدل

با توجه به اینکه داده‌های گردآوری شده از اسناد و مدارکی استخراج شده است که این اسناد حسابرسی شده است و از طرف دیگر توسط سازمان ذی‌ربط منتشر شده است، بنابراین می‌توان انتظار داشت که اندازه‌های گردآوری شده دارای اعتبار هستند.

رابطه بین هزینه سرمایه سهام و مسئولیت پذیری اجتماعی.../حمیدیان، کیانی فر، سبزهئی و شاه آبادی

از آنجاکه متغیرهای مورد مطالعه از داده‌های خام و با استفاده از فرمول‌های خاصی که به عنوان ابزار استاندارد و در مقیاس و سطح جهانی بکار برده می‌شوند، محاسبه شده است، بنابراین می‌توان ادعا کرد که روش‌های اندازه‌گیری متغیرهای تحقیق از روایی لازم و کافی برخوردار است.

یافته‌های پژوهش

در ابتدا آماره‌های توصیفی داده‌های تحت مطالعه محاسبه می‌گردد. جدول (۲) آمار توصیفی متغیرهای مدل را نشان می‌دهد که شامل اطلاعات مربوط به میانگین، بیشینه و کمینه و انحراف معیار می‌باشد.

جدول ۲: شاخص‌های توصیفی متغیرهای پژوهش

نوع متغیر	متغیر	نماد	تعداد مشاهدات	کمترین	بیشترین	میانگین	انحراف معیار
وابسته	هزینه سرمایه سهام	Re	۹۸۳	۰/۰۰۰۲	۰/۷۳۴۵	۰/۷۳۳	۰/۰۸۲۱
مستقل	مسئولیت اجتماعی شرکت	CSR	۹۸۳	۰/۰۰۰۰	۰/۹۲۳۳	۰/۶۰۰۱	۰/۱۰۰۶
کنترلی	اندازه شرکت	SIZE	۹۸۳	۱۷/۳۱۲۷	۲۵/۴۸۰۳	۲۲/۰۰۲	۱/۵۳۳۷
	ریسک بازار	Beta	۹۸۳	-۸/۳۴۵	۸/۶۹۶۴	۲/۱۱۳۲	۱/۷۷۵۵
	بازده خالص دارایی	ROA	۹۸۳	-۰/۶۰۰۹	۰/۶۹۰۲	۰/۱۸۰۱	۰/۱۲۳۸

اصلی‌ترین شاخص مرکزی، میانگین است که نشان‌دهنده نقطه تعادل و مرکز ثقل توزیع است و شاخص خوبی برای نشان دادن مرکزیت داده‌هاست. همچنین پارامترهای پراکندگی، معیاری برای تعیین میزان پراکندگی از یکدیگر یا میزان پراکندگی آن‌ها نسبت به میانگین است. از مهم‌ترین پارامترهای پراکندگی، انحراف معیار است. در ادامه فرضیه تحقیق مورد آزمون قرار می‌گیرد و با استفاده از آماره‌های مربوط تفسیر خواهند شد. فرضیه تحقیق: بین هزینه سرمایه سهام و عملکرد مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت رابطه منفی و معنادار وجود دارد.

$$RE_{i(t+1)} = \beta_0 + \beta_1 CSR_{it} + \sum Controls + \varepsilon_i$$

آزمون عدم خودهمبستگی باقیمانده‌ها

جهت آزمون خودهمبستگی بین باقیمانده‌ها از آزمون دوربین واتسون استفاده می‌گردد. آماره دوربین واتسون محدود به دامنه $4 \geq \text{Durbin-Watson} \geq 0$ می‌باشد؛ که اگر مقدار آماره صفر شود، خودهمبستگی کامل مثبت و اگر ۴ شود، خودهمبستگی کامل منفی بین پسماندها وجود دارد. اگر این

مقدار حدود ۲ باشد، خودهمبستگی وجود ندارد (بدری، ۱۳۸۹). در پژوهش حاضر از این آزمون برای تشخیص وجود و یا عدم وجود خودهمبستگی استفاده شده و در صورت وجود، خودهمبستگی به وسیله جزء AR یا با استفاده از روش حداقل مربعات تعمیم یافته (OLS) برطرف می شود.

بررسی ناهمسانی واریانس

به منظور برآورد واریانس ناهمسانی در این تحقیق از آزمون وایت استفاده شده است. نتایج حاصل از این آزمون به صورت جدول (۳) بیان می شود.

جدول ۳: نتایج حاصل از ناهمسانی واریانس

مدل رگرسیونی	آماره وایت	P-value	نتیجه آزمون
مدل رگرسیونی فرضیه	۱/۷۱۰	۰/۴۱۱۲	عدم وجود ناهمسانی

نتایج حاصل از آزمون وایت (آماره F) در جدول (۳) آورده شده است. نتایج نشان دهنده این مطلب است که آماره F مدل رگرسیونی تحقیق در سطح خطای ۰/۰۵ معنی دار نیستند در نتیجه فرضیه صفر مبنی بر عدم وجود ناهمسانی واریانس در بین داده های مدل در سطح خطای ۰/۰۵ تأیید می شود. به همین دلیل می توان از مدل رگرسیونی OLS استفاده نماییم.

آزمون دیکی فولر تعمیم یافته جهت مانایی متغیرها

قبل از برآورد مدل رگرسیون بر روی داده ها، لازم است مانایی تک تک متغیرها بررسی شود چون در صورتی که متغیرها نامانا باشند، باعث بروز مشکل رگرسیون کاذب می شود. در این تحقیق برای بررسی مانایی متغیرها برای داده های ترکیبی، از آزمون فیشرف ADF استفاده شده است. فرض صفر در این آزمون وجود ریشه واحد یا به طور معادل، عدم مانایی متغیرها می باشد که اگر مقدار p-value کمتر از ۰/۰۵ باشد فرض صفر رد می شود و متغیرها مانا هستند. نتایج مربوط به این آزمون در نگاره زیر منعکس شده است:

جدول ۴: نتایج آزمون مانایی متغیرها

متغیر	آماره	P-value
Re	-۱۰/۸۵	۰/۰۰۰
CSR	-۹/۱۱	۰/۰۰۱
SIZE	-۱۵/۰۱	۰/۰۰۰
Beta	-۱۲/۱۲	۰/۰۰۰
ROA	-۹/۳۶	۰/۰۱۲

رابطه بین هزینه سرمایه سهام و مسئولیت پذیری اجتماعی.../حمیدیان، کیانی فر، سبزهئی و شاه آبادی

تجزیه و تحلیل و نتایج فرضیه های پژوهش

فرضیه پژوهش: بین هزینه سرمایه سهام و عملکرد مسئولیت پذیری اجتماعی شرکت و رابطه منفی و معنادار وجود دارد.

$$RE_{i(t+1)} = \beta_0 + \beta_1 CSR_{it} + \sum Controls + \varepsilon_i$$

برای آزمون این مطلب، فرضیه صفر و یک به صورت زیر تعریف شده است:

H0: بین عملکرد مسئولیت پذیری اجتماعی شرکت و هزینه سرمایه سهام رابطه منفی و معنادار وجود ندارد.

H1: بین عملکرد مسئولیت پذیری اجتماعی شرکت و هزینه سرمایه سهام رابطه منفی و معنادار وجود دارد.

بررسی ناهمسانی واریانس

در این آزمون فرضیه ها به صورت زیر تعریف می شوند:

H0: همسانی واریانس

H1: ناهمسانی واریانس

جدول ۵: نتایج آزمون ناهمسانی وایت

شرح	مقدار آماره	احتمال
F-statistic	۶۲/۰۲۲	۰.۰۰۰
Obs*R-squared	۷۱/۱۰۰	۰.۰۰۰

با توجه به اینکه آماره این آزمون ها در سطح ۵ درصد معنادار است، بنابراین فرض همسانی واریانس رد شده و ناهمسانی واریانس جملات اخلاص پذیرفته می شود. این موضوع از نقض فرض $Var(U_i) = \sigma^2 I$ ناشی می گردد. چنین مشکلی در رگرسیون سبب خواهد شد که نتایج OLS دیگر کاراترین نباشد. برای رفع مشکل مزبور از روش کمترین مجذورات تعمیم یافته استفاده می گردد.

آزمون F لیمر و آزمون هاسمن

آزمون F به جهت آزمون برابری ضرایب عرض از مبدأ مقاطع مختلف و آزمون هاسمن نیز به منظور تبیین مدل اثرات ثابت و اثرات تصادفی مورد برآورد قرار گرفته اند که نتایج این دو آزمون در جدول شماره (۵) و شماره (۶) نشان داده شده است.

با توجه به اینکه مقدار P-value به دست آمده از آزمون F لیمر برابر با صفر می باشد، فرض صفر رد شده ($P\text{-value} \geq 0.05$) و روش داده های تابلویی پذیرفته می شود. فرض صفر و فرض مقابل برای آزمون F لیمر به شرح زیر می باشد:

H_0 : روش داده های تلفیقی

H_1 : روش داده های تابلویی

جدول ۶: نتیجه آزمون F لیمر

P-value	آماره F لیمر
۰/۰۰۰	۴/۸۵۴

با توجه به مقدار P-value به دست آمده از آزمون هاسمن که برابر با ۰/۰۰۰ می باشد، فرض صفر آزمون هاسمن رد شده و روش اثرات ثابت پذیرفته می شود.

فرض صفر و فرض مقابل برای آزمون هاسمن به شرح زیر می باشد:

H_0 : روش اثرات تصادفی

H_1 : روش اثرات ثابت

جدول ۷: نتیجه آزمون هاسمن

P-value	آماره هاسمن
۰.۰۰۰	۲/۹۰۳۳

نتایج تجزیه و تحلیل داده ها

با توجه به نتایج حاصل از آزمون مدل رگرسیون که به شرح جدول (۸) آورده شده، مشاهده می شود که مقدار P-Value مربوط به آماره F ($\text{prob (F-statistic)}$) که بیانگر معنی دار بودن کل رگرسیون است، برابر ۰/۰۰۰۰ بوده و حاکی از آن است که مدل در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار می باشد. ضریب تعیین تعدیل شده R^2 برابر ۰/۵۸ بوده و بیانگر این مطلب است که تقریباً ۵۸٪ از تغییرات متغیر وابسته با متغیرهای مستقل مدل قابل تبیین است که نشان دهنده قدرت توضیح دهنده خوبی از این رگرسیون است. همچنین آماره دوربین واتسون برابر با ۲/۱۶۵۴ می باشد که این مقدار در فاصله ۱/۵ تا ۲/۵ نشان از عدم خودهمبستگی بین متغیرها می باشد.

رابطه بین هزینه سرمایه سهام و مسئولیت پذیری اجتماعی.../حمیدیان، کیانی فر، سبزهئی و شاه آبادی

جدول ۸: نتایج تجزیه و تحلیل داده‌های آزمون فرضیه

متغیر وابسته هزینه سرمایه سهام (RE)				
متغیر	ضریب	انحراف استاندارد	آماره t	P-value
RE	۰/۱۷۳۵	۰/۰۱۹۹	۷/۸۳۴۵	۰/۰۰۰۰
CSR	-۰/۰۰۰۵	۰/۰۱۰۸	-۰/۳۳۵۲	۰/۰۰۶۶
ROA	۰/۰۹۸۷	۰/۰۰۸۱	۱۱/۹۸۲۱	۰/۰۰۰۰
SIZE	-۰/۰۰۶۵	۰/۰۰۱۰	-۵/۷۱۲۲	۰/۰۰۰۰
Beta	۰/۰۰۲۲	۰/۰۱۰۹	۰/۷۵۲۹	۰/۰۹۰۱
آماره دوربین واتسون		۲/۱۶۵۴	Adjusted R-squared	
Prob(F-statistic)		۰/۰۰۰۰	۰/۵۸	

همان گونه که ملاحظه می شود، ضریب متغیر مستقل عملکرد مسئولیت اجتماعی (CSR) برابر با ۰/۰۰۰۵- و عدد معناداری Prob آن ۰/۰۰۰ می باشد. با توجه به آماره t و P-Value این متغیر، نتایج نشانگر معنی داری این ضریب در سطح خطای ۵ درصد می باشد. این یافته ها نشان می دهد که بین عملکرد مسئولیت پذیری اجتماعی شرکت و هزینه سرمایه سهام رابطه منفی و معنادار وجود دارد.

جمع بندی و نتیجه گیری

این تحقیق به دنبال تحلیل رابطه هزینه سرمایه سهام و مسئولیت پذیری اجتماعی با بررسی نقش متغیرهای کنترلی شامل اندازه شرکت، ریسک بازار و بازده خالص دارایی ها در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بوده است. مسئولیت پذیری اجتماعی به عنوان یک عامل مهم در مدیریت مالی و سرمایه گذاری شناخته می شود. این نتیجه نشان می دهد که فعالیت های مسئولانه در زمینه های اجتماعی، محیط زیستی و اخلاقی می تواند به بهبود اعتبار و کاهش هزینه های تأمین مالی شرکت ها کمک کند. به عبارتی، شرکت هایی که در زمینه مسئولیت اجتماعی بهتر عمل می کنند، از هزینه های کمتر برای جذب سرمایه بهره مند می شوند

پیشنهادهای برای تحقیقات آتی

- به تأثیر مسئولیت اجتماعی بر سایر متغیرهای مالی رفتاری از جمله عملکرد مالی در بازار سرمایه ایران بپردازند.
- انجام تحقیق فوق به تفکیک صنایع موجود در بورس اوراق بهادار تهران به منظور کنترل تأثیر صنعت انجام پذیرد.

منابع

- ۱) امیرحسینی، زهرا. قبادی، معصومه. (۱۳۹۵). گزارشگری مسئولیت اجتماعی، عملکرد مالی و مالکیت نهادی، حسابداری مدیریت، سال نهم، شماره ۲۸، صص ۵۵-۶۶.
- ۲) حاجیه، زهره. سرفراز، بهمن. (۱۳۹۳). بررسی رابطه بین مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت‌ها و هزینه حقوق صاحبان سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. پژوهش‌های تجربی حسابداری، ۴(۴)، ۱۰۵-۱۲۳.
- ۳) رحمانی، حلیمه. کدخدازاده، مجید. (۱۳۹۳). بررسی رابطه بین مسئولیت‌پذیری اجتماعی و هزینه سرمایه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. دومین همایش ملی پژوهش‌های کاربردی در علوم مدیریت و حسابداری، تهران.
- ۴) حسینی نسب، حجت. یوسف زاده، نسرين. (۱۳۹۴). بررسی تأثیر افشای مسئولیت اجتماعی بر هزینه سرمایه سهام عادی. اولین کنفرانس بین‌المللی مدیریت، اقتصاد، حسابداری و علوم تربیتی.
- ۵) سرلک، نرگس. فرجی، امید. علی‌نیافیروزجاه، فاطمه. (۱۳۹۹). نقش میانجی ریسک سیستماتیک در رابطه بین مسئولیت‌پذیری اجتماعی و نگهداشت وجه نقد. پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، ۱۲(۴۷)، ۵۵-۷۶.
- ۶) علی اصفهانی، یاسمن. دارابی، رویا. (۱۳۹۸). بررسی رابطه مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت‌ها با هزینه‌های حقوق صاحبان سهام با در نظر گرفتن محافظت از سرمایه‌گذاران، فصلنامه سیاست‌های مالی و اقتصادی، ۷(۲۶)، ۲۱۳-۲۳۴.
- 7) Chen, B. Zhang, A. (2021). How does corporate social responsibility affect the cost of equity capital through operating risk? *Borsa Istanbul Review*. Volume 21, Supplement 1, August 2021, Pages S38-S45.
- 8) El Ghoul, S. Guedhami, O. Kwok, C. Mishra, D. (2011). Does corporate social responsibility affect the cost of capital? *Journal of Banking & Finance*, 2011, vol. 35, issue 9, 2388-2406.
- 9) Hmaitane, A. Bouslah, K. and M'Zali, B. (2019), "Does corporate social responsibility affect the cost of equity in controversial industry sectors?" *Review of Accounting and Finance*, Vol. 18 No. 4, pp. 635-662. <https://doi.org/10.1108/RAF-09-2018-0184>
- 10) Mao, X. S. (2012). Measuring and evaluating cost of equity capital: Evidence from Chinese stock markets. *Accounting Research*, (11), 12e22p94.

رابطه بین هزینه سرمایه سهام و مسئولیت پذیری اجتماعی.../حمیدیان، کیانی فر، سبزهئی و شاه آبادی

11) Yang, A, N. Yulianto, F, A. (2021). Cost of equity and corporate social responsibility for environmental sensitive industries: Evidence from international pharmaceutical and chemical firms. Finance Research Letters. Volume 47, Part A, June 2021, 102532.

12) Zhou, Y. Xie, B. Yi, L. Wei, Y. (2020) Does CSR affect the cost of equity capital: Empirical evidence from the targeted poverty alleviation of listed companies in China. PLoS ONE 15(2): e0227952.

The relationship between the cost of equity capital and social responsibility by examining the impact of the company, market risk and asset return on the Tehran Stock Exchange

Mohsen Hamidian¹

Ali Kianifar²

Elnaz Sabzei³

Saeid Shahabadi⁴

Receipt: 01/12/2024

Acceptance: 04/01/2025

Abstract

This research aims to analyze the relationship between the cost of equity capital and social responsibility of companies by controlling the effects of company size variables, market risk and net return on assets. The research is of an applied purpose and descriptive-correlational in nature, and the Rahvard Navin software and the official website of the Tehran Stock Exchange Organization were used to collect data. Sampling by exclusion method was done among 203 companies for 4 years (1399 to 1402) and 983 observations were analyzed and for data analysis, Limer's F test, Hausman test and regression model were used. The results show that there is a negative and significant relationship between the cost of equity capital and social responsibility. Also, the results show that company size and return on net assets have a negative effect on the cost of capital, while market risk has a positive and significant effect on the cost of equity capital. These findings advise company managers that paying attention to social responsibility can help reduce financing costs, and investors are also suggested to prioritize companies with strong CSR performance in their investments.

Keywords

Social responsibility, cost of equity capital, company size, market risk, return on net assets.

1-Department of Accounting, South Tehran Branch, Islamic Azad University, Tehran, Iran. (Corresponding Author) m_hamidian@azad.ac.ir

2-Department of Finance, South Tehran Branch, Islamic Azad University, Tehran, Iran. st_a_kianifar@azad.ac.ir

3-Department of Finance, South Tehran Branch, Islamic Azad University, Tehran, Iran. elnaz_sabzei@yahoo.com

4-Department of Finance, Yazd Branch, Islamic Azad University, Yazd, Iran. sa1988sh@yahoo.com