



The Moderating Role of The Non-Financial Performance of The Product Market in The Relationship Between ESG Activities with The Cost of Capital of Common Stock in Listed Companies in The Tehran Stock Exchange.

Zahra Zolfaghari

Department of Accounting, Isfahan (Khorasgan) Branch, Islamic Azad University, Isfahan, Iran.

Naser Izadinia (Corresponding author) .

Department of Accounting, University of Isfahan, Isfahan, Iran.

n.izadinia@ase.ui.ac.ir

Saeid Aliahmadi

Department of Accounting, Isfahan (Khorasgan) Branch, Islamic Azad University, Isfahan, Iran.

Article Info	Abstract
Article type: Research Article	The cost of capital of common stock is one of the basic concepts in the field of financial literature, which plays an important role in financial decisions. Managers, to determine financial resources, must determine the cost of providing financial resources and determine the factors affecting it. Companies that have disclosed ESG responsibility in their financial reports have a lower cost of capital than other companies. Companies are investing in competitive markets at an increasing speed to compete with developed economies. Examining the evidence on competitive markets is very important to understand how environmental, social, and corporate governance activities can shape future economic growth. The purpose of this research is to investigate the moderating role of the non-financial performance of the product market in the relationship between environmental, social, and corporate governance activities with the cost of capital in companies listed on the Tehran Stock Exchange in the 6-years between 1396 and it is 1401. 147 companies were selected by systematic elimination method to test the hypotheses, and the regression method of multivariable combined data was used. The findings showed that there is a negative relationship between ESG activities with the cost of capital in companies listed on the Tehran Stock Exchange. Also, the non-financial performance of the product market has a moderating role in the relationship between ESG activities and the cost of common stock capital. The findings of the research can provide evidence for company managers to determine a competitive strategy based on non-financial and forward-looking information reporting.
Article history: Received: 01 May 2024 Accepted: 16 Jul 2024	
Keywords: non-financial product market performance, ESG activities, Cost of capital of common stock	



نقش تعدیل‌کننده عملکرد غیرمالی بازار محصول در رابطه بین فعالیت‌های محیطی، اجتماعی و

راهبری شرکتی با هزینه سرمایه سهام عادی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق

بهادار تهران

زهرا ذوالفقاری

گروه حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد اصفهان (خوراسگان)، اصفهان، ایران.

ناصر ایزدی نیا (نویسنده مسئول)

گروه حسابداری، دانشگاه اصفهان، اصفهان، ایران.

n.izadinia@ase.ui.ac.ir

سعید علی احمدی

گروه حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد اصفهان (خوراسگان)، اصفهان، ایران.

اطلاعات مقاله

چکیده

نوع مقاله:

پژوهشی

تاریخچه مقاله:

تاریخ دریافت: ۱۲ اردیبهشت

ماه ۱۴۰۳

تاریخ پذیرش: ۲۶ تیرماه

۱۴۰۳

واژگان کلیدی:

عملکرد غیرمالی بازار محصول،

فعالیت‌های محیطی، اجتماعی و

راهبری شرکتی، هزینه سرمایه

سهام عادی.

هزینه سرمایه سهام عادی یکی از مفاهیم اساسی در حوزه ادبیات مالی است که در تصمیمات مالی نقش مهمی ایفا می‌کند. مدیران در راستای تعیین منابع مالی، باید هزینه تامین منابع مالی را مشخص و عوامل موثر بر آن را تعیین نمایند. شرکت‌هایی که به افشای مسئولیت پذیری اجتماعی، زیست محیطی و راهبری شرکت در گزارش‌های مالی اقدام کرده‌اند هزینه سرمایه بالطبع پایین‌تری نسبت به دیگر شرکت‌ها دارند. شرکت‌ها در بازارهای رقابتی با سرعت فزاینده‌ای برای رقابت با اقتصادهای توسعه یافته سرمایه‌گذاری می‌کنند. بررسی شواهد در مورد بازارهای رقابتی برای درک اینکه چگونه فعالیت‌های محیطی، اجتماعی و راهبری شرکتی می‌تواند رشد اقتصادی آینده را شکل دهد بسیار مهم است. هدف پژوهش حاضر، بررسی نقش تعدیل‌کننده عملکرد غیرمالی بازار محصول در رابطه بین فعالیت‌های محیطی، اجتماعی و راهبری شرکتی با هزینه سرمایه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۶ ساله بین سال‌های ۱۳۹۶ تا ۱۴۰۱ است. با روش حذف سیستماتیک، ۱۴۷ شرکت انتخاب گردید. و برای آزمون فرضیه‌ها، از روش رگرسیون داده‌های ترکیبی چند متغیره استفاده شد. یافته‌ها، نشان دادند بین فعالیت‌های محیطی، اجتماعی و راهبری شرکتی با هزینه سرمایه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه منفی وجود دارد. همچنین عملکرد غیرمالی بازار محصول دارای نقش تعدیل‌کننده بر رابطه بین فعالیت‌های زیست محیطی، اجتماعی و راهبری شرکتی و هزینه سرمایه سهام عادی است. یافته‌های پژوهش می‌تواند شواهدی برای مدیران شرکت‌ها به منظور تعیین استراتژی رقابتی در سایه گزارشگری اطلاعات غیرمالی و آینده‌نگر ارائه کند.



۱. مقدمه

در عصر کنونی مدیران مالی با محدودیت‌های مالی زیادی مواجه هستند، لذا به دنبال کم هزینه‌ترین روش تامین سرمایه جهت انجام فعالیت‌های اقتصادی در راستای افزایش ارزش شرکت، پرداخت بدهی‌ها در موعد مقرر، و استمرار فعالیت شرکت و انجام بیشتر معاملات داخلی و خارجی هستند. جهت رسیدن به اهداف فوق مدیران به دنبال راهکارهایی جهت فراهم نمودن منابع مالی مناسب با کمترین هزینه می‌باشند. هزینه سرمایه سهام عادی از مقولات مهم در تعیین راه کارهای بهینه در سرمایه‌گذاری، در تصمیم‌گیری‌ها و انجام فعالیت‌هایی جهت افزایش ارزش کلی واحد اقتصادی است. هرچه بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاران بیشتر شود شرکت متحمل هزینه سرمایه زیادی می‌شود و جهت افزایش ثروت سهامداران و کاهش هزینه سهام عادی است (قلعه و اهداف مدیران حداکثر کردن ثروت سهامداران و کاهش هزینه سرمایه سهام عادی است) (قلعه و دستگیر، ۱۴۰۲). هزینه سرمایه سهام عادی از نظر مفهومی در ارتباط با حداقل نرخ بازده مورد انتظاری تعریف می‌شود که شرکت می‌بایست به منظور جلب رضایت سرمایه‌گذاران خود به آن دست یابد. به عبارت دیگر در صورتی که بازده مورد انتظار از هزینه سرمایه سهام عادی کمتر باشد ارزش واحد اقتصادی کاهش خواهد یافت. بنابراین مدیریت برای حفظ ارزش واحد اقتصادی باید تلاش کند بازده مورد انتظار را حداقل به سطح هزینه سرمایه سهام عادی برساند. در این میان کلید موفقیت کاهش هزینه سرمایه سهام عادی است. در صورتی که مدیریت موفق شود هزینه سرمایه سهام عادی واحد اقتصادی را کاهش دهد، بازده مورد انتظار مازاد ناشی از اجرای پروژه‌های سودآوری که برای واحد اقتصادی رقیب با هزینه سرمایه سهام عادی بالاتر مقرون به صرفه نیست، بر ارزش واحد اقتصادی خواهد افزود. باید توجه داشت که شرکت برای کاهش هزینه سرمایه سهام عادی خود و افزایش ثروت سهامداران باید ریسک سرمایه‌گذاری را کاهش دهد. یکی از اجزای ریسک سرمایه‌گذاری در یک شرکت، ریسک اطلاعاتی آن است. به این معنی که هرچه دقت و کیفیت اطلاعات ارائه شده از سوی شرکت بالاتر باشد از دیدگاه سرمایه‌گذاران ریسک اطلاعاتی آن شرکت پایین‌تر خواهد بود. بنابراین توجه به کیفیت اطلاعات گزارش شده برای مدیران شرکت‌ها مهم و حیاتی است (کردستانی و مجدی، ۱۳۸۶). اهمیت فاکتورهای گزارشگری

زیست محیطی، اجتماعی و راهبری شرکتی در اطلاعات گزارش شده برای سرمایه‌گذاران در بیانیه ژانویه ۲۰۱۸ از لورنس فینک^۱، رئیس و مدیر عامل شرکت بلاک روک^۲، به عنوان رهبر بزرگترین شرکت‌های جهان بیان شده است. مطابق با این بیانیه، فشار رو به رشد سرمایه‌گذاران به مدیران شرکت‌ها برای رسیدگی به خطرات زیست محیطی، اجتماعی و راهبری شرکتی باعث ایجاد مقررات جدیدی شده است که افشای گزارشگری زیست محیطی، اجتماعی و راهبری شرکتی را در تعدادی از کشورها اجباری می‌کند (آسانته آپیاه^۳، ۲۰۲۰). شواهد تجربی اخیر نشان می‌دهد که شدت و دامنه پوشش رسانه‌ای اشتباهات گزارشگری زیست محیطی، اجتماعی و راهبری شرکتی یک شرکت می‌تواند بر درک سرمایه‌گذاران از یک شرکت، تأثیر بگذارد و می‌تواند ارزیابی آن‌ها از ریسک مالی آن شرکت را افزایش دهد (کولبل و همکاران^۴، ۲۰۱۷). در طی سال‌های اخیر گروه‌های مختلفی از سهامداران بر شرکت‌ها فشار آورده‌اند تا فراتر از سطح قانونی مورد نیاز اقدامات زیست محیطی، اجتماعی و راهبری شرکتی رفته و تأثیر خود را بر محیط و جامعه بهبود بخشند. در این راستا بیشتر تحقیقات مبتنی بر بازار، امروزه استدلال می‌کنند که اجرای کارآمد اقدامات گزارشگری زیست محیطی، اجتماعی و راهبری شرکتی با ایجاد روابط طولانی مدت با ذینفعان اصلی شرکت، یک مزیت رقابتی برای شرکت ایجاد می‌کند، چرا که می‌تواند اعتماد و حسن نیت ذینفعانشان را جلب کنند، دارای وفاداری برند بیشتری در بین مشتریان باشند و رضایت مشتریان را افزایش دهند (آراگون-کورا^۵، ۱۹۹۸). علی‌رغم این درک گسترده از اهمیت اقدامات گزارشگری زیست محیطی، اجتماعی و راهبری شرکتی و بسیاری از اقدامات مثبت در سطح جهان که در رابطه با اقدامات اجتماعی و زیست محیطی صورت گرفته است، به نظر می‌رسد که محیط به طور کلی در حال بدتر شدن است (دیگان^۶، ۲۰۱۷). سرمایه‌گذاران و تحلیلگران مالی به منظور ارزیابی عملکرد کلی و برآورد خطرهای زیست محیطی، دولت‌ها برای اجرای قوانین زیست محیطی و مشتریان به منظور حفاظت از حقوقشان به اطلاعات زیست محیطی و اجتماعی و راهبری نیاز

1 . Laurence Fink

2 .Black Rock

3 . Asante-Appiah

4 . Kölbel et al

5 . Aragón-Correa

6 . Deegan

دارند. انگیزه مدیر از افشای این اطلاعات آن است که به گروه‌های ذینفع نشان دهد که سازمان مطابق با انتظارات آن‌ها عمل می‌کند (مران جوری و علیخانی، ۱۳۹۳). بر اساس نظریه مشروعیت واحدهای تجاری می‌خواهند بدانند که آیا فعالیت آن‌ها از نگاه اشخاص خارج از سازمان مشروعیت لازم را دارد یا خیر. نظریه مشروعیت بر این مبنا استوار است که بین واحد تجاری و جامعه‌ای که واحد تجاری در آن فعالیت می‌کند، قرارداد اجتماعی وجود دارد (نیکو مرام و همکاران، ۱۳۹۲). طبق نظریه قرارداد اجتماعی، شرکت‌ها با جامعه قرارداد اجتماعی دارند تا وظایف مشخصی را بر اساس عدالت و طبق انتظارات صریح و قطعی شمار زیادی از افراد جامعه درباره رفتار و عملکرد واحد تجاری انجام دهند (حنیفا و کوک^۷، ۲۰۰۵). وقتی سازمان‌ها احتمال می‌دهند که شهرت و اعتبارشان به وسیله سوانح زیست محیطی تهدید شده و از مشروعیت آن‌ها کاسته شده، در جستجوی مدیریت بر فرایند مشروعیت از طریق تبلیغ راهبردهای مفید هستند (کورمیر و گوردن^۸، ۲۰۰۱) که افشای اطلاعات زیست محیطی و اجتماعی در گزارش‌های سالانه نمونه‌ای از آن است (دیگان^۹، ۲۰۰۲). شرکت‌هایی که سودآوری و نقدینگی بالاتری دارند تمایل بیشتری برای افشای اطلاعات و علامت‌دهی نسبت به عملکرد خوب جهت جذب سرمایه‌گذار و اعتماد سهامدار دارند، زیرا شرکت‌ها برای رسیدن به منابع محدود سرمایه در رقابت هستند. اگر شرکتی به لحاظ گزارشگری خوشنام باشد و در مورد فعالیت‌های خود از جمله فعالیت‌های زیست محیطی و اجتماعی و راهبری شرکتی، اطلاعات بیشتری اعلام و افشا نماید توانایی بیشتری در جذب سرمایه خواهد داشت چرا که اعتماد سرمایه‌گذاران را جلب خواهد کرد (دیگان، ۲۰۱۴). گزارشگری غیرمالی^{۱۰} به عنوان گامی اساسی در جهت شفافیت و پاسخگویی سازمانی تلقی می‌شود. در حالی که تعداد گزارش‌های غیرمالی منتشر شده هر ساله به طور تصاعدی طی دو دهه اخیر، رو به افزایش بوده است کیفیت و اثربخشی آن‌ها در مدیریت محیطی، اجتماعی و مسئولیت پذیری و عملکرد حاکمیتی زیر سوال رفته است. شرکت‌ها که به عنوان بخشی از جامعه دیده می‌شوند به طور فزاینده‌ای انتظار می‌رود که رفاه اجتماعی و عدالت زیست محیطی را با ادغام

7. Haniffa & Cooke

8. Cormier & Gordon

9. Deegan

10. NFR

موضوعات پایداری در استراتژی‌های خود ارتقا دهند. گزارشگری غیرمالی به عنوان یکی از گام‌های اصلی به سوی این یکپارچگی در نظر گرفته می‌شود. گزارشگری غیرمالی نه تنها یکی از کانال‌های ارتباطی با ذینفعان را ارائه می‌دهد بلکه از طریق آن سازمان می‌تواند پیشرفت خود را در برابر تعهدات محیطی و اجتماعی و حاکمیتی، بلکه عملیاتی کردن این ابعاد از عملکرد شرکت را افشا کنند و به این ترتیب انتظار می‌رود از انتقال پایداری در شرکت‌ها حمایت کنند. در طول دو دهه گذشته به دلیل فشار نهادی اعم از نظارتی و غیر قانونی برای شفافیت پاسخگویی تعداد شرکت‌هایی که اطلاعات غیرمالی را گزارش می‌کنند بطور تصاعدی در حال رشد بوده است که این امر با توسعه استانداردهای گزارشگری جهانی و همچنین حرفه‌ای شدن این حوزه همراه بوده است. برخی از نویسندگان استدلال می‌کنند که رویکرد داوطلبانه اعتبار گزارش‌دهی غیرمالی و اثر بخشی آن به عنوان یک ابزار استراتژیک برای مدیریت اجتماعی، زیست محیطی و حاکمیتی را تضعیف می‌کند. بنابراین محققان خواستار اجرای قوانین افشای اجباری با حمایت از اقدامات اجرایی قوی هستند (برام و همکاران^{۱۱}، ۲۰۱۶). بقای یک سازمان، نیازمند حمایت از سوی جامعه‌ای است که سازمان در آن فعالیت می‌کند. اگر مشاهده شود سازمانی درگیر فعالیت‌های اجتماعی نامطلوب شده است، جامعه از تأیید آن سازمان صرف‌نظر می‌کند و این امر منجر به نابودی آن می‌شود. به‌منظور حفظ موقعیت در جامعه، مدیریت ممکن است اطلاعات مرتبط با فعالیت‌های زیست محیطی و اجتماعی و راهبری سازمان را منتشر کند. اشخاص یا سازمان‌ها حق دارند هدف‌های شخصی و علایق خود را دنبال کنند اما این حقوق به‌وسیله محیط‌زیست و اجتماعی و حاکمیتی که در آن وجود دارند تعدیل می‌شود (دیگان، ۲۰۱۴). یکی از مهم‌ترین اطلاعاتی که در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران و سهام‌داران مدنظر قرار می‌گیرد، اطلاعات مربوط به فعالیت‌های نظام راهبری شرکتی، مسئولیت اجتماعی و زیست محیطی است. هرچه شرکت در زمینه فعالیت‌های زیست محیطی، اجتماعی و راهبری شرکتی عملکرد بهتری داشته باشد شهرت شرکت افزایش پیدا کرده و از طریق جذب مشتریان وفادار به محصولات شرکت منجر به حفظ مزیت رقابتی، بهبود ارزش شرکت و تضمین بقای شرکت در بلندمدت می‌گردد (سعیدی، سوفیان

11. Braam et al

و سعیدی^{۱۲}، ۲۰۱۵). شرکت‌هایی که رتبه فعالیت‌های زیست محیطی، اجتماعی و راهبری ارزشمندی دارند به ایجاد مزیت رقابتی و عملکرد مالی بهتر شرکت کمک می‌کنند (گارسیا و پاردو^{۱۳}، ۲۰۱۰). پژوهش شیخ^{۱۴} (۲۰۱۸) نشان داده است که رابطه بین فعالیت‌های اجتماعی، زیست محیطی و راهبری شرکتی و ارزش بازار یک شرکت تحت تأثیر رقابت بازار محصول است و شرکت‌ها تمایل دارند در بازار رقابتی شدید در مقایسه با یک بازار کم رقابت بر فعالیت‌های مسئولیت اجتماعی، زیست محیطی و راهبری شرکتی تمرکز کنند، زیرا مزایای فعالیت‌های زیست محیطی، اجتماعی و راهبری شرکتی یک استراتژی تمایز، در به دست آوردن مزیت رقابتی، در یک بازار رقابتی بسیار بزرگ است. در نتیجه، مشارکت بیشتر فعالیت‌های اجتماعی، زیست محیطی و راهبری شرکتی در یک محیط بازار رقابتی وجود دارد. شرکت‌ها تمایل دارند ارزش خود را از طریق سرمایه‌گذاری بلند مدت در فعالیت‌های اجتماعی، زیست محیطی و راهبری شرکتی با استفاده از وجوه انعطاف‌پذیر در یک محیط کمتر رقابتی افزایش دهند، و بر این اساس، افزایش فعالیت‌های مسئولیت‌های اجتماعی تأثیر مثبتی بر بازده بازار سهام دارد. رقابت زیاد در بازار، مدیران را وادار می‌کند که بیشتر روی پروژه‌های کوتاه مدتی تمرکز کنند که مستقیماً بر ثروت سهامداران تأثیر می‌گذارد تا در پروژه‌های بلند مدت مانند فعالیت‌های مسئولیت‌های اجتماعی یا فعالیت‌های زیست محیطی، اجتماعی و راهبری شرکتی. نتایج تجربی متفاوت درخصوص نقش تعدیل‌کنندگی عملکرد غیرمالی رقابت بازار محصول بر هزینه سرمایه را می‌توان اینگونه استدلال کرد که ناتوانی در ایجاد سرمایه‌گذاری‌های رقابتی و استفاده از فرصت‌های رشد، منجر به از دست رفتن موقعیت و جایگاه شرکت در بازار می‌شود. رقابت در بازار محصول از طریق تأثیر بر ریسک عدم پرداخت بدهی و همچنین ارزش انحلال دارایی‌های شرکت به عنوان یک عامل تعیین کننده هزینه بدهی بانکی قلمداد می‌شود همچنین فشارهای رقابتی باعث کاهش قدرت بازار و سودآوری شرکت، و از طرفی منجر به کاهش قابلیت وثیقه‌گذاری سود و افزایش ریسک جریان‌های نقدی شده، و شرایط را برای وام‌گیرندگان سخت‌تر می‌کند (تیروله^{۱۵} ۲۰۰۶). در واقع برای

12. Saeidi, Sofian & Saeidi

13. Garcia & Pardo

14. Sheikh

15. Tirole

سطح معینی از بدهی، با افزایش رقابت نرخ بازده بدهی تعهد شده نیز افزایش می‌یابد و نشان می‌دهد که رقابت باعث افزایش مالکیت فردی و نوسان جریان‌های نقدی می‌شود. شرکت‌ها با یک ریسک رقابتی که همان خطر شکار توسط شرکت‌های رقیب است مواجه هستند اگر شرکت‌ها دسترسی محدودی به منابع مالی خارجی داشته باشند رقبای مالی با اتخاذ استراتژی‌های جسورانه قیمت‌گذاری بطور قابل توجهی باعث افزایش ریسک تجاری شرکت‌های کنونی می‌شوند (بالتون و اسپارفستین^{۱۶}، ۱۹۹۰). شرکت‌هایی که قادر به استفاده کامل از فرصت‌های سرمایه‌گذاری خود نیستند در معرض خطر از دست دادن این فرصت‌ها به رقبای قرار می‌گیرند این خطرها (سرمایه گذاری ناکافی و شکار توسط رقبای) عواقب زیادی برای تامین مالی شرکت‌ها دارد (هوشالتر و همکاران^{۱۷}، ۲۰۰۷). خطر از دست دادن فرصت‌های سرمایه‌گذاری یک عامل کلیدی در تعیین خطر شکار می‌باشد و هرچه این وابستگی بیشتر، خطر شکار افزایش می‌یابد به این ترتیب شدت تعامل میان شرکت‌ها منجر به بزرگ‌نمایی قرار گرفتن شرکت در موقعیت رقابتی و همچنین افزایش احتمال عدم پرداخت بهره توسط شرکت می‌شود (فروت و همکاران^{۱۸}، ۱۹۹۳). عملکرد زیست محیطی، اجتماعی و راهبری شرکتی از جهات مختلفی بر هزینه سرمایه سهام عادی اثر می‌گذارد: اول، اگر فعالیت‌های زیست محیطی، اجتماعی و راهبری شرکتی بر ریسک شرکت اثر گذار باشد، شرکت‌هایی که رویه‌های عملکرد زیست محیطی، اجتماعی و راهبری شرکتی را اتخاذ می‌نمایند از مزیت هزینه تامین مالی کمتری برخوردار می‌شوند. دوم، با افزایش عملکرد پایداری و عوامل زیست محیطی، اجتماعی و راهبری شرکتی در سطح شرکت، کاهش مشکلات نمایندگی و عدم تقارن اطلاعاتی در نتیجه اتخاذ کیفیت استانداردهای حسابداری زیست محیطی، اجتماعی و راهبری شرکتی منجر به کاهش هزینه سرمایه می‌گردد (ناس^{۱۹}، ۲۰۲۱). شرکت‌ها فعالیت‌های زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیتی را تقویت می‌کنند که عناصر حیاتی برای مدیریت پایدار هستند با این حال به دلیل عدم توجه کامل بر مکانسیم‌های داخلی و شرایط خارجی، یافته‌های متناقضی در مورد رابطه بین فعالیت‌های محیطی، اجتماعی و راهبری و هزینه سرمایه شرکت‌ها

16. Bolton & Scharfstein

17. Haushalter et al

18. Froot et al

19. Nass

در مطالعات قبلی وجود دارد از طرفی پژوهش در زمینه گزارشگری اطلاعات غیرمالی و آینده-نگر (فعالیت محیطی، اجتماعی و راهبری شرکتی) در کشورهای کمتر توسعه یافته و در حال توسعه اهمیت بیشتری دارد. پژوهش حاضر با ارائه نتایج در خصوص افشای اطلاعات غیرمالی تاریخی و آینده‌نگر و اثر آن بر هزینه سرمایه شرکت می‌تواند فعالان بازار سرمایه را در ارزیابی سطح افشای غیرمالی و رتبه بندی صحیح شرکت‌ها یاری رساند. همچنین با توجه به محیط اقتصادی سیاسی حاکم بر جامعه می‌تواند رفتار شرکت‌ها در این خصوص را ارزیابی نموده و به تحلیل‌گران مالی و عموم استفاده‌کنندگان از اطلاعات غیرمالی و مالی اطلاعات سودمندی به منظور ارزیابی عملکرد شرکت‌ها در پرتوی رعایت حقوق کلیه ذینفعان ارائه نماید و در نهایت به شرکت‌ها در خصوص تعیین استراتژی مناسب رقابتی و همچنین طراحی استراتژی هدفمند و هوشمندانه برای استحکام جایگاه خود در بازار و افزایش سهم بازار آن‌ها از طریق گزارشگری فعالیت محیطی، اجتماعی و راهبری شرکتی کمک می‌کند و به دنبال این پرسش است که آیا عملکرد غیرمالی بازار محصول در رابطه بین فعالیت‌های محیطی، اجتماعی و راهبری شرکتی با هزینه سرمایه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر دارد؟

۲. مبانی نظری و پیشینه پژوهش

از جمله اهداف مدیران در شرکت‌ها، حداکثر کردن ثروت سهامداران و کاهش هزینه سرمایه سهام عادی است. هزینه سرمایه سهام عادی در کنار ساختار سرمایه، تقریباً در اکثر تصمیم‌های مدیریتی و مالی از جمله عوامل مهم به شمار می‌رود. هزینه سرمایه سهام عادی در موارد بسیاری چون اتخاذ تصمیمات بودجه‌بندی سرمایه‌ای، استمرار ساختار بهینه و مدیریت سرمایه در گردش استفاده می‌شود (تقی زاده و همکاران، ۱۴۰۲). بطور سنتی فرض بر این است که هدف اولیه یک شرکت کسب سود و افزایش ارزش آن در بلند مدت است. این دیدگاه فقط سهامداران را در نظر می‌گیرد. با این حال در دهه‌های اخیر بطور فزاینده‌ای پذیرفته شده است که شرکت‌ها نه تنها در قبال سهامداران خود بلکه در قبال گروه گسترده‌تری از ذینفعان نیز مسئولیت دارند که رایج‌ترین آن مسئولیت در قبال جامعه است. مشارکت در فعالیت‌های اجتماعی می‌تواند با ایجاد دارایی‌های مرتبط و سرمایه اخلاقی به کاهش هزینه‌های سرمایه و تضاد منافع در شرکت کمک کند که این امر در نهایت می‌تواند با افزایش ارزش و عملکرد شرکت نمایان گردد. زمانی که سازمان‌ها در

مسئولیت‌های اجتماعی مشارکت می‌کنند می‌توانند مزیت‌های زیادی از جمله کاهش نرخ گردش کارکنان، افزایش رضایت شغلی کارکنان، افزایش رضایت مشتری، تقویت وفاداری مشتری را به دست آورند که در نهایت این عوامل می‌تواند به افزایش عملکرد مالی شرکت کمک کند (رحمان^{۲۰} و همکاران، ۲۰۱۵). نتایج مطالعات میسر^{۲۱} (۲۰۱۱)، نشان داد که، چنانچه شرکت‌ها افزایش گزارشگری فعالیت‌های زیست محیطی، اجتماعی و راهبری شرکتی را در دستور کار خود قرار دهند می‌توانند هزینه سرمایه خود را کاهش داده و دارای مزیت رقابتی با شرکتی باشند که چنین گزارشاتی را افشا نمی‌کنند. از طرفی مدیران عامل شرکت‌ها به طور کلی در پروژه‌های مسئولیت اجتماعی، شرکت می‌کنند تا از سرمایه‌گذاران در برابر خطرات مربوط به ذینفعان، تئوری نمایندگی محافظت کنند. برخی از مدیران عامل از مسئولیت اجتماعی شرکت برای تقویت روابط تجاری با شرکای تجاری و کاهش خطرات عملیاتی سرمایه‌گذاران شرکت استفاده می‌کنند. مفهوم پایداری و توسعه پایدار ارتباط نزدیکی با مفاهیم مسئولیت اجتماعی، محیطی و راهبری شرکتی دارد چرا که تلاش‌ها و ابتکارات انجام شده تحت فعالیت‌های اجتماعی، محیطی و راهبری شرکتی بر بقا و رفاه همه ذینفعان مرتبط متمرکز است (ایلکر یلماز^{۲۲}، ۲۰۲۲). مفهوم فعالیت‌های محیطی، اجتماعی و راهبری شرکتی به طور رسمی به عنوان یک روش سیستماتیک برای ترویج توسعه پایدار شرکت‌ها است. فعالیت‌های محیطی، اجتماعی و راهبری شرکتی، نه تنها چارچوب اصلی و نیاز داخلی شرکت‌ها برای پیگیری توسعه سبز است، بلکه نقطه شروع مهمی برای ارتقای توسعه اقتصادی با کیفیت بالا است (یانگیا و همکاران^{۲۳}، ۲۰۲۳). از دیدگاه تاریخی، توسعه و تمرکز گزارشگری با محوریت پایداری دارای روند تکاملی است. به‌گونه‌ای که در دهه ۱۹۷۰ میلادی گزارشگری مالی سنتی در کشورهای غربی در برخی از مواقع با گزارش‌های اجتماعی اضافی تکمیل می‌شد و در دهه ۱۹۷۰ میلادی این تمرکز به سمت موضوع‌های زیست محیطی، از قبیل تولید ضایعات و آلودگی سوق پیدا کرد و بیشتر جایگزین اولویت گزارشگری اجتماعی شد. در پایان دهه ۱۹۹۰ میلادی توجه هم‌زمان به ابعاد زیست محیطی و اجتماعی در یک گزارش سبب

20 . Rehman et al

21 . Mishra

22 . Ilker Yilmaz

23 . Yanghuai et al

شد گزارشگری آن مجزا از گزارش‌های مالی سنتی مطرح شود. این روند همگام با توسعه و تدوین استانداردهای داوطلبانه از طریق الگوی گزارشگری جهانی بوده است که امروزه استاندارد جهانی برای گزارشگری پایداری در نظر گرفته می‌شود در واقع، گزارشگری پایداری، گزارش سازمانی است که علاوه بر عملکرد اقتصادی، اطلاعاتی دربارهٔ عملکرد زیست محیطی، اجتماعی و نظام راهبری شرکت را در اختیار استفاده‌کنندگان قرار می‌دهد (عیدی و همکاران، ۱۳۹۸). با وجود رشد و توجه زیاد کشورها و شرکت‌ها به مقولهٔ پایداری، توجه کافی به موضوع پایداری در ایران نشده است. در زمینه مدیریت شیوه‌های پایدار افشای اطلاعات غیرمالی اهمیت خاصی دارد زیرا از یک سو محتوای اطلاعات افشا شده را گسترش می‌دهد و از سوی دیگر، طیف گیرندگان آن اطلاعات را تقویت می‌کند. افشای اطلاعات غیرمالی به شرکت‌ها اجازه می‌دهد تا اطلاعات مربوط به فعالیت‌های زیست محیطی، اجتماعی و راهبری شرکتی را افشا کنند. افشای اطلاعات غیرمالی طیف گسترده‌ای از ذینفعان را در بر دارد که از مشتریان و کارگران گرفته تا تامین‌کنندگان و دولت را شامل می‌شود. افشای اطلاعات غیرمالی ارزش قابل توجهی برای سرمایه‌گذاران دارد چرا که بر تصمیمات سرمایه‌گذاری آنان بسیار تاثیر گذار است. اطلاعات مالی فاقد توانایی به تصویر کشیدن ارزش‌داری‌های نامشهود هستند و تمرکز آنها بیشتر بر عملکرد کوتاه مدت و ثبت گذشته است. در مقابل اطلاعات غیرمالی این پتانسیل را دارد که عدم تقارن اطلاعاتی بین شرکت و سرمایه‌گذاران را کاهش دهند و مزایای مالی ایجاد کند و باعث صرفه‌جویی در هزینه سرمایه می‌گردند. افشای اطلاعات غیرمالی در شناخت تأثیری که مسائل محیطی، اجتماعی و راهبری شرکتی بر شهرت و تصویر شرکت، مزیت رقابتی و تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری دارند بطور فزاینده‌ای اهمیت پیدا می‌کند (جکسون و همکاران^{۲۴}، ۲۰۲۰). اطلاعات مربوط به عملکرد مالی برای ارزیابی عدم قطعیت‌های آینده ناشی از تغییرات در محیط کسب و کار و امکان دستیابی به پایداری شرکت کافی نیست، بنابراین ارزیابی عملکرد غیرمالی ضروری است. با توجه به رابطه بین عملکرد مالی و غیرمالی، هوک^{۲۵} (۲۰۰۵) بیان می‌کند شرکت‌هایی که عوامل موفقیت خود را از طریق سنجش عملکرد غیرمالی به وجود می‌آورند، عملکرد مالی بالاتری را نشان می‌دهند. بسیاری از

24. Jackson et al

25. Hoque

مطالعات استدلال می‌کنند که برخی از فعالیت‌های تجاری شرکت‌ها بر عملکرد مالی از طریق عملکرد غیر مالی تاثیر می‌گذارد. بنابراین در بسیاری موارد عملکرد غیر مالی در میانجی‌گری تاثیر استراتژیک شرکت بر عملکرد مالی نقش دارد. در این پژوهش عملکرد غیر مالی بر اساس ویژگی-های محصول (رقابت بازار) اندازه‌گیری می‌شود که به عنوان عاملی که نقش تعدیل‌کننده‌ای در رابطه بین فعالیت‌های اجتماعی، زیست محیطی و راهبری شرکتی با هزینه سرمایه سهام عادی شرکت دارند بررسی می‌شود. تئوری‌های مختلفی وجود دارد که انگیزه شرکت برای افشای اطلاعات زیست محیطی، اجتماعی و راهبری شرکتی را توضیح می‌دهد. پرسش‌های این موضوع بر اساس تئوری‌های نمایندگی^{۲۶} (بارنا و رایین^{۲۷}، ۲۰۱۰)، تئوری ذینفعان^{۲۸} (گیلبرت و راج^{۲۹}، ۲۰۰۸)، تئوری مشروعیت^{۳۰} (ادونوان^{۳۱}، ۲۰۰۲)، تئوری علامت‌دهی^{۳۲} (کونلی و همکاران^{۳۳}، ۲۰۱۱) و تئوری اقتصاد سیاسی^{۳۴} (مهرانی و همکاران، ۱۳۹۲)، مطرح شده‌اند. یکی از دلایل مهم تقاضا برای افشای اطلاعات، مسائل نمایندگی و عدم تقارن اطلاعات است. طبق تئوری نمایندگی به دلیل تضاد منافع بین مدیران و مالکان، مالکان در پی انعقاد قراردادهایی جهت کمینه نمودن این تضاد منافع هستند. بر اساس تئوری نمایندگی شرکت‌ها زمانی به افشای اختیاری می‌پردازند که این اقدام موجب افزایش رفاه شخصی آن‌ها شود (خدادادی و بنایی، ۱۳۹۵). افشای بیشتر اطلاعات می‌تواند منجر به کاهش هزینه‌های نظارت بر نمایندگی شده و جریان‌های نقدی مربوط به سهامداران و ارزش شرکت را افزایش دهد (حیدرزاده و رضایی، ۱۳۹۳). بنابراین کاهش ریسک خطر اخلاقی در راستای کاهش هزینه نمایندگی و هزینه قراردادها و جلب اعتماد سهامداران، عاملی برای افشای اختیاری گزارشات فعالیت‌های زیست محیطی، اجتماعی و راهبری شرکتی هست. نظریه ذینفعان بیان می‌کند که ذینفعان نسبت به فعالیت یک سازمان اقتصادی ذی‌حق و ذینفع هستند. بر این

26. Agency Theory

27. Barnea & Rubin

28. . Stakeholders Theory

29. . Gilbert & Rasche

30. Legitimacy Theory

31. O'donovan

32. Signaling Theory

33. Connelly et al

34. Political-Economy Theory

اساس مدیریت باید سازمان را در جهت حداکثر کردن منافع همه ذینفعان اداره کند. ذینفعان توجه زیادی به موضوعات مسئولیت اجتماعی در یک شرکت دارند بر اساس نظریه ذینفعان فعالیت‌های پایدار عملکرد، از طریق انجام مسئولیت‌های اجتماعی و محیطی و بهبود شهرت شرکت در بلند مدت ارزش شرکت را افزایش می‌دهد (دریائی و همکاران، ۱۳۹۱).

هزینه سرمایه و اجزای آن منعکس کننده ادراک تامین کنندگان سرمایه است. هزینه بدهی منعکس کننده درک و ارزیابی ریسک اعتبار دهندگان، یعنی بانک‌ها و دارندگان اوراق قرضه است و هزینه حقوق صاحبان سهام منعکس کننده درک و ارزیابی چشم انداز سهامداران فعلی و بالقوه است. بنابراین هزینه سرمایه با مشخصات ریسک یک شرکت مرتبط است و فعالیت‌های زیست محیطی، اجتماعی و راهبری شرکتی نقش مهمی در کاهش ریسک سیستماتیک و غیر سیستماتیک دارد. همچنین شهرت یکی دیگر از مفاهیم مرتبط است و شرکت‌ها با سرمایه‌گذاری در پروژه فعالیت‌های مسئولیت‌های اجتماعی، محیطی و راهبری شرکتی و شیوه‌های تجاری پایدار هدفشان بهبود شهرت است. عدم تقارن اطلاعاتی بین استفاده کنندگان داخلی و خارجی اطلاعات، دلیل مهمی برای ناکارآمدی بازار است و بر هزینه سرمایه تاثیر می‌گذارد. با این حال مطالعات متعدد گزارش می‌کنند که عدم تقارن اطلاعاتی یکی از عوامل محرک شرکت‌ها برای مشارکت در فعالیت‌های محیطی، اجتماعی و محیطی است (مارتینز و همکاران^{۳۵}، ۲۰۱۶). همچنین لی و لیو^{۳۶} در تحقیقی که در سال ۲۰۱۸ انجام دادند به این نتیجه رسیدند که افشای اطلاعات فعالیت‌های محیطی، اجتماعی و راهبری شرکتی باعث کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و ریسک تخمین می‌شود، که این موارد به نوبه خود باعث کاهش هزینه سرمایه می‌گردد. شرکت‌هایی که فعالیت‌های زیست محیطی، اجتماعی و راهبری شرکتی را به عنوان سرمایه‌گذاری در دارایی‌های نامشهود مثل، شهرت و سرمایه انسانی می‌دانند و امتیاز بالایی در چنین فعالیت‌هایی دارند می‌توانند با جذب و حفظ کارکنان با استعداد، بهبود بهره‌وری و افزایش وفاداری مشتریان باعث پایداری و رقابت پذیری بلند مدت شرکت شوند (رندی و آندره^{۳۷}، ۲۰۲۲). افشای اطلاعات غیر مالی در حال تبدیل شدن به یک موضوع استراتژیک است چرا که تاثیر چنین اطلاعاتی بر منابع داخلی و خارجی شرکت‌ها

35. Martinez et al

36. Li & Liu

37. Randy & Andrea

کاملاً واضح است و افشای اطلاعات غیرمالی منجر به تصویر بهتر شرکت، پذیرش مشتری و اعتماد و همچنین اعتبار شرکت می‌شود (مگنانلی و ایزو^{۳۸}، ۲۰۱۷). بطور کلی تحقیقات انجام شده نشان می‌دهد گزارش اطلاعات غیر مالی با کیفیت بالا می‌تواند هزینه سرمایه شرکت را کاهش دهد زیرا عدم قطعیت و عدم تقارن اطلاعاتی را در آینده کاهش می‌دهد (لامرت و همکاران^{۳۹}، ۲۰۰۷). وجود اطلاعات فعالیت‌های محیطی، اجتماعی و راهبری شرکتی باعث اطلاعات مفیدی برای سرمایه‌گذاران می‌شود که امکان سرمایه‌گذاری دقیق را برای آن‌ها فراهم می‌نماید و باعث افزایش آگاهی، شهرت و اعتماد به شرکت می‌گردد و توانایی تحمل رقابت در بازارهای مالی را افزایش می‌دهد، همچنین باعث کاهش عدم تقارن اطلاعاتی در شرکت‌ها شده که خود باعث کاهش هزینه سرمایه می‌گردد (مورون و همکاران^{۴۰}، ۲۰۲۱). بازارهای رقابتی این فرصت را برای شرکت‌ها فراهم می‌کند تا محصولات خود را متمایزکنند، بهره‌وری کارکنان را بهبود بخشند و در نهایت مزیت رقابتی برای شرکت‌ها ایجاد کنند. در این مورد، فعالیت‌های مسئولیت اجتماعی، زیست محیطی و راهبری شرکتی نشان دهنده یک ابزار رقابت و تمایز است. از آنجایی که نشرخبرهای منفی در خصوص فعالیت‌های زیست محیطی، اجتماعی و راهبری شرکتی می‌تواند منجر به زیان‌های اعتباری و احتمالاً مالی فراوان شود، چنین جنجال‌هایی، خطری برای ثبات کلی شرکت‌ها و اقتصاد است. در حالی که اجماع آکادمیک فزاینده‌ای وجود دارد که افزایش رقابت در شرکت‌ها منجر به کارایی و ثبات بیشتر آن‌ها می‌شود. افزایش رقابت می‌تواند شرکت‌ها را به سمت موضع اتخاذ مسئولانه‌تر اجتماعی و اخلاقی سوق دهد تا شهرت خوبی بدست آورند و موقعیت خود را در بازار تقویت کنند، که خود منجر به بحث‌های کمتری در خصوص فعالیت‌های اجتماعی، زیست محیطی و راهبری شرکتی می‌گردد. رقابت بالا در بازار به عنوان یک مکانیزم انضباطی موثر، شرکت‌ها را از درگیر شدن در اقدامات غیراخلاقی که منجر به جنجال‌های فعالیت‌های اجتماعی، زیست محیطی و راهبری شرکتی می‌شود، منصرف می‌کند. (انگینر و همکاران^{۴۱}، ۲۰۱۴). اثر واسطه‌ای عملکرد غیر مالی بر رابطه بین فعالیت‌های محیطی، اجتماعی و حاکمیتی و

38. Magnanelli & Izzo

39. Lambert et al

40. Morrone et al

41. Anginer et al

عملکرد مالی با حفاظت از منافع ذینفعان از طریق فعالیت‌های مدیریت پایدار، یک شرکت می‌تواند شهرت خود را بهبود بخشد و شانس بقای بلند مدت خود را افزایش دهد. علاوه بر این شهرت مثبت شرکت، می‌تواند مشتریان وفادار را برای محصولات و خدمات یک شرکت ایجاد کند که می‌تواند به بهبود ارزش شرکت کمک کند (سعیدی و همکاران^{۴۲}، ۲۰۱۵). فعالیت‌های شرکت در هر زمینه‌ای از فعالیت‌های محیطی، اجتماعی و حاکمیتی می‌تواند خطر عدم تقارن اطلاعات و انتخاب‌های اشتباه را کاهش دهد. بنابراین به عنوان سیگنال ارائه شده توسط شرکت، از جمله اطلاعات مفید برای سهامداران برای تصمیم‌گیری دقیق عمل می‌کند (ژانگ و همکاران^{۴۳}، ۲۰۲۰). تأثیر فعالیت‌های محیطی، اجتماعی و حاکمیتی بر شاخص‌های مالی شرکت‌ها از نظر تئوری و عملی، که منجر به رونق تحقیقات در مورد روابط آن‌ها می‌شود، بسیار مهم است. از نظر تئوری، برخی از محققان بر این باورند که عملکرد محیطی، اجتماعی و راهبردی شرکتی تأثیر مثبتی بر عملکرد اقتصادی دارد، در حالی که برخی دیگر استدلال می‌کنند که فعالیت‌های محیطی، اجتماعی و راهبردی شرکتی هیچ رابطه‌ای ندارد یا حتی همبستگی منفی با عملکرد مالی شرکت دارد. در حال حاضر شرکت‌های زیادی در تمامی جهان، به مسئولیت خود واقف و در جهت ایفای آن می‌کوشند. مسئولیت‌پذیری زیست محیطی، اجتماعی و راهبردی شرکتی را می‌توان با گزارشگری مسئولیت اجتماعی سنجید که با استفاده از آن شرکت‌ها می‌توانند اقدامات خود را در جهت ارتقای کیفیت زندگی آحاد جامعه به اطلاع کلیه افراد جامعه و نهادهای ذینفع برسانند (مران جوری و علی خانی، ۱۳۹۳). در خصوص مطالعات انجام شده مرتبط با موضوع پژوهش با بررسی‌های انجام شده مشخص گردید تا کنون در داخل کشور پژوهشی به بررسی همزمان عملکرد غیرمالی بازار محصول و فعالیت‌های زیست محیطی، اجتماعی و راهبردی شرکتی با هزینه سرمایه سهام عادی شرکت صورت نگرفته است. به عنوان نمونه سجادی و حسن زاده (۱۴۰۲)، تنها به بررسی یک بعد از ابعاد فعالیت‌های زیست محیطی، اجتماعی و راهبردی شرکتی شامل بعد تعدیل‌کننده حاکمیت شرکتی بر هزینه سرمایه در صنعت پرداخته‌اند. همچنین مشایخی و همکاران (۱۴۰۲)، دو بعد از ابعاد فعالیت‌های زیست محیطی، اجتماعی و راهبردی شرکتی شامل بعد نقش تعدیل‌کننده

42. Saeidi et al

43. Zhang et al

حاکمیت شرکتی و افشای مسئولیت اجتماعی را بر رفتار فرصت طلبانه مدیران را مورد مطالعه قراردادده‌اند و در خصوص عملکرد غیرمالی بازار محصول و نقش تعدیل‌کنندگی آن پژوهشی تا کنون صورت نگرفته است. سجادی و حسن زاده، (۱۴۰۲) در پژوهش خود با عنوان همبستگی درون صنعتی، تنوع سبد سهامداران عمده و هزینه سرمایه شرکت: نقش تعدیل‌گر حاکمیت شرکتی، به این نتیجه رسیدند که تنوع سبد سهامداران عمده و همبستگی درون صنعتی بر هزینه سرمایه تاثیر منفی و معنی‌دار دارد. همچنین تمرکز مالکیت و تنوع جنسیتی در ترکیب تمرکز مالکیت، ارتباط میان تنوع سبد سهامداران با هزینه سرمایه را تقویت می‌کند و رابطه بین همبستگی درون صنعتی و هزینه سرمایه را تضعیف می‌نماید. مشایخی و همکاران (۱۴۰۲)، در پژوهشی به بررسی افشای مسئولیت پذیری اجتماعی شرکتی و رفتار فرصت طلبانه مدیریت با نقش تعدیل‌گر حاکمیت شرکتی پرداختند و به این نتیجه رسیدند که میان افشای فعالیت‌های محیطی، اجتماعی و راهبری شرکتی و مدیریت سود تعهدی و واقعی، به ترتیب ارتباط مثبت و منفی وجود دارد. همچنین استقلال هیئت مدیره و مالکیت نهادی، ارتباط میان افشای فعالیت‌های محیطی، اجتماعی و راهبری شرکتی و مدیریت سود واقعی و تعهدی را به ترتیب تقویت و تضعیف می‌کنند. علاوه بر این، نتایج آزمون علیت معکوس، ارتباط دو طرفه میان افشای فعالیت‌های محیطی، اجتماعی و راهبری شرکتی و مدیریت سود را تأیید کرد. رحمانی و همکاران (۱۴۰۲)، در پژوهشی رتبه اعتباری و هزینه سرمایه شرکت‌ها را مورد بررسی قرار دادند و به این نتیجه رسیدند که هرچه رتبه اعتباری افزایش پیدا کند هزینه حقوق صاحبان سهام افزایش و هزینه بدهی کاهش پیدا می‌کند که حاکی از وجود رابطه معنادار بین آن‌ها است. همایون و همکاران (۱۴۰۲)، در پژوهش خود با عنوان اثر افشای داوطلبانه اطلاعات غیرمالی تاریخی و آینده‌نگر بر عملکرد پایداری غیرمالی شرکت‌ها به این نتیجه رسیدند که افشای داوطلبانه اطلاعات غیرمالی تاریخی بر بهبود عملکرد پایداری غیرمالی شرکت‌ها تاثیر مثبت و معناداری دارد در صورتی که اطلاعات داوطلبانه غیرمالی آینده‌نگر تاثیری ندارد. رحیم نژاد و همکاران (۱۴۰۱)، در پژوهش خود به عنوان راهبری شرکتی و هزینه نمایندگی (با رویکرد مبتنی بر مدل) و نقش میانجی سیاست‌های مالی، با استفاده از مدل یابی معادلات ساختاری و با نظر به غیر نرمال بودن داده‌های پژوهش به این نتیجه رسیدند که راهبری شرکتی به نسبت سود تقسیمی تاثیر مثبت، و نسبت بدهی بر هزینه نمایندگی تاثیر منفی دارد. و به دلیل تاثیر

نسبت بدهی بر هزینه نمایندگی، اصلاح دیدگاه سهامداران برای هدایت تعدیل نسبت بدهی در راستای هزینه سرمایه را پیشنهاد کردند. آرین پور و همکاران (۱۳۹۸)، در پژوهشی به تحلیل عملکرد پایدار اجتماعی و تاثیر آن بر هزینه سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند، که نتایج تحقیق حاکی از آن بود که اطلاعات عملکرد پایدار اجتماعی بر هزینه سرمایه شرکت‌ها تاثیر مثبت دارد. یانگیا و همکاران^{۴۴} (۲۰۲۳)، در پژوهش خود به عنوان تأثیر عملکرد محیطی، اجتماعی و راهبری شرکتی بر هزینه سرمایه سهام، نشان دادند که فعالیت‌های محیطی، اجتماعی و راهبری شرکتی می‌تواند نه تنها به طور مستقیم، بلکه به طور غیرمستقیم هزینه سرمایه سهام را با کاهش ریسک بازار شرکت‌ها و افزایش تنوع سهام آن‌ها کاهش دهد. ایلکر یلماز^{۴۵} (۲۰۲۲)، در پژوهشی به بررسی عملکرد پایداری مبتنی بر فعالیت‌های محیطی، اجتماعی و راهبری شرکتی و تاثیر آن بر هزینه سرمایه پرداختند. نتیجه تحقیق نشان داد رابطه‌ای معکوس بین هزینه سرمایه و امتیازات فعالیت‌های محیطی، اجتماعی و راهبری شرکتی وجود دارد. همچنین نتایج نشان داد شرکت‌ها باید رویکردی جامع اتخاذ کنند و در تمام ابعاد پایداری مشارکت کنند. رندی و آندره^{۴۶} (۲۰۲۲)، در تحقیق خود با عنوان تاثیر فعالیت‌های محیطی، اجتماعی و راهبری یک شرکت بر هزینه سرمایه آن به این پرسش پاسخ دادند که آیا امتیاز بالای فعالیت‌های محیطی، اجتماعی و راهبری می‌تواند به عنوان جایگزینی برای یک محیط قانونی ضعیف باشد؟ آن‌ها در تحقیق خود به این نتیجه رسیدند که شرکت‌هایی که امتیاز فعالیت‌های محیطی، اجتماعی و راهبری بالاتری دارند هزینه سرمایه کمتری دارند اما فقط برای شرکت‌های مستقر در کشورهایی که محیط قانونی ضعیفتری دارند حاکم می‌باشد. آنونزیاتا و همکاران^{۴۷} (۲۰۲۲)، در پژوهشی به بررسی ارتباط افشای گزارشات غیرمالی در تأثیرگذاری بر هزینه سرمایه پرداختند. نتایج تحقیق نشان داد سطح افشای اطلاعات غیر مالی می‌تواند باعث کاهش هزینه سرمایه شود و رابطه منفی و معناداری بین هزینه سرمایه و اطلاعات غیر مالی وجود داشت. ناس^{۴۸} (۲۰۲۱)، در پژوهشی با عنوان اثر عملکرد راهبری شرکتی، مسئولیت اجتماعی و محیطی بر هزینه سرمایه به بررسی تاثیر

44. Yanghui et al

45. Ilker Yilmaz

46. Randy & Andrea

47. Annunziata et al

48. Nass

عوامل سه گانه زیست محیطی، اجتماعی و راهبری شرکت بر هزینه سرمایه پرداخت. نتایج و یافته‌های پژوهش نشان داد شرکت‌های دارای امتیاز بالای مسئولیت اجتماعی، هزینه سرمایه کمتری دارند و افزایش عوامل سه گانه زیست محیطی، اجتماعی و راهبری شرکت منجر به کاهش هزینه بدهی نمی‌گردد. الیوا و همکاران^{۴۹}(۲۰۲۰)، در پژوهشی با عنوان روش‌های عوامل زیست محیطی، اجتماعی، و راهبری شرکتی و هزینه بدهی، نقش روش‌های عوامل زیست محیطی، اجتماعی، و راهبری شرکتی بر هزینه بدهی را بررسی نمودند. نتایج پژوهش نشان داد که افشای عوامل زیست محیطی، اجتماعی، و راهبری شرکتی و عملکرد زیست محیطی، اجتماعی، و راهبری شرکتی و همچنین ابعاد مختلف آن‌ها بر هزینه بدهی تأثیر منفی و معنادار دارد. به همین ترتیب نتایج بررسی اثرات همزمان افشا و عملکرد عوامل زیست محیطی، اجتماعی، و راهبری شرکتی نشان می‌دهد که تأثیرات همزمان دو متغیر بر هزینه بدهی شدیدتر است. نیکولا و همکاران^{۵۰}(۲۰۲۰)، در پژوهش خود با عنوان اطلاعات غیرمالی و هزینه سرمایه سهام عادی به این نتیجه رسیدند که رابطه منفی و معناداری بین افشای اطلاعات محیطی، اجتماعی و راهبری شرکتی با هزینه سرمایه وجود دارد.

۳. فرضیه‌های پژوهش

فرضیه ۱- فعالیت‌های گزارشگری زیست محیطی، اجتماعی و راهبری شرکتی بر هزینه سرمایه تأثیر منفی دارد.

فرضیه ۲- عملکرد غیرمالی بازار محصول دارای نقش تعدیل‌کننده بر رابطه بین فعالیت‌های زیست محیطی، اجتماعی و راهبری شرکتی و هزینه سرمایه سهام عادی است.

۴. روش شناسی پژوهش

از آنجاییکه نتایج به دست آمده از این پژوهش قابلیت استفاده توسط افراد مختلف را دارد، لذا این پژوهش از منظر هدف، کاربردی است. پژوهش حاضر از جهت روش، در دسته توصیفی-همبستگی قرار گرفته و هم چنین به لحاظ استدلال، در گروه پژوهش‌های استقرایی-قیاسی طبقه بندی می‌گردد. بعد زمانی پژوهش، گذشته‌نگر بوده و هم چنین از جهت طول زمان، ترکیبی

49 . Eliwa et al

50 . Nicola et al

(مقطعی-سری زمانی) می‌باشد. روش مورد استفاده در خصوص بررسی پیشینه پژوهش، کتابخانه‌ای می‌باشد. داده‌های مورد نیاز این پژوهش عمدتاً از موارد مندرج در صورت‌های مالی و یادداشت‌های توضیحی پیوست و موارد مندرج در گزارش فعالیت هیئت مدیره استخراج شده است.

متغیرهای تحقیق

۱- Cost of Capital of Commons Stock: هزینه سرمایه سهام عادی ۲- BETA: شاخص ریسک سیستماتیک ۳- ESG: گزارشگری زیست محیطی، اجتماعی، راهبردی شرکتی ۴- LEV: اهرم مالی

۵- Non-Financial Performance: عملکرد غیر مالی ۶- ROA: نرخ بازده دارایی‌ها

۷- BTM: نسبت ارزش دفتری به بازار حقوق صاحبان سهام ۸- Size: اندازه

متغیرهای پژوهش بر اساس پژوهش لیو و همکاران (۲۰۲۲) به شرح زیر است:

متغیر وابسته

هزینه سرمایه سهام عادی^{۵۱} در این پژوهش به استناد تحقیقات (آیمهوف و همکاران^{۵۲}، ۲۰۱۷ هایل و لوز^{۵۳}، ۲۰۰۶؛ داسکه، هایل، لوز و وردی^{۵۴}، ۲۰۰۸) به منظور برآورد هزینه سرمایه از میانگین چهار مدل (۱)، (۲)، (۳) و (۴) استفاده خواهد شد.

مدل ارائه شده توسط کلاز و توماس^{۵۵} (۲۰۰۱) به بیان رابطه بین قیمت سهم با ارزش دفتری آن، نرخ رشد و هزینه سرمایه می‌پردازد.

رابطه (۱)

$$P_t = B_t + \sum_{i=1}^n \frac{FEPS_{t+i} - r_{ct} B_{t+i-1}}{(1+r_{ct})^i} B_{t+i-1} + \frac{(FEPS_n - r_{ct} B_{n-1})(1+g)}{(r_{ct} - g)(1+r_{ct})^n}$$

Pt: قیمت هر سهم عادی شرکت i در سال t

Bt: ارزش دفتری ابتدای سال تقسیم بر تعداد سهام در جریان در سال t

51. Cost of Equity

52. Imhof et al

53. Hail & Leuz

54. Daske et al

55. Claus & Thomas

$FEPS_{t+i}$: سود پیش بینی شده هر سهم برای i سال بعد سال t

r_{ct} : هزینه سرمایه بر اساس مدل کلاز و توماس

g : نرخ رشد سود سهام

مدل ارائه شده توسط گبهارت و همکاران^{۵۶} (۲۰۰۱) رابطه بین قیمت سهم، ارزش دفتری سهم، بازده پیش بینی شده سهام و هزینه سرمایه را نشان می‌دهد.

رابطه (۲)

$$P_t = B_t + \sum_{i=1}^n \frac{FROE_{t+i} - r_{gls}}{(1+r_{gls})^i} B_{t+i-1} + \frac{FROE_{T+(n+1)} - r_{ct}}{r_{gls}(1+r_{ls})^n} B_{t+(n+1)}$$

$FROE_{t+i}$: بازده پیش بینی شده سهام

r_{gls} : هزینه سرمایه بر اساس مدل گبهارت و همکاران

مدل گود و ماهانرام^{۵۷} (۲۰۰۳)

رابطه (۳)

$$r_{gm} = A + \sqrt{A^2 + \frac{FEPS_{t+1}}{P_1} (g_2 - (r_{rf} - .03))}$$

رابطه (۴)

$$A = 0.5[(r_{rf} - .03) + (DPS_0 / P_t)]$$

رابطه (۵)

$$g_2 = (FEPS_{t+2} - FEPS_{t+1}) / FEPS_{t+1}$$

مدل ایستون (۲۰۰۴)، که ارتباط بین قیمت سهم، سود تقسیمی و سود پیش بینی شده را بیان می‌کند.

رابطه (۶)

56. Gebhardt et al

57. God & Mohanram

$$P_t = \frac{FEPS_{t+2} + r_{peg} DPS_0 - FEPS_{t+1}}{r_{peg}^2}$$

r_{peg} : هزینه سرمایه بر اساس مدل ایستون

متغیر مستقل:

گزارشگری زیست محیطی، اجتماعی و راهبری شرکتی (ESG): افشای عوامل زیست محیطی، اجتماعی و راهبری شرکتی در واقع بیانگر آن جنبه از گزارشگری زیست محیطی، اجتماعی و راهبری شرکتی است که شرکت‌ها افشا می‌کنند. افشای عوامل زیست محیطی، اجتماعی و راهبری شرکتی بر اساس مطالعات فخاری و رضائی پیتته نوئی (۱۳۹۶) و تحریری و افسای (۱۴۰۰)، اندازه‌گیری می‌شود. در این راستا از طریق تحلیل محتوای گزارش‌های فعالیت هیئت مدیره استفاده می‌شود. همچنین نمره افشای هر شاخص از طریق میانگین نمره معیارهای مرتبط با شاخص به دست می‌آید. موارد افشا به طور کلی شامل ۸۶ معیار در ۳۰ شاخص هستند. نمره هر معیار نیز به شرح زیر است:

- اگر موارد افشا به صورت کمی باشد و یا جزئیات آن به صورت شرح مفصل یا تصاویر، نمودارها و جداول باشد نمره افشاء ۱ می‌باشد.
- اگر موارد افشا به صورت غیرکمی و جزئیات آن به صورت توضیحات در حد یکی دو جمله باشد نمره افشاء ۰/۵ است.
- در نهایت اگر افشا نشود نمره افشا صفر است.

لازم به ذکر است که برای تعیین نمره نهایی گزارش عوامل زیست محیطی، اجتماعی و راهبری شرکتی از رابطه (۷)، استفاده می‌شود. این رابطه بر اساس محاسبات فخاری و رضائی پیتته نوئی (۱۳۹۶) و تحریری و افسای (۱۴۰۰)، بر اساس روش AHP محاسبه شده است.

رابطه (۷)

$$ESG = 0.377 E + 0.388 S + 0.275 G$$

متغیر تعدیل کننده:

عملکرد غیرمالی بازار محصول: جهت اندازه‌گیری این متغیر براساس پژوهش اموروند و پور زمانی (۱۳۹۷) از نسبت سهم بازار محصول شرکت استفاده شد. نسبت سهم بازار محصول برابر است با نسبت فروش خالص شرکت به کل فروش صنعت مربوطه.

متغیرهای کنترلی:

جهت تصریح بهتر مدل‌های رگرسیونی پژوهش از متغیرهای کنترلی زیر استفاده خواهد شد:

متغیرهای کنترلی موثر بر هزینه سرمایه (ناس، ۲۰۲۱):

اندازه شرکت (SIZE): برابر است با لگاریتم طبیعی ارزش بازار حقوق صاحبان سهام.

نسبت ارزش دفتری به بازار حقوق صاحبان سهام (BTM): برابر است با ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام تقسیم بر ارزش بازار حقوق صاحبان سهام.

شاخص ریسک سیستماتیک (B): اطلاعات مربوط به شاخص ریسک سیستماتیک هر شرکت در هر سال از نرم افزار رهاورد نوین استخراج خواهد شد.

اهرم مالی (LEV): برابر است با نسبت بدهی‌ها به کل دارایی‌ها.

نرخ بازده دارایی‌ها (ROA): برابر است با نسبت سود عملیاتی به ارزش دفتری کل دارایی‌ها.

روش‌ها و ابزار گردآوری داده‌ها

جامعه مورد مطالعه پژوهش حاضر کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است. در این پژوهش برای انتخاب نمونه آماری از روش حذف سیستماتیک استفاده شد، لذا کلیه شرکت‌های جامعه آماری که دارای مشخصات زیر باشند به عنوان نمونه این پژوهش انتخاب و بقیه حذف شدند: ۱- از سال ۱۳۹۶ الی ۱۴۰۱ جز شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشند. ۲- پایان سال مالی آن‌ها پایان اسفند هر سال می‌باشد. ۳- در مدت محدود زده زمانی پژوهش، سال مالی آن‌ها تغییر نکرده است. ۴- اطلاعات مورد نظر آن‌ها به آسانی قابل دسترسی می‌باشد.

۵- عملکرد آن‌ها جزء صنایع واسطه‌گری مالی و سرمایه‌گذاری، لیزینگ و شرکت‌های بیمه نباشند. با توجه به محدودیت‌های در نظر گرفته، تعداد ۱۴۷ شرکت (۸۹۴ سال- شرکت)، شرایط حضور در جامعه آماری را دارا بوده‌اند. لذا، همه شرکت‌هایی که شرایط مورد بررسی در جامعه آماری را داشته‌اند، به عنوان نمونه آماری در نظر گرفته شده‌اند.

جدول ۱. انتخاب نمونه آماری

شرکت	۵۲۲	کل داده ها
شرکت	-۱۵۵	شرکت های غیر فعال
شرکت	-۷۴	پذیرش و درج در بورس از سال ۸۸ به بعد
شرکت	-۴۵	واسطه های مالی و هلدینگ
شرکت	-۸۳	غیر پایان اسفند و تغییر سال مالی
شرکت	-۱۷	عدم معامله حداقل هر سه ماه یکبار
شرکت	-۱	عدم دسترسی به داده (پارس الکترونیک)
شرکت	۱۴۷	نمونه آماری تحقیق

فرضیه های پژوهش بر اساس مدل رگرسیون داده های ترکیبی آزمون گردید که در ادامه نتایج هرکدام از این آزمون ها بیان می شود. به منظور بررسی و آزمون فرضیه اصلی اول پژوهش مبنی بر تاثیر فعالیتهای گزارشگری زیست محیطی راهبری شرکتی، مسئولیت اجتماعی (ESG) بر هزینه سرمایه از مدل رگرسیون (۱) زیر برگرفته از پژوهش ناس (۲۰۲۱)، استفاده شده است. مدل (۱):

$$COE_{it} = \alpha_0 + b_1ESG_{it} + b_2SIZE + b_3BTM + b_4LEV + b_5BETA + b_6ROA + \varepsilon_{it}$$

در صورتی که با بکارگیری آزمون t ضریب متغیر b_1 منفی و معنادار باشد، فرضیه اول پژوهش رد نخواهد شد.

به منظور بررسی و آزمون فرضیه اصلی دوم مبنی بر نقش واسطه‌ای عملکرد غیرمالی بازار محصول بر تاثیر نظام راهبری شرکتی، مسئولیت اجتماعی و محیطی (ESG) بر هزینه سرمایه متغیر تعاملی $ESG*NonFin$ به عنوان متغیر تعدیل‌گر وارد مدل (۲) شده و مجدداً برازش می‌گردد.

مدل (۲)

$$COE_{it} = \alpha_0 + b_1ESG_{it} + b_2Non - Fin + b_3Non - fin * ESG + b_5SIZE + b_6BTM + b_7LEV + b_8BETA + b_9ROA + \varepsilon_{it}$$

در مدل بالا در صورتیکه ضریب b_3 معنادار باشد، فرضیه دوم پژوهش پذیرفته می‌شود.

۵. یافته‌های پژوهش

۵.۱. آمار توصیفی

در جدول (۲) آمار توصیفی مربوط به متغیرهای پژوهش، شامل شاخص‌های مرکزی و پراکندگی، نشان داده شده است.

جدول ۲. آمار توصیفی متغیرهای مدل‌ها

نام متغیر	نماد متغیر	میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی
نرخ بازده دارایی	ROA	۰/۱۱۵	۰/۰۹۵	۰/۶۰۳	-۰/۴۰۴	۰/۱۳۶	۰/۴۰۹	۴/۲۳۰
هزینه سرمایه سهام عادی	COE	۰/۳۰۶	۰/۲۱۸	۵/۵۱۷	-۰/۲۲۵	۰/۳۶۵	۶/۲۴۰	۶۵/۲۷۳
فعالیت زیست محیطی، اجتماعی و راهبری شرکت	ESG	۰/۱۸۸	۰/۰۶۰	۱۴/۰۴۰	-۰/۱۰۰	۱/۰۵۷	۱۰/۰۲۴	۱۰۸/۷۳۹
شاخص ریسک سیستماتیک	BETA	۰/۳۴۵	۰/۳۱۶	۶/۹۲۰	-۱۲/۵۴۲	۱/۴۸۵	-۲/۳۳۱	۲۴/۹۷۰
اهرم مالی	LEV	۰/۶۳۴	۰/۶۲۳	۲/۶۵۸	-۰/۱۱۹	۰/۲۳۸	۱/۸۸۱	۱۴/۳۳۷
اندازه شرکت	SIZE	۱۴/۸۲۹	۱۴/۵۷۸	۲۰/۳۰۷	۱۰/۵۳۳	۱/۶۴۶	۰/۵۵۸	۳/۲۴۱
عملکرد غیرمالی	NONFINA	۰/۱۷۱	۰/۰۵۶	۱/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۲۶۸	۲/۱۱۰	۶/۴۵۸

منبع یافته‌های پژوهش

همان‌گونه که در جدول (۲) نشان داده شده است، مقدار میانگین برای متغیر ریسک سیستماتیک برابر با ۰/۳۴۵ می‌باشد که نشان می‌دهد بیشتر داده‌ها حول این نقطه تمرکز یافته‌اند. همانطور که مشاهده می‌شود میانه این متغیر ۰/۳۱۶ می‌باشد که نشان می‌دهد که نیمی از داده‌ها کمتر از این مقدار و نیمی دیگر بیشتر از این مقدار هستند. در بین متغیرها بازده دارایی‌ها کمترین، و متغیر اندازه شرکت بیشترین میزان پراکندگی را دارا می‌باشند. که نشان می‌دهد این دو متغیر به ترتیب کمترین و بیشترین میزان تغییرات را دارا می‌باشند. متغیر فعالیت‌های گزارشگری زیست محیطی، اجتماعی و راهبری شرکتی بیشترین عدم تقارن و برجستگی را نسبت به توزیع و منحنی نرمال دارد.

۵.۲. آمار استنباطی

به منظور بررسی و آزمون فرضیه‌های پژوهش، آزمون‌های آماری شامل آزمون همخطی، آزمون تعیین نوع داده‌ها و آزمون فروض کلاسیک شامل ناهمسانی واریانس و خودهمبستگی جملات خطاء بررسی و درنهایت فرضیه‌های پژوهش بر اساس مدل رگرسیون داده‌های ترکیبی آزمون گردید که در ادامه نتایج هرکدام از این آزمون‌ها بیان می‌شود.

۵-۲-۱- آزمون F لیمر: از آنجاییکه پژوهش حاضر از داده‌های ترکیبی (سال-شرکت) استفاده نموده است. جهت مشخص نمودن داده‌های تابلویی و تلفیقی، در برآورد مدل، آزمون اف‌لیمر مورد استفاده قرار خواهد گرفت. نتایج آزمون اف لیمر نشان داد، روش داده‌های تابلویی رد نخواهد شد. ۵-۲-۲- آزمون هاسمن: در مرحله بعدی با توجه به اینکه روش داده‌های تابلویی به عنوان روش مورد قبول تایید گردید، به منظور تعیین نمودن روش اثرات تصادفی و یا ثابت، آزمون هاسمن مد نظر قرار خواهد گرفت. نتایج آزمون نشان داد که روش اثرات ثابت پذیرفته می‌شود.

۵-۲-۳- آزمون همسانی واریانس باقیمانده‌ها: نتایج آزمون همسانی واریانس باقیمانده نشان داد که فرض صفر (وجود همسانی واریانس) پذیرفته نخواهد شد. لذا برای رفع شدن مشکل ناهمسانی از روش رگرسیون حداقل مربعات تعمیم یافته استفاده می‌شود.

۵-۲-۴- آزمون خودهمبستگی باقیمانده‌ها: به منظور شناسایی وجود و یا عدم وجود خودهمبستگی، در پژوهش حاضر، آزمون دوربین-واتسون مد نظر قرار گرفته است. نتایج نشان داد، مدل‌ها دارای خود همبستگی نمی‌باشند.

۵-۲-۵- آزمون فرضیه‌های پژوهش

جهت آزمون فرضیه اول از مدل رگرسیون زیر استفاده می‌شود

$$COE_{it} = \alpha_0 + b_1ESG_{it} + b_2SIZE + b_3BTM + b_4LEV + b_5BETA + b_6ROA + \varepsilon_{it}$$

در مدل بالا در صورتیکه ضریب b_1 معنادار و منفی باشد، فرضیه اول پژوهش پذیرفته می‌شود.

نتایج برازش مدل بالا در جدول زیر ارائه شده است.

جدول ۳. نتایج تجزیه و تحلیل داده‌ها جهت آزمون فرضیه اصلی اول

نام متغیر	نماد متغیر	ضریب	انحراف استاندارد	آماره t	احتمال
ضریب ثابت	C	۰/۱۱۸	۰/۰۶۰	۱/۹۷۴	۰/۰۴۹
فعالیت‌های گزارشگری زیست محیطی، اجتماعی و راهبری شرکتی	ESG	-۰/۰۰۸	۰/۰۰۳	-۲/۳۲۷	۰/۰۲۰
اندازه شرکت	SIZE	۰/۰۰۶	۰/۰۰۲	۳/۸۴۴	۰/۰۰۰
ارزش دفتری به بازار حقوق صاحبان سهام	BTM	۰/۰۰۰۳	۰/۰۰۱	۰/۴۹۸	۰/۶۱۸
اهرم مالی	LEV	۰/۱۶۵	۰/۰۷۶	۲/۱۸۹	۰/۰۲۹
ریسک سیستماتیک	BETA	۰/۰۰۷	۰/۰۰۱	۶/۳۰۶	۰/۰۰۰
بازده دارایی‌ها	ROA	-۰/۱۲۷	۰/۰۲۸	-۴/۶۳۱	۰/۰۰۰
آماره اف			۱۲/۰	ضریب تعیین تعدیل یافته	۰/۶۶

احتمال آماره اف	۰/۰۰
-----------------	------

منبع یافته های پژوهش

با توجه به جدول (۳) فرض صفر (فرض عدم تأثیر فعالیت‌های گزارشگری زیست محیطی، اجتماعی و راهبری شرکتی بر هزینه سرمایه) رد می‌شود و در نتیجه فعالیت‌های گزارشگری زیست محیطی، اجتماعی و راهبری شرکتی بر هزینه سرمایه تأثیر معناداری دارد. همچنین با توجه به ضریب متغیر فعالیت‌های گزارشگری زیست محیطی، اجتماعی و راهبری شرکتی که منفی می‌باشد، نتیجه می‌شود فعالیت‌های گزارشگری زیست محیطی، اجتماعی و راهبری شرکتی بر هزینه سرمایه تأثیر منفی دارد. در نتیجه فرضیه اول پذیرفته می‌شود. همچنین از بین متغیرهای کنترلی، اندازه شرکت، ریسک سیستماتیک، بازده دارایی و اهرم مالی معنی دار می‌باشند که نشان می‌دهد این چهار متغیر بر هزینه سرمایه تأثیر معناداری دارند. سه متغیر اندازه شرکت، ریسک سیستماتیک و اهرم مالی تأثیر مثبت و بازده دارایی‌ها تأثیر منفی بر هزینه سرمایه دارد. مقدار ضریب تعیین مدل برابر ۰/۶۶ می‌باشد، که نشان می‌دهد ۶۶ درصد تغییرات متغیر وابسته مربوط به متغیرهای مستقل و کنترلی می‌باشد.

جهت آزمون فرضیه دوم از مدل رگرسیون زیر استفاده می‌شود:

$$COE_{it} = \alpha_0 + b_1ESG_{it} + b_2Non - Fin + b_3Non - fin * ESG + b_5SIZE + b_6BTM + b_7LEV + b_8BETA + b_9ROA + \varepsilon_{it}$$

در مدل بالا در صورتی که ضریب b_3 معنا دار باشد. فرضیه دوم پژوهش پذیرفته می‌شود. نتایج برازش مدل بالا در جدول زیر ارائه شده است.

جدول ۴. نتایج تجزیه و تحلیل داده‌ها جهت آزمون فرضیه اصلی دوم

احتمال	آماره t	انحراف استاندارد	ضریب	نماد متغیر	نام متغیر
۰/۰۸۰	۱/۷۵۵	۰/۰۶۱	۰/۱۰۷	C	ضریب ثابت
۰/۶۹۴	-۰/۳۹۳	۰/۰۰۳	-۰/۰۰۱	ESG	فعالیت‌های گزارشگری زیست محیطی، اجتماعی و راهبری شرکتی

۰/۰۵۷	-۱/۹۰۶	۰/۰۱۵	-۰/۰۲۹	NONFINA	عملکرد غیرمالی
۰/۰۰۰	-۳/۵۳۲	۰/۰۴۵	-۰/۱۶۰	ESG*NONFINA	فعالیت های گزارشگری زیست محیطی، اجتماعی و راهبری شرکتی * عملکرد غیرمالی
۰/۰۰۰	۳/۸۳۹	۰/۰۰۲	۰/۰۰۷	SIZE	اندازه شرکت
۰/۵۷۷	۰/۵۵۸	۰/۰۰۱	۰/۰۰۰۳	BTM	ارزش دفتری به بازار حقوق صاحبان سهام
۰/۰۱۹	۲/۳۴۸	۰/۰۷۶	۰/۱۷۸	LEV	اهرم مالی
۰/۰۰۰	۵/۹۵۴	۰/۰۰۱	۰/۰۰۷	BETA	ریسک سیستماتیک
۰/۰۰۰	-۴/۵۳۲	۰/۰۲۶	-۰/۱۱۹	ROA	بازده دارایی ها
۰/۶۷	ضریب تعیین تعدیل یافته	۱۲/۴	آماره اف		
		۰/۰۰	احتمال آماره اف		

با توجه به جدول (۴) فرض صفر (فرض عدم تأثیر عملکرد غیرمالی بر رابطه بین فعالیت های زیست محیطی، اجتماعی و راهبری شرکتی و هزینه سرمایه سهام عادی) رد می شود و در نتیجه عملکرد غیرمالی دارای نقش تعدیل کننده بر رابطه بین فعالیت های زیست محیطی، اجتماعی و راهبری شرکتی و هزینه سرمایه است. در نتیجه فرضیه دوم پذیرفته می شود. همچنین با توجه به ضریب متغیر اثر متقابل که منفی می باشد، نتیجه می شود عملکرد غیرمالی بر رابطه بین فعالیت های زیست محیطی، اجتماعی و راهبری شرکتی و هزینه سرمایه تأثیر منفی دارد. از بین متغیرهای کنترلی، اندازه شرکت، ریسک سیستماتیک، بازده دارایی و اهرم مالی معنی دار می باشند که نشان می دهد این چهار متغیر بر هزینه سرمایه سهام عادی تأثیر معناداری دارند. سه متغیر اندازه شرکت، ریسک سیستماتیک و اهرم مالی تأثیر مثبت و بازده دارایی ها تأثیر منفی بر هزینه سرمایه دارد. مقدار ضریب تعیین مدل برابر ۰/۶۷ می باشد، که نشان می دهد ۶۷ درصد تغییرات متغیر وابسته مربوط به متغیرهای مستقل و کنترلی می باشد.

۶. بحث و نتیجه گیری

همان‌طور که پیش از این بیان شد، هدف پژوهش حاضر بررسی نقش تعدیل‌کننده عملکرد غیر مالی بازار محصول در رابطه بین فعالیت‌های محیطی، اجتماعی و راهبری شرکتی با هزینه سرمایه سهام عادی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. برای دستیابی به هدف فوق، دو فرضیه مطرح شد. نتایج آزمون فرضیه اول پژوهش حاکی از آن است که فعالیت‌های گزارشگری زیست محیطی، اجتماعی و راهبری شرکتی بر هزینه سرمایه سهام عادی تأثیر معناداری دارد. در واقع فعالیت‌های گزارشگری زیست محیطی، اجتماعی و راهبری شرکتی این پتانسیل را دارد که عدم تقارن اطلاعاتی بین شرکت و سرمایه‌گذاران را کاهش دهند و مزایای مالی ایجاد کنند و باعث صرفه‌جویی در هزینه سرمایه می‌گردند نتایج این فرضیه با پژوهش یانگیا و همکاران^{۵۸} (۲۰۲۳) همسو می‌باشد. آن‌ها در پژوهش خود نشان دادند که فعالیت‌های محیطی، اجتماعی و راهبری شرکتی می‌تواند نه تنها به طور مستقیم، بلکه به طور غیرمستقیم هزینه سرمایه سهام را با کاهش ریسک بازار شرکت‌ها و افزایش تنوع سهام آن‌ها کاهش دهد. نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم پژوهش موید آن است که عملکرد غیرمالی بازار محصول دارای نقش تعدیل‌کننده بر رابطه بین فعالیت‌های زیست محیطی، اجتماعی و راهبری شرکتی و هزینه سرمایه سهام عادی است. به نظر می‌رسد تامین‌کنندگان منابع مالی شرکت زمان اخذ تصمیم در خصوص اعطای منابع مالی به شرکت‌ها اولاً به عملکرد غیرمالی اهمیت چندانی نمی‌دهند و ثانیاً در شرکت‌هایی که عملکرد زیست محیطی، اجتماعی و راهبری شرکتی بالاتری دارند افزایش عملکرد غیرمالی الزاماً باعث کاهش هزینه سرمایه نمی‌شود. همچنین به نظر می‌رسد سرمایه‌گذاران و تحلیل‌گران مالی و مدیران مالی شرکت‌ها زمان برآورد هزینه سرمایه بر اساس اطلاعات گزارشگری پایداری، زیست محیطی، اجتماعی و راهبری شرکتی نقش کمتری به عملکرد غیر مالی (سهام بازار محصولات شرکت) می‌دهند. نتایج حاصل از این فرضیه با پژوهش آنونزیاتا و همکاران در سال ۲۰۲۲ که ارتباط افشای اطلاعات غیرمالی بر هزینه سرمایه را مورد بررسی قرار دادند همسو می‌باشد. آنان در پژوهش خود نشان دادند که افشای اطلاعات غیرمالی می‌تواند باعث کاهش هزینه سرمایه در شرکت‌ها شود.

محدودیت‌های پژوهش

با توجه به اینکه پژوهش حاضر جهت اندازه گیری متغیر های پژوهش از صورت های مالی تاریخی استفاده شده است و بر حسب تورم تعدیل نشده اند لذا نتایج و یافته های پژوهش تحت تاثیر اطلاعات تاریخی می باشند. نبود اطلاعات کامل در مورد برخی از شرکت های بورس اوراق بهادار تهران و مشکلات مربوط به گرد آوری اطلاعات از دیگر محدودیت های پژوهش حاضر است.

منابع

- آرین پور، آرش، حساس یگانه، یحیی، باباجانی، جعفر، (۱۳۹۸). تحلیل عملکرد پایدار اجتماعی و تاثیر آن بر هزینه سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. مجله پژوهش های اقتصاد پولی و مالی دوره جدید. ۲۶ (۱۸)، ۱۵۵-۱۹۶.
- اموروند، حمید رضا، پورزمانی، زهرا (۱۳۹۷). "شناسایی تاثیر جریان های نقدی آزاد بر رابطه عملکرد غیرمالی در بازار محصول و مخارج سرمایه ای آتی شرکت ها" فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه گذاری. ۷ (۲۵)، ۹۹-۱۲۶.
- تحریری، آرش، افسای، اکرم. (۱۴۰۰). تاثیر افشای زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیتی بر تلاش حسابرس و کیفیت حسابرسی. مجله دانش حسابداری. ۱۲ (۳)، ۶۹-۸۸.
- تقی زاده، رضا، رستمی، امین، ضیا قاسمی، میلاد. (۱۴۰۲). شبکه هیات مدیره، هزینه سرمایه و ساختار سرمایه. مجله تحقیقات حسابداری و حسابرسی. (۵۹)، ۱۴۱-۱۶۰.
- حیدرزاده، شهین، رضایی، فرزین. (۱۳۹۳). "تأثیر اعتبار هیأت مدیره بر رابطه بین هزینه های نمایندگی و بازده غیرعادی انباشته در شرکت های بیش (کم) سرمایه گذار". مدیریت دارایی و تأمین مالی، ۲ (۲)، ۹۹-۱۲۲.
- خدادادی، ولی، رحیم بنایی، قدیم. (۱۳۹۵). "عوامل موثر بر افشای اختیاری اطلاعات (تئوری ها و کاربردها)". فصلنامه مطالعات حسابداری و حسابرسی، ۴ (۱۶)، ۳۲-۴۳.
- دریائی، عباس علی، هاشم نژاد، یعقوب، طالبیان، مهدی. (۱۳۹۱). "توسعه پایدار پیامد حسابداری و بازاریابی سبز و مسئولیت پذیری اجتماعی با تأکید بر راهبری شرکتی"، اولین همایش ملی حسابداری و مدیریت، اردیبهشت، دانشگاه آزاد اسلامی واحد نور.

- رحمانی، علی، پارسایی، منا، محمدی خانقاه، گلشن، (۱۴۰۲). رتبه اعتباری و هزینه سرمایه. مجله تحقیقات مالی. (۱۴۰۲). ۲۵(۱)، ۱۱۰-۱۲۶.
- رحیم نژاد، سروناز، فتحی، سعید، رزیتا، مویدفر. (۱۴۰۱) راهبری شرکتی و هزینه نمایندگی (با رویکرد مبتنی بر مدل) و نقش میانجی سیاست های مالی، مجله چشم انداز مدیریت مالی. ۱۲ (۳۹)، ۳۲-۶۱.
- سجادی، زانیار، حسن زاده شادی. (۱۴۰۲). همبستگی درون صنعتی، تنوع سبد سهامداران عمده و هزینه سرمایه شرکت: نقش تعدیلگر حاکمیت شرکتی. مجله بررسی های حسابداری و حسابرسی.
- عیدی، مصطفی، و کردستانی، غلامرضا، و رضا زاده، جواد. (۱۳۹۸). طراحی الگوی منسجم گزارشگری پایداری شرکت ها. پژوهش های حسابداری مالی، ۱۱(۴)، ۲۳-۴۴.
- فخاری، حسین، رضائی پشته نوئی، یاسر (۱۳۹۶) ارائه مدلی برای سنجش محیط اطلاعاتی شرکت مجله حسابداری مالی ۹ (۳۳) ۱۳۱-۱۴۷.
- قلعه، زهرا، دستگیر، محسن، (۱۴۰۲). تاثیر سرمایه گذاران نهادی بر رابطه بین کیفیت گزارشگری حسابداری و هزینه سرمایه. تحقیقات حسابداری و حسابرسی. (۵۷)، ۵-۲۸.
- کردستانی، غلامرضا، مجد، ضیالالدین. (۱۳۸۶) "بررسی رابطه بین ویژگی های کیفی سود و هزینه سرمایه سهام عادی" مجله بررسی های حسابداری و حسابرسی. ۱۴ (۴۸) ۴۸-۱۰۴.
- کاشف بهرامی، فرهنگ. (۱۳۹۲). حاکمیت شرکتی و نقش رئیس هیات مدیره و ارتباط آن با عدم تقارن اطلاعاتی و حسابرسی داخلی. مجله حسابرس. (۶۹)، ۱۰۲.
- مشایخی، بیتا، حسن زاده، شادی، سماوات، میلاد، نظری، سعیده. (۱۴۰۲). افشای مسئولیت پذیری اجتماعی شرکتی و رفتار فرصت طلبانه مدیریت: نقش تعدیلگر حاکمیت شرکتی. مجله بررسی های حسابداری و حسابرسی. ۳۰(۳)، ۵۶۰-۵۸۹.
- مهرانی، ساسان، کرمی، غلامرضا، طاهری، زهرا. (۱۳۹۲)، ارمغان تئوری های دستوری حسابداری"، مطالعات حسابداری و حسابرسی، نشریه مطالعات حسابداری و حسابرسی. ۲ (۶)، ۴-۱۹.
- مران جوری، مهدی، علی خانی، راضیه. (۱۳۹۳). افشای مسئولیت های اجتماعی و راهبری شرکتی. بررسی های حسابداری و حسابرسی، ۲۱(۳)، ۳۲۹-۳۴۸.
- نیکومرام، هاشم، بنی مهد، بهمن، رهنمای رودپشتی، فریدون، کیایی، علی. (۱۳۹۲)، "دیدگاه اقتصاد سیاسی و مدیریت سود". حسابداری مدیریت. ۶ (۱۸)، ۳۱-۴۳.

همایون، علی، رنجبر، محمد حسین، احمدی، فائق، طالب نیا، قدرت الله. (۱۴۰۲). اثر افشای داوطلبانه اطلاعات غیر مالی تاریخی و آینده نگر بر عملکرد پایداری غیر مالی شرکت ها. مجله پژوهش های تجربی حسابداری. ۱۳ (۴۷)، ۱۲۹-۱۵۲.

- Annanziata Tarulli., Domenico Morrone, Danilo Conte., Candida Bussoli, Angeloantonio Russo. (2022). The relevance of non-financial disclosure in influencing the cost of capital: Empirical evidence from the agri-food sector. *Journal: Business Strategy and the Environment*. Accepted: 7 July (2022). <https://www.tarjomano.com>
- Aragón-Correa, J. A. (1998). "Strategic proactivity and firm approach to the natural environment". *Academy of Management Journal*, 41(5), 556-567.
- Anginer, D., Demirguc-Kunt, A., Zhu, M., (2014). How does competition affect bank systemic risk? *J. Financ. Intermediate*. 23 (1), 1-26.
- Asante-Appiah, B. (2020). "Does the severity of a client's negative environmental, social, and governance reputation affect audit effort and audit quality?" *Journal of Accounting and Public Policy*, 39(3), 106713
- Barnea, A., & Rubin, A. (2010). "Corporate social responsibility as a conflict between shareholders". *Journal of Business Ethics*, 97(1), 71-86.
- Bolton, P., Scharfstein, D. (1990). A theory of predation based on agency problems in financial contracting. *American Economic Review*, 80, 93-106.
- Braam, G.J.M., Uit de Weerd, L., Hauck, M. and Huijbregts, M.A.J. (2016), "Determinants of corporate environmental reporting: the importance of environmental performance and assurance", *Journal of Cleaner Production*, Vol. 129, pp. 724-734.
- Connelly, B. L., Certo, S. T., Ireland, R. D., & Reutzel, C. R. (2011). "Signaling theory: A review and assessment". *Journal of Management*, 37(1), 39-67.
- Cormier, D., & Gordon, I. M. (2001). "An examination of social and environmental reporting strategies". *Accounting, Auditing & Accountability Journal*.
- Cormier, D., & Gordon, I. M. (2001). "An examination of social and environmental reporting strategies". *Accounting, Auditing & Accountability Journal*.
- Claus, J., and J. Thomas. (2001). Equity premia as low as three percent? Evidence from analysts' earnings forecasts for domestic and international stock markets. *Journal of Finance* (56): 1629-1666.
- Deegan, C. (2002). "Introduction: The legitimizing effect of social and environmental disclosures—a theoretical foundation". *Accounting, auditing & accountability journal*.
- Deegan, C. (2017). "Twenty- five years of social and environmental accounting research within Critical Perspectives of Accounting: Hits, misses, and ways forward". *Critical Perspectives on Accounting*, 43, 65-87.
- Deegan, C., & Shelly, M. (2014). "Corporate social responsibilities: Alternative perspectives about the need to legislate". *Journal of Business Ethics*, 121(4), 499-526.
- Daske, H., L. Hail, C. Leuz, and R. Verdi. (2008). Mandatory IFRS reporting around the world: Early evidence on the economic consequences. *Journal of Accounting Research* 46: 1085-1142.
- Eliwa, Y., Aboud, A., & Saleh, A. (2020). "ESG practices and the cost of debt: Evidence from EU countries". *Critical Perspectives on Accounting*, 102097.

- Froot, K., Scharfstein, D., Stein, J. (1993). Risk management: coordinating corporate investment and financing policies. *Journal of Finance*, 48, 1629–1658.
- Haushalter, D., Klasa, S., Maxwell, W. (2007). The influence of product market dynamics on a firm's cash holding and hedging behavior. *Journal of Financial Economics*, 84, 797–825.
- Garcia-Sanchez, I.-M., & Prado-Lorenzo, J.-M. (2010). The Role of the Board of Directors in Disseminating Relevant Information on Greenhouse Gases. *Journal of Business Ethics*, 391-424. Retrieved from SpringerLink.
- Gilbert, D. U., & Rasche, A. (2008). "Opportunities and problems of standardized ethics initiatives—a stakeholder theory perspective". *Journal of Business Ethics*, 82(3), 755-773.
- Gebhardt, W., Lee, C., and B. Swaminathan, B. (2001). Toward an ex-ante cost of capital. *Journal of Accounting Research* (39): 135–17.
- Gode, D., and P. Mohanram. (2003). Inferring cost of capital using the Ohlson-Juettner model. *Review of Accounting Studies* (8): 399–431.
- Haniffa, R. M., & Cooke, T. E. (2005). "The impact of culture and governance on corporate social reporting". *Journal of accounting and public policy*, 24(5), 391-430.
- Hail, L., and C. Leuz. (2006). International differences in the cost of equity capital: Do legal institutions and securities regulation matter? *Journal of Accounting Research* (44): 485-531.
- Ilker Yilmaz. (2022). ESG-Based Sustainability Performance and its Impact on Cost of Capital: International Evidence from the Energy Sector *International Journal of Applied Economics Finance and Accounting*. Issn 2577-767. vol .12 no 2 pp 21-30.
- Imhof, Micheal j. Scott E .seavy & David B Smith. (2017). Comparability and Cost of Equity Capital. *Accounting horizon*. Working paper.
- Jackson, G., Bartosch, J., Avetisyan, E., Kinderman, D. and Knudsen, J.S. (2020), "Mandatory nonfinancial disclosure and its influence on CSR: an international comparison", *Journal of Business Ethics*, Vol. 162 No. 2, pp. 323-342.
- Kölbl, J.F., Busch, T., Jancso, L.M., (2017). "How media coverage of corporate social irresponsibility increases financial risk". *Strategy. Manag. J.* 38 (11), 2266–2284.
- Li, S., & Liu, C. (2018). Quality of corporate social responsibility disclosure and cost of equity capital: Lessons from China. *Emerging Markets Finance and Trade*, 54(11), 2472-2494. Available at: <https://doi.org/10.1080/1540496x.2018.1443441>.
- Lambert, R., Leuz, C., & Verrecchia, R. E. (2007). Accounting information, disclosure, and the cost of capital. *Journal of Accounting Research* 45(2), 385–420. <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2007.00238.x>
- Martínez-Ferrero, J., Ruiz-Cano, D., & García-Sánchez, I.-M. (2016). The causal link between sustainable disclosure and information asymmetry: The moderating role of the stakeholder protection context. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 23(5), 319-332. Available at: <https://doi.org/10.1002/csr.1379>.
- Magnanelli, B. S., & Izzo, M. F. (2017). Corporate social performance and cost of debt: The relationship. *Social Responsibility Journal*, 13, 250– 265. <https://doi.org/10.1108/SRJ-06-2016-0103>.
- Morrone, D., Schena, R., Conte, D., Bussoli, C., & Russo, A. (2021). Between saying and doing, in the end, there is the cost of capital: Evidence from the energy sector. *Business Strategy and the Environment*, 31(1), 390–402. <https://doi.org/10.1002/bse.2900>.
- Mishra, Dev .R. (2011). "Does Corporate Social Responsibility Affect the Cost of Capital?" *journal of Banking & Finance*. vol .35, issue9, pp 2388-2406. (2011).

- Nicola Raimo, Elbano de Nuccio, Anastasia Giakoumelou., Felice Petruzzella, Filippo Vitolla (2020). Non-financial information and cost of equity capital: an empirical analysis in the food and beverage industry. <https://www.emerald.com/insight/0007-070X.htm>
- Nass Boetie. (2021), "The Effect of Environmental, Social and Corporate Governance Performance on the Cost of Capital" Evidence from Asia-Pacific Developing Countries. University of Groningen/ Faculty of economics and business. : June 3, 2021.
- O'donovan, G. (2002). "Environmental disclosures in the annual report: Extending the applicability and predictive power of legitimacy theory". *Accounting, Auditing & Accountability Journal*.
- Randy, Priem, and Andrea, Gabellone. (2022). The Impact of a Firm's ESG Score on Its Cost of Capital: Can a High ESG Score Serve as a Substitute for a Weaker Legal Environment? (November 25, 2022). Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=4286057> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4286057>
- Rehman, A., Baloch, Q., & Sethi, S. (2015). Understanding the relationship between firm's corporate social responsibility and financial performance: Empirical analysis. *Abasyn Journal of Social Sciences*, 8(1), 98e107
- Saeidi, S.P.; Sofian, S.; Saeidi, P.; Saeidi, S.P.; Saaeidi, S.A.(2015) How does corporate social responsibility contribute to firm financial performance? The mediating role of competitive advantage, reputation, and customer satisfaction. *J. Bus. Res.* 2015, 68, 341–350. [CrossRef]
- Saeidi, S.P.; Sofian, S.; Saeidi, P. Saaeidi, S.A. (2015) How does corporate social responsibility contribute to firm financial performance? The mediating role of competitive advantage, reputation, and customer satisfaction. *J. Bus. Res.* 2015, 68, 341–350. [CrossRef].
- Sheikh, S. (2018). Corporate social responsibility, product market competition, and firm value. *Journal of Economics and Business*, 98, 40–55. <https://doi.org/10.1016/j.jeconbus.2018.07.001>.
- Tirole, J., (2006), *The Theory of Corporate Finance*, Princeton University Press, Princeton, Oxford.
- Yonghuai, Chen, Tao, Li, Qing, Zeng, Bo, Zhu. (2023). Effect of ESG performance on the cost of equity capital: Evidence from China. *International Review of Economics & Finance*. Volume 83, January 2023, Pages 348-364.
- Zhang, F.; Qin, X.; Liu, L. (2020) The Interaction Effect between ESG and Green Innovation and Its Impact on Firm Value from the Perspective of Information Disclosure. *Sustainability* 2020, 12, 1866. [CrossRef].

