

اثر میانجی ریسک عملیاتی بر رابطه بین مسئولیت پذیری اجتماعی شرکت و هزینه سرمایه

دکتر حسن همتی

گروه حسابداری، موسسه آموزش عالی پرندک، ساوه، ایران.
hemmati_h433@yahoo.com

دکتر محمد محمدی

گروه حسابداری، موسسه آموزش عالی پرندک، ایران. (نویسنده مسئول).
mkz.mohamadi@gmail.com

مهدی عبدی مجره

کارشناسی ارشد حسابداری، موسسه آموزش عالی پرندک، ساوه، ایران.
mehdi.abdi@gmail.com

چکیده

هدف کلی تحقیق حاضر تعیین تأثیر عملکرد مسئولیت پذیری اجتماعی شرکت بر هزینه سرمایه سهام با نقش میانجی ریسک عملیاتی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و ارائه راهکارهای عملی و عملیاتی است. این تحقیق از نظر روش شناسی، از نوع تحقیقات پس رویدادی است. از سوی دیگر پژوهش حاضر از نظر نوع توصیفی از نوع همبستگی و بر اساس معادلات رگرسیونی بوده و از نظر هدف کاربردی است. جامعه آماری این تحقیق شامل تمامی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بین سال های ۱۳۹۴ الی ۱۳۹۹ می باشد که از این تعداد نمونه ای به حجم ۱۰۰ شرکت مطابق فرمول کوکران از جامعه آماری جهت انجام آزمون ها انتخاب شدند. نتایج تحقیق نشان داد بین مسئولیت پذیری اجتماعی شرکت با هزینه سرمایه و ریسک عملیاتی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه منفی و معناداری وجود دارد. همچنین ریسک عملیاتی یک متغیر میانجی بین مسئولیت پذیری اجتماعی شرکت و هزینه سرمایه است و اثر میانجیگری بین ریسک بلندمدت و کوتاه مدت متفاوت است.

واژگان کلیدی: عملکرد مسئولیت پذیری اجتماعی شرکت، هزینه سرمایه سهام، ریسک عملیاتی.

مقدمه

مسئولیت اجتماعی شرکت به یک نگرانی مهم مدیریت در شرکت های جهانی تبدیل شده است. به طور گسترده در بازارهای نوظهور مانند چین مسئولیت اجتماعی شرکت به شکل منسجمی اجرا شده است و تحقیقات محققینی همچون (بیکر^۱ و همکاران، ۲۰۱۸)، (وبر^۲، ۲۰۱۸)، (آتیگ^۳ و همکاران، ۲۰۱۳)، (گاس و رابرتز^۴، ۲۰۱۱) نشان داد همبستگی بالایی بین مسئولیت اجتماعی شرکت و هزینه های تأمین مالی شرکت وجود دارد؛ اما اختلافات نظر بسیاری نیز در مورد آن مطرح شده است. (جو و هارجوتو^۵، ۲۰۱۵) و (ال گول^۶ و همکاران، ۲۰۱۳) معتقدند تأثیر مسئولیت اجتماعی شرکت بر

¹ Baker

² Weber

³ Attig

⁴ Goss & Roberts

⁵ Jo and Harjoto

⁶ El Ghoul

هزینه سرمایه خالص به صورت منفی است. آن‌ها دریافتند که سرمایه‌گذاران به جبران ریسک نیاز دارند و تمایل به سرمایه‌گذاری در شرکت‌هایی با مسئولیت اجتماعی ضعیف نیستند. برخی از مطالعات با استفاده از نمونه‌ای از شرکت‌های فهرست شده چینی نیز انجام شده و شواهدی از همبستگی منفی را مشاهده کردند. (خو^۱ و همکاران، ۲۰۱۵) نتیجه گرفتند که مسئولیت اجتماعی در شرکت‌ها می‌تواند هزینه سرمایه خالص را کاهش دهد و این تأثیر بیشتر در دوران رکود اقتصادی مشهود است. (چانگ^۲ و همکاران، ۲۰۱۴) تأیید می‌کنند که مسئولیت اجتماعی شرکت می‌تواند از هزینه تأمین اعتبارات بانکی و بازار سهام بکاهد. با این حال، معتقدند بین مسئولیت اجتماعی شرکت و هزینه سرمایه خالص رابطه منفی برقرار است (چن و ژانگ^۳، ۲۰۲۱). از این رو مسئولیت اجتماعی، تعهد تصمیم‌گیران برای اقداماتی است که به‌طور کلی علاوه بر تأمین منافع خودشان، موجبات بهبود رفاه جامعه را نیز فراهم می‌آورد. در این تعریف، عناصر چندی وجود دارد: اولاً، مسئولیت اجتماعی، یک تعهد است که مؤسسات باید در قبال آن پاسخگو باشند. ثانیاً، مؤسسات مسئولند که از آلوده کردن محیط‌زیست، اعمال تبعیض در امور استخدامی، بی‌توجهی به تأمین نیازهای کارکنان خود، تولید کردن محصولات زیان‌آور و نظایر آن که به سلامت جامعه لطمه می‌زنند، بپرهیزند؛ و سرانجام، سازمان‌ها باید با اختصاص منابع مالی، در بهبود رفاه اجتماعی موردقبول اکثریت جامعه بکوشند. این قبیل اقدامات عبارت‌اند از: کمک به فرهنگ کشور و مؤسسات فرهنگی و بهبود کیفیت زندگی. در نهایت، مقصود از مسئولیت اجتماعی این است که چون سازمان‌ها تأثیر عمده‌ای بر سیستم اجتماعی دارند، لاجرم چگونگی فعالیت آن‌ها باید به‌گونه‌ای باشد که در اثر آن زیانی به جامعه نرسد و در صورت رسیدن زیان، سازمان‌های مربوطه ملزم به جبران آن باشند.

منظور از مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها، پیوستگی و اتحاد میان فعالیت‌ها و ارزش‌های سازمان به‌گونه‌ای است که منافع کلیه ذی‌نفعان شامل سهامداران، مشتریان، کارکنان، سرمایه‌گذاران و عموم جامعه، در سیاست‌ها و عملکرد سازمان منعکس گردد. به عبارت دیگر سازمان باید همواره خود را جزئی از اجتماع بداند و نسبت به جامعه احساس مسئولیت داشته باشد و در جهت بهبود رفاه عمومی به‌گونه‌ای مستقل از منافع مستقیم شرکت، تلاش کند. شرکت‌هایی که عملکرد اجتماعی بالایی دارند تمایل بیشتری به افشای عمومی فعالیت‌های اجتماعی خود دارند. سطح بالای شفافیت در اطلاعات باعث کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین شرکت و سرمایه‌گذاران می‌شود و این خود باعث کاهش ریسک عملیاتی می‌گردد (سرافیم^۴ و همکاران، ۲۰۱۲). افزایش قابل توجه فعالیت‌های در راستای مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت اخیراً به پژوهش‌هایی در خصوص رابطه بین مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت و هزینه سرمایه منجر شده است. تا به امروز این پژوهش‌ها یافته‌های متفاوتی از اثر مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت به دست داده است (جیاو^۵، ۲۰۱۰). این نتایج متفاوت نشان‌دهنده دیدگاه‌های نظری متفاوتی در خصوص رابطه بین مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت و هزینه سرمایه می‌باشند. از آنجایی که در ایران نیز رابطه مسئولیت‌پذیری اجتماعی و هزینه سرمایه موردبررسی قرار گرفته ولیکن در این پژوهش سعی شده تا با در نظر گرفتن اثر تعدیل‌کنندگی ریسک عملیاتی این متغیرها بررسی گردد. با توجه به این که هزینه حقوق صاحبان سهام جزئی از هزینه سرمایه است و اگر از دید هزینه فرصت به هزینه سرمایه نگریسته شود هزینه سرمایه برابر نرخ تنزیلی است که سرمایه‌گذاران برای تبدیل ارزش آتی درآمدهای مورد انتظار، به ارزش فعلی آن‌ها مورد استفاده قرار می‌دهند و به این معنی است که هر دو گروه بستانکاران و سهامداران شرکت انتظار دارند در قبال متحمل شدن هزینه فرصت سرمایه‌گذاری خود و جبران ریسک آن، بازده دریافت نمایند، یعنی سرمایه‌گذاران خواهان

¹ Xu

² Chang

³ Chen and zhang

⁴ Serafeim

⁵ Jiao

میزانی از نرخ بازدهی هستند که درخور ریسک مربوط به آن باشد. به عبارتی واحد تجاری باید طرح‌هایی را بپذیرد که بازده آن‌ها لااقل از هزینه تهیه سرمایه برای آن واحد تجاری بیشتر باشد و اگر میزان بازده سرمایه‌گذاری‌های یک شرکت از هزینه سرمایه آن بیشتر باشد و این افزایش بدون بالا رفتن درجه ریسک باشد، ثروت سهامداران افزایش خواهد یافت. به بیان دیگر اگر شرکتی نتواند بازدهی به میزان هزینه سرمایه تحصیل کند ارزش شرکت کاهش خواهد یافت و نخستین تجلی این کاهش ارزش، در ارزش اوراق بهادار مشاهده خواهد شد. از سوی دیگر فعالیت‌های اجتماعی شرکت، میزان اصطکاک شرکت با جامعه را کاهش داده و از این منظر باعث کاهش ریسک عملیاتی شرکت و هزینه‌های آن خواهد شد (چن و ژانگ، ۲۰۲۱).

مبانی نظری تحقیق

تصمیمات مدیران و سرمایه‌گذاران در راستای افزایش بازده و ثروت است. تصمیمات سرمایه‌گذاری، تأمین مالی و تقسیم سود شرکت‌ها باید به نحوی اتخاذ شود که ارزش شرکت را افزایش دهد، این تصمیمات به‌طورقطع نیازمند ارزشیابی‌هایی است که هزینه حقوق صاحبان سهام را نیز در برمی‌گیرند (چن و ژانگ، ۲۰۲۱). با توجه به این‌که هزینه سرمایه سهام معیار خلاصه‌ای از چگونگی تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری در مورد تخصیص منابع است (تقفی و همکاران، ۱۳۹۸)، میزان ارتباط میان هزینه سرمایه سهام و معیارهای مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت^۱ (CSR) مؤید این است که در زمان تصمیم‌گیری اقتصادی چقدر این معیارها برای سرمایه‌گذاران اهمیت دارد. در حال حاضر جریان رو به رشد ادبیات مسئولیت‌پذیری اجتماعی، شروع به کشف رابطه بین مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت و عملکرد بازارهای مالی کرده است (سرافیم و همکاران^۲، ۲۰۱۳). حرکت در مسیر مسئولیت‌های اجتماعی عاملی ضروری است که به تداوم شرکت و سازمان در بلندمدت منجر می‌شود. منظور از مسئولیت‌پذیری اجتماعی این است که شرکت باید همواره خود را جزئی از اجتماع بداند و نسبت به جامعه احساس مسئولیت داشته باشد و در جهت بهبود رفاه عمومی به‌گونه‌ای مستقل از منافع مستقیم شرکت تلاش کند. ابزار آگاه‌سازی جامعه از مسئولیت‌های اجتماعی شرکت و سازمان افشاگری و گزارشگری اجتماعی است. به عبارتی منظور از مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها، پیوستگی و اتحاد میان فعالیت‌ها و ارزش‌های سازمان به‌گونه‌ای است که منافع کلیه ذی‌نفعان شامل سهامداران، مشتریان، کارکنان، سرمایه‌گذاران و عموم جامعه، در سیاست‌ها و عملکرد سازمان منعکس گردد (چن و ژانگ، ۲۰۲۱).

مسئولیت اجتماعی، تعهد تصمیم‌گیران برای اقداماتی است که به‌طورکلی علاوه بر تأمین منافع خودشان، موجبات بهبود رفاه جامعه را نیز فراهم می‌آورد. در این تعریف، عناصر چندی وجود دارد: اولاً، مسئولیت اجتماعی، یک تعهد است که مؤسسات باید در قبال آن پاسخگو باشند. ثانیاً، مؤسسات مسئول‌اند که از آلوده کردن محیط‌زیست، اعمال تبعیض در امور استخدامی، بی‌توجهی به تأمین نیازهای کارکنان خود، تولید کردن محصولات زیان‌آور و نظایر آن که به سلامت جامعه لطمه می‌زنند، بپرهیزند؛ و سرانجام، سازمان‌ها باید با اختصاص منابع مالی، در بهبود رفاه اجتماعی موردقبول اکثریت جامعه بکوشند (گیلانی نیا صومعه‌سرایبی و سرخی، ۱۴۰۰). این قبیل اقدامات عبارت‌اند از: کمک به فرهنگ کشور و مؤسسات فرهنگی و بهبود کیفیت زندگی. درنهایت، مقصود از مسئولیت اجتماعی این است که چون سازمان‌ها تأثیر عمده‌ای بر سیستم اجتماعی دارند، لاجرم چگونگی فعالیت آن‌ها باید به‌گونه‌ای باشد که در اثر آن زبانی به جامعه نرسد و در صورت رسیدن زیان، سازمان‌های مربوطه ملزم به جبران آن باشند. به عبارت ساده‌تر، سازمان‌ها باید به‌عنوان جزئی

¹ Corporate Social Responsibility

² Serafeim

مرتبط با نظام بزرگتر که در آن قرار دارند، عمل کنند. به عبارت دیگر سازمان باید همواره خود را جزئی از اجتماع بداند و نسبت به جامعه احساس مسئولیت داشته باشد و در جهت بهبود رفاه عمومی به گونه‌ای مستقل از منافع مستقیم شرکت، تلاش کند (و بر^۱، ۲۰۱۸). شرکت‌هایی که عملکرد اجتماعی بالایی دارند تمایل بیشتری به افشای عمومی فعالیت‌های اجتماعی خود دارند. سطح بالای شفافیت در اطلاعات باعث کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین شرکت و سرمایه‌گذاران می‌شود و این خود باعث کاهش ریسک می‌گردد (سرافیم و همکاران، ۲۰۱۳). افزایش قابل توجه فعالیت‌های مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت اخیراً به پژوهش‌هایی در خصوص رابطه^۲ بین مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت و عملکرد مالی منجر شده است. تا به امروز این پژوهش‌ها یافته‌های متفاوتی از اثر مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت به دست داده است (جیاو^۳، ۲۰۱۰). این نتایج متفاوت نشان‌دهنده^۴ دیدگاه‌های نظری متفاوتی در خصوص رابطه^۵ بین مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت و عملکرد مالی می‌باشند. از آنجایی که در ایران نیز رابطه مسئولیت‌پذیری اجتماعی و عملکرد بازار سرمایه مورد بررسی قرار نگرفته است، در این پژوهش سعی شده تا با در نظر گرفتن مفهوم هزینه حقوق صاحبان سهام بخشی از این کار انجام شده باشد (کائو و لین^۶، ۲۰۲۲). با توجه به این که هزینه حقوق صاحبان سهام جزئی از هزینه سرمایه است و اگر از دید هزینه فرصت به هزینه سرمایه نگریسته شود هزینه سرمایه برابر نرخ تنزیلی است که سرمایه‌گذاران برای تبدیل ارزش آتی درآمدهای مورد انتظار، به ارزش فعلی آن‌ها مورد استفاده قرار می‌دهند و به این معنی است که هر دو گروه بستانکاران و سهامداران شرکت انتظار دارند در قبال متحمل شدن هزینه فرصت سرمایه‌گذاری خود و جبران ریسک آن، بازده دریافت نمایند (کوا^۷ و همکاران، ۲۰۱۸)، یعنی سرمایه‌گذاران خواهان میزانی از نرخ بازدهی هستند که درخور ریسک مربوط به آن باشد (چولت و سا ندویدی^۸، ۲۰۱۸). به عبارتی واحد تجاری باید طرح‌هایی را بپذیرد که بازده آن‌ها لااقل از هزینه تهیه سرمایه برای آن واحد تجاری بیشتر باشد و اگر میزان بازده سرمایه‌گذاری‌های یک شرکت از هزینه سرمایه آن بیشتر باشد و این افزایش بدون بالا رفتن درجه ریسک باشد، ثروت سهامداران افزایش خواهد یافت. به بیان دیگر اگر شرکتی نتواند بازدهی به میزان هزینه سرمایه تحصیل کند ارزش شرکت کاهش خواهد یافت و نخستین تجلی این کاهش ارزش، در ارزش اوراق بهادار مشاهده خواهد شد (بروئر^۹ و همکاران، ۲۰۱۸).

شرکت‌ها و بنگاه‌های اقتصادی همواره سعی داشته‌اند تا میزان هزینه هر کدام از عوامل تولید از جمله هزینه‌های مربوط به سرمایه را تخمین و برآورد نمایند. هزینه سرمایه هر شرکت عبارت است از نرخ بازدهی که بایستی آن شرکت نسبت به سرمایه‌گذاری‌هایش به دست آورد تا بتواند انتظارات سرمایه‌گذارانی را که وجوه بلندمدت شرکت را فراهم کرده‌اند تأمین کند. شرکت‌ها به منظور بیشینه کردن ارزش خود می‌بایست هزینه همه داده‌ها را کمینه کرده و در این زمینه می‌باید که قادر به اندازه‌گیری هزینه سرمایه باشد (چن و ژانگ^{۱۰}، ۲۰۲۱). هزینه سرمایه حداقل نرخ بازدهی است که کسب آن برای حفظ ارزش بازار شرکت الزامی است. هزینه سرمایه به عنوان عامل اساسی در تصمیم‌گیری‌های مرتبط با سرمایه‌گذاری بودجه‌بندی سرمایه‌ای مدیریت سرمایه در گردش، استقرار ساختار بهینه مالی کمک به اندازه‌گیری عملکرد و تعیین ارزش شرکت از طریق کمک به تنزیل جریان‌های نقدی مورد توجه قرار می‌گیرد (کوا^{۱۱} و همکاران، ۲۰۱۸). اعتباردهندگان به دنبال اصل و بهره وام‌های اعطایی خود و سرمایه‌گذاران به دنبال کسب بازده مورد انتظار از فعالیت‌های عملیاتی

¹ Weber

² Jiao

³ Kuo and Lin

⁴ Cui

⁵ Chollet & Sandwidi

⁶ Breuer

شرکت‌ها هستند. آن‌ها برای پرداخت منابع مالی موردنیاز شرکت‌ها، به یکی از مهم‌ترین اقسام مندرج در صورت‌های مالی شرکت‌ها، یعنی سود حسابداری، توجه می‌کنند. چنانچه سود حسابداری گزارش شده در صورت‌های مالی، کیفیت و شفافیت نداشته باشد، باعث عدم اطمینان اعتباردهندگان و سرمایه‌گذاران خواهد شد. این عدم اطمینان از یک سو و عدم تقارن اطلاعاتی از سوی دیگر، به ایجاد ریسک اطلاعاتی برای اعتباردهندگان و سرمایه‌گذاران منجر می‌شود (اسکو و نوروزی، ۱۴۰۰). در نتیجه اعتباردهندگان، نرخ بهره بالاتر و سرمایه‌گذاران، نرخ بازده بالاتر را از مدیران شرکت‌ها طلب خواهند کرد. با توجه به این که نرخ بهره اعتباردهندگان برای شرکت، نرخ هزینه تأمین مالی از محل بدهی‌ها و نرخ بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاران برای شرکت، نرخ هزینه تأمین مالی از محل حقوق صاحبان سهام محسوب می‌شود، میانگین موزون این دو نرخ هزینه، میانگین موزون هزینه سرمایه شرکت را تشکیل می‌دهد. در نهایت، افزایش ریسک اطلاعاتی، باعث افزایش میانگین موزون هزینه سرمایه خواهد شد. میانگین موزون هزینه سرمایه، حداقل نرخ بازدهی است که شرکت باید به دست آورد تا بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان را تأمین کند (نوروش و مجیدی، ۱۳۹۴). مفهوم هزینه سرمایه هم مبتنی بر این فرض است که هدف شرکت، به حداکثر رساندن ثروت سهامداران است. در نتیجه اگر شرکت، هزینه سرمایه و یا همان نرخ مورد انتظار سرمایه‌گذاران را برآورده نسازد، ارزش سهام شرکت کاهش خواهد یافت؛ بنابراین مدیریت در تلاش است تا بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاران را حداقل به سطح هزینه سرمایه نزدیک کند تا از این طریق، ارزش واحد تجاری را محفوظ نگه دارد. مدیران شرکت‌ها، برای رسیدن به حداقل هزینه سرمایه و همچنین تحقق سودی ثابت که مورد پذیرش سهامداران باشد، کنترل میانگین موزون هزینه سرمایه را مدنظر قرار داده‌اند. در مورد اثر مسئولیت‌پذیری اجتماعی بر هزینه سرمایه شرکت شواهد متناقضی وجود دارد. بعضی از شواهد نشان‌دهنده رابطه معکوس بین مسئولیت‌پذیری اجتماعی و هزینه سرمایه شرکت است. به‌عنوان نمونه (لیما^۱ و همکاران، ۲۰۱۱)، در مقاله خود با عنوان مسئولیت‌پذیری اجتماعی، هزینه سرمایه شرکت و عملکرد مالی در برزیل با استفاده از داده‌های مربوط به مسئولیت‌پذیری اجتماعی و داده‌های مالی به‌عنوان منابع تحقیق، درصدد پاسخ‌گویی به دو سؤال زیر برآمدند. اول اینکه آیا مسئولیت‌پذیری اجتماعی می‌تواند در کاهش هزینه سرمایه برای شرکت، نقش آفرینی کند؟ و دوم اینکه آیا ممکن است مسئولیت‌پذیری اجتماعی بر عملکرد مالی شرکت تأثیرگذار باشد و بالعکس؟ نتایج حاصل از مطالعه این محققان، همبستگی منفی بین مسئولیت‌پذیری اجتماعی و هزینه سرمایه شرکت را نشان می‌داد. همچنین آن‌ها دریافتند که بین مسئولیت‌پذیری اجتماعی و عملکرد مالی شرکت رابطه وجود ندارد؛ اما در پاسخ به این ابهام (لین^۲ و همکاران، ۲۰۰۹)، در مقاله خود با عنوان تأثیر مسئولیت‌پذیری اجتماعی بر ریسک عملیاتی، با ارائه مدلی در خصوص رابطه بین مسئولیت اجتماعی و ریسک عملیاتی شرکت به این نتیجه رسیدند که اگرچه ممکن است در کوتاه‌مدت مسئولیت اجتماعی تأثیر بسیار مثبتی بر ریسک عملیاتی شرکت نداشته باشد، ولی در بلندمدت با کاهش ریسک درک شده توسط مصرف‌کنندگان، مزیت مالی قابل توجهی برای شرکت ایجاد می‌شود (چن و ژانگ، ۲۰۲۱).

پرواضح است که رابطه بین ریسک فعالیت‌های عملیاتی شرکت و مسئولیت‌پذیری اجتماعی یک تعامل دوسویه است. (مارک^۳، ۲۰۱۵) در یک تحلیل جامع بالغ بر ۳۳۸۷۸ مشاهده، رابطه معکوس بین عملکرد اجتماعی سازمان را با ریسک عملیاتی آن ثابت کرد. آن‌ها بر این باور بودند که عملکرد اجتماعی سازمان سبب کسب شهرت، اعتبار و نهایتاً ارتقای شاخص‌های مالی می‌شود. نحوه شفاف‌سازی رابطه سازمان با ذینفعان برای عناصر موجود در سازمان، عملکرد و ارزش شرکت را تحت تأثیر قرار خواهد داد. این واقعیت را که شهرت شرکت در زمینه‌های اجتماعی و زیست‌محیطی بر تمایل

¹ Lima

² Lin

³ Mark

سرمایه‌گذاران و حامیان مالی برای مشارکت در فعالیت‌های شرکت تأثیر بسزایی خواهد داشت، نمی‌توان نادیده انگاشت (چئونگ^۱، ۲۰۱۶). طبق تئوری نمایندگی، سهامداران و ذینفعان خواستار پاسخگویی بیشتر شرکت درباره عملکرد اجتماعی خود هستند. این تئوری‌ها بیان‌کننده مفهوم مسئولیت‌پذیری اجتماعی می‌باشند. مسئولیت‌پذیری اجتماعی اقدامی است که شرکت انجام می‌دهد تا به واسطه آن به صورت محسوس سطح رفاه ذینفع اجتماعی خود را متأثر سازد و ریسک عملیاتی خود را کاهش دهد. از سویی با توجه به آنچه گفته شد و وقوع رسوایی‌های مالی در هزاره جدید که منجر به از بین رفتن اعتماد سرمایه‌گذاران نسبت به صورت‌های مالی شده است، سهامداران و اعتباردهندگان را به توجه بر مسئولیت اجتماعی و افشاء آن در بازار سرمایه ملزم نموده است (کائو و لین، ۲۰۲۲). شرکت‌ها انجام مسئولیت اجتماعی خود را با افشای اطلاعات مفید آغاز نمودند تا با کاهش عدم اطمینان و ریسک عملیاتی خود منجر به جذابیت بیشتر سهام خود نزد سهامداران گردند و بدین‌وسیله هزینه سرمایه سهام خود را کاهش دهند. طبق تئوری عدم تقارن هر چه کیفیت اطلاعات بالاتر رود، عدم تقارن اطلاعاتی شرکت کاهش و اعتماد به برند شرکت افزایش می‌یابد و بدین ترتیب ریسک عملیاتی شرکت کاهش می‌یابد؛ بنابراین افزایش شفافیت و توجه به مسئولیت‌پذیری منجر به کاهش ریسک سیستماتیک می‌گردد. ریسک سیستماتیک به آن بخش از نوسان‌های بازده یک دارایی که ناشی از تأثیر هم‌زمان عوامل مختلف قیمت بازار اوراق بهادار است، اطلاق می‌شود. از سوی دیگر سهامداران نیز بیشتر جذب شرکت‌هایی با ریسک پایین‌تر می‌شوند؛ بنابراین شرکت‌ها جهت کاهش ریسک به عوامل مؤثر بر آن توجه دارند که یکی از این عوامل کاهش هزینه سرمایه شرکت است. شرکت‌های ریسکی‌تر، بیشترین نیاز به مصون‌سازی رادارند زیرا به احتمال بیشتری در هنگام نیاز به تأمین مالی خارجی، کسری جریان نقدی را تجربه می‌کنند. به همین دلیل آن‌ها بیشتر از شرکت‌هایی که دارای ریسک کمتری هستند، وجه نقد ذخیره می‌کنند (چن و ژانگ، ۲۰۲۱).

از سوی دیگر فعالیت‌های اجتماعی شرکت، میزان اصطکاک شرکت با جامعه را کاهش داده و از این منظر باعث کاهش ریسک شرکت و هزینه‌های آن خواهد شد؛ بنابراین بررسی رابطه بین مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت و هزینه سرمایه سهام باید به مدیران کمک کند که تأثیر سرمایه‌گذاری در مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت را بر هزینه‌های تأمین مالی درک کنند و در نتیجه پیامدهای مهمی برای برنامه‌ریزی استراتژیک دارد. در واقع نرخ بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاران می‌تواند کانالی باشد که از طریق آن بازارهای سرمایه، شرکت‌ها را به مسئولیت‌پذیری بیشتر اجتماعی تشویق می‌کنند. بررسی این رابطه در بازار سرمایه رو به رشد ایران نیز می‌تواند به سرمایه‌گذاران در اخذ تصمیمات اقتصادی یاری رساند. یکی از مشکلات پیش رو در اندازه‌گیری مسئولیت‌پذیری شرکت، غیر کمی و کیفی بودن آن است و استفاده از یک مدل کمی می‌تواند اطلاعات ملموس‌تر و متناسب‌تری را در مقایسه با سایر اطلاعات حسابداری در اختیار محققین قرار دهد. انجام این پژوهش برای سیاست‌گذاران مالی و سازمان‌های بورسی می‌تواند دارای اهمیت باشد. همچنین تخمین مدل هزینه سرمایه شرکت در شرکت‌های بورسی با استفاده از مدل داده‌های ترکیبی و عوامل فزاینده و کاهنده برای این متغیر می‌تواند به افزایش این متغیر در شرکت‌های بورسی و کاهش هزینه سرمایه شرکت‌های بورسی و ارتقاء بازار سرمایه کشور کمک نماید.

روش تحقیق

این تحقیق از نظر روش‌شناسی، از نوع تحقیقات پس‌رویدادی است. از سوی دیگر پژوهش حاضر از نظر نوع توصیفی از نوع همبستگی و بر اساس معادلات رگرسیونی بوده و از نظر هدف کاربردی است. جامعه آماری این تحقیق شامل تمامی

¹ Cheung.

شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بین سال‌های ۱۳۹۴ الی ۱۳۹۹ می‌باشند که نمونه‌ای به حجم ۱۰۰ شرکت مطابق فرمول کوکران انتخاب و مورد مطالعه قرار گرفتند.

نحوه اندازه‌گیری متغیرها

مسئولیت اجتماعی شرکت (CSR_{it})

مسئولیت اجتماعی (متغیر مستقل)؛ در این پژوهش مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت با استفاده از شاخص داو جونز مورد ارزیابی قرار می‌گیرد. مسئولیت‌پذیری اجتماعی مطابق این شاخص دارای دو بعد است. CSR-D: معیار آموزش‌های رایگان شرکت در قبال رعایت استانداردهای ایمنی و بهداشت (OHSAS 18001) و نهادینه کردن مسئولیت اجتماعی شرکت برای کارکنان است که اگر شرکت این برنامه را داشته باشد برابر با یک و در غیر این صورت برابر با صفر است. CSR-S: معیار صلاحیت حفظ استانداردهای زیست‌محیطی بوده که اگر شرکت دارای گواهینامه ISO 14000 باشد برابر با یک و در غیر این صورت برابر با صفر است. اطلاعات لازم برای این متغیرها در گزارش هیئت‌مدیره شرکت‌ها افشاء می‌شود. شاخص داو جونز رابطه عینی و کمی معروفی است که از طریق نهادهای رسمی در بسیاری از کشورها برای اندازه‌گیری مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکتی استفاده شده است. مدل به صورت زیر است:

$$CSR_{it} = CSR-D + CSR-S$$

هزینه سرمایه (RE_{it})

متغیر وابسته پژوهش هزینه سرمایه سهام (RE_{it}) است. برای محاسبه هزینه سرمایه سهام از مدل تنزیل شده سود تقسیمی و از پژوهش چن و ژانگ (۲۰۲۱) پیروی کرده و نحوه محاسبه آن به صورت زیر است:

$$RE_{it} = [D_0(1+g)]/p_0 + g$$

در این رابطه، هزینه سرمایه سهام عادی، با سود تقسیمی مورد انتظار قابل پرداخت در پایان سال اول، قیمت بازار کنونی سهام عادی شرکت و g نرخ رشد سود تقسیمی مورد انتظار است.

ریسک عملیاتی (OR_{it})

ریسک عملیاتی شرکت i در سال t است. به منظور تعیین ریسک عملیاتی از روش شاخص پایه استفاده شده است، بدین ترتیب که میانگین رشد درآمد ناخالص مثبت در طی سه سال گذشته در میزان ضریب حداقل سرمایه قانونی که در اینجا (۱۵٪) است ضرب می‌شود حاصل ضرب بیانگر میزان سرمایه‌ای است که برای مقابله با ریسک‌های عملیاتی در روش شاخص پایه مورد استفاده قرار می‌گیرد.

متغیرهای کنترل:

Size: که از لگاریتم طبیعی دارایی‌های شرکت به دست می‌آید.

Lev: مجموع بدهی تقسیم‌بر دارایی‌های شرکت i در سال t.

Age: برای محاسبه عمر شرکت از لگاریتم طبیعی عمر شرکت از تاریخ تأسیس تا سال مورد بررسی استفاده می‌گردد.

جدول (۱): نحوه سنجش متغیرهای پژوهش

متغیر	نقش متغیر	نحوه سنجش	نماد
مسئولیت اجتماعی شرکت	مستقل	شاخص داو جونز	CSR _P _{it}
هزینه سرمایه	وابسته	مدل تنزیل شده سود تقسیمی	RE _{it}
ریسک عملیاتی	میانجی	شاخص پایه	OR _{it}
اندازه شرکت	کنترلی	لگاریتم طبیعی دارایی‌های شرکت	Size
نسبت اهرمی	کنترلی	مجموع بدهی تقسیم بر دارایی‌های	Lev
سن شرکت	کنترلی	لگاریتم طبیعی عمر شرکت	Age

مدل رگرسیون آزمون فرضیه‌های تحقیق به شرح زیر است:

$$RE_{i(t+1)} = \beta_0 + \gamma_1 OR_{it} + \gamma_2 CSR_{Pit} + \sum Controls + \sum Ind + \sum Year + \varepsilon_i$$

یافته‌ها

در این بخش به توصیف آماری متغیرها از نمونه آماری تحت بررسی پرداخته می‌شود.

جدول (۲): آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

اهرم مالی	اندازه شرکت	سن شرکت	ریسک عملیاتی	هزینه سرمایه سهام	مسئولیت اجتماعی شرکت
۰.۶۲۳	۱۱۱۶	۷۱۱۰	۰.۳۱۱	۰.۴۵۷	۳۶۱۱
۰.۵۲۲	۰.۲۲۶	۶۵۵۰	۰.۲۹۸	۰.۳۶۸	۳۰۱۱
۱.۴۶۹	۸۰۱۴	۹۹۸.۱	۹۸۸۰	۰.۹۸۷	۲
۱۵۴۰	۴.۵۶۲	۶۹۶۰	۰۰۱۰	۰۰۰۴۰	۱
۱.۰۵۲	۱.۹۷۴	۰.۹۸۷	۱.۱۱۱	۰.۳۶۷	۱.۳۶۵
-۱.۲۰۱	۰.۷۹۸	۰.۹۱۷	۱.۲۲۵	۱.۱۳۴	۰.۸۸۸
۱.۰۰۱	۱۸۵۱	۱.۲۰۵	۰.۳۹۵	۱.۰۳۴	۱.۰۰۷
۲۵.۶۲۵	۲۲.۲۸۴	۱۳.۲۵۱	۸.۵۲۱	۱۷.۰۰۷	۱۲.۳۹۷
۰.۱۲۵	۰.۰۷۵	۰.۵۵۴	۰.۶۲۵	۰.۰۹۱	۰.۳۲۱
۱۰۰	۱۰۰	۱۰۰	۱۰۰	۱۰۰	۱۰۰

مطابق اطلاعات مندرج در جدول ۲ مشاهده می‌شود، مقدار میانگین متغیر مسئولیت اجتماعی شرکت‌های تحت مطالعه در طی سال‌های مورد بررسی ۱.۳۶۱ است. انحراف معیار برای متغیر مسئولیت اجتماعی شرکت‌های تحت مطالعه در طی سال‌های مورد بررسی، ۱.۳۶۵ است. گفتمانی است بیشترین مقدار متغیر مسئولیت اجتماعی شرکت‌های تحت مطالعه در طی سال‌های مورد بررسی برابر با ۰.۹۱۲ (متعلق به شرکت زامیاد) و کمترین مقدار آن برابر با ۰.۰۰۴ (متعلق به شرکت سیمان فارس و خوزستان) است. ویژگی‌های کیفی سایر متغیرها نیز در جدول ۲ مشهود است. از سویی با توجه به مقدار سطح معناداری آماره جار کو برا برای هر یک از متغیرهای تحقیق که بیشتر از ۰.۰۵ (سطح خطای محاسباتی در قابلیت اطمینان ۹۵ درصد) آمده است و همچنین ضرایب چولگی و کشیدگی متغیرهای پژوهش بین بازه -۲ و +۲ قرار گرفته و

مقدار میانگین و میانه نزدیک به هم بوده که نشان می‌دهد توزیع هر یک از متغیرهای تحقیق نرمال است. لذا برای آزمون فرضیه‌های تحقیق از آزمونهای پارامتریک و رگرسیون استفاده می‌شود که در ادامه به آنها پرداخته می‌شود.

آزمون فرضیه ۱ تحقیق

فرضیه ۱: بین مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت و هزینه سرمایه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه منفی و معناداری وجود دارد.

جدول (۳): نتیجه آزمون فرضیه اول

احتمال	آماره t	انحراف استاندارد	ضریب	
۰.۰۰۰۰	-۳.۰۷۰۶	۰.۱۵۴۳	-۰.۴۷۳۸	مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت
۰.۰۰۰۰	۲.۲۳۲۰	۰.۱۷۲۳	۰.۳۸۴۷	سن شرکت
۰.۰۰۰۰	۵.۴۳۲۹	۰.۵۸۱۰	۷۴۸۵۰	اندازه شرکت
۰.۰۰۰۰	۲.۷۹۸۴	۰.۱۴۲۷	۰.۳۹۹۵	اهرم مالی
۰.۰۶۷۴	۱.۸۶۴۵	۰.۰۷۲۸	۰.۱۳۵۹	C
			۴۴۶۸۸۰	ضریب تعیین
			۳۹۸۵۸۰	ضریب تعیین تعدیل‌شده
			۳۴.۱۰۸۵۶	آماره F
			۰.۰۰۰۰	احتمال
			۲.۰۳۷۸۴۴۴	آماره دوربین واتسون

با توجه به سطح معناداری به‌دست‌آمده برای این مدل (۰/۰۰۰) که کمتر از ۰/۰۵ (سطح خطای محاسباتی) و آماره t چون در بازه $-۱/۹۶$ و $+۱/۹۶$ قرار نمی‌گیرد، بنابراین می‌توان فرضیه صفر را رد کرد. پس می‌توان گفت بین مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت و هزینه سرمایه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه منفی و معناداری وجود دارد. همچنین با توجه به ضریب به‌دست‌آمده برای دو متغیر که بین ۰ و -۱ قرار گرفته (-۰.۴۷۳۸) نشان می‌دهد این رابطه به‌صورت منفی و معکوس است. از سویی با توجه به مقدار ضریب تعیین به‌دست‌آمده که اثرگذاری متغیرها روی یکدیگر را نشان می‌دهد نشان از این است عملکرد مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت بر هزینه سرمایه سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معناداری به‌اندازه ۸۴.۴۶ درصد در جهت منفی و معکوس دارد. همچنین نتایج مربوط به آماره F که کمتر از سطح خطای محاسباتی است نشان می‌دهد که مدل در حالت کلی معنی‌دار بوده و توزیع پراکنندگی داده‌ها نسبت به خط رگرسیون معقول و منطقی است. درنهایت با توجه به مقدار آماره دوربین - واتسون که بین بازه $۲/۵$ تا $۱/۵$ قرار دارد، نشان می‌دهد مدل آزمون فرضیه تحقیق فاقد مشکل خودهمبستگی است.

جدول (۴): نتیجه ضریب مک‌فادن و آماره راست‌نمایی برای فرضیه ۱

احتمال راست‌نمایی	آماره راست‌نمایی	ضریب تعیین مک‌فادن
۰.۰۰۰۰	۱۲.۳۰۲۴	۰.۸۴۰

مقدار ضریب تعیین مک‌فادن همواره بین صفر و یک قرار می‌گیرد و بزرگتر بودن آن به معنای توان برآزش بالاتر مدل است. همچنین مقدار آماره راست‌نمایی اگر دارای سطح معناداری کمتر از ۵ درصد باشد، در سطح اطمینان ۹۵٪ می‌توان

گفت که مدل برازش شده از اعتبار کافی برخوردار است. مشاهده می‌شود در مدل اول، متغیرهای مستقل و کنترلی توانسته اند ۸۴ درصد از تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند و همچنین سطح معناداری اماره راستنمایی کمتر از ۵ درصد است از این رو می‌توان گفت که مدل های برازش شده از اعتبار کافی برخوردار هستند.

فرضیه ۲: بین مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت و ریسک عملیاتی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه منفی و معناداری وجود دارد.

جدول (۵): نتیجه آزمون فرضیه ۲

احتمال	آماره t	انحراف استاندارد	ضریب	
۰.۰۰۰۰	-۴.۰۵۰۸۲	۰.۱۰۳۳	-۰.۴۱۸۴۵	مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت
۰.۰۲۲۷	۲.۹۵۵۱۸	۰.۰۴۸۹	۰.۱۴۴۵۷	سن شرکت
۰.۰۰۰۰	-۳.۶۲۱۴	۰.۱۰۲۲	-۰.۳۷۰۱۱	اندازه شرکت
۰.۰۰۰۰	۱.۰۶۳۰	۰.۵۲۱۰	۳۸۵۵۰	اهرم مالی
۰.۵۰۸۷	۱.۳۸۱۷۲	۰.۱۲۱۲	۰.۱۶۵۸۴	C
			۰.۸۱۱۵۴	ضریب تعیین
			۰.۸۰۹۵۵	ضریب تعیین تعدیل شده
			۴۶.۰۵۲۷	آماره F
			۰.۰۰۰۰۰۰	احتمال
			۲.۰۴۹۵۴۰۷	آماره دوربین واتسون

با توجه به سطح معناداری به‌دست‌آمده برای این مدل (۰/۰۰۰) که کمتر از ۰/۰۵ (سطح خطای محاسباتی) و آماره t چون در بازه $-۱/۹۶$ و $+۱/۹۶$ قرار نمی‌گیرد، بنابراین می‌توان فرضیه صفر را رد کرد. پس می‌توان گفت بین مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت و ریسک عملیاتی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه منفی و معناداری وجود دارد. همچنین با توجه به ضریب به‌دست‌آمده برای دو متغیر که بین ۰ و -۱ قرار گرفته (-۰.۴۱۸۴) نشان می‌دهد این رابطه به‌صورت منفی و معکوس است. از سویی با توجه به مقدار ضریب تعیین به‌دست‌آمده که اثرگذاری متغیرها روی یکدیگر را نشان می‌دهد نشان از این است عملکرد مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت بر ریسک عملیاتی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معناداری به‌اندازه ۸۱.۱۵ درصد در جهت منفی و معکوس دارد. همچنین نتایج مربوط به آماره F که کمتر از سطح خطای محاسباتی است نشان می‌دهد که مدل در حالت کلی معنی‌دار بوده و توزیع پراکندگی داده‌ها نسبت به خط رگرسیون معقول و منطقی است. درنهایت با توجه به مقدار آماره دوربین - واتسون که بین بازه $۲/۵$ تا $۱/۵$ قرار دارد، نشان می‌دهد مدل آزمون فرضیه تحقیق فاقد مشکل خودهمبستگی است.

جدول (۶): نتیجه ضریب مک‌فادن و آماره راستنمایی برای فرضیه ۲

احتمال راست نمایی	آماره راست نمایی	ضریب تعیین مک فادن
۰.۰۰۰۰	۸.۶۲۵۴	۰.۸۱۰

مقدار ضریب تعیین مک فادن همواره بین صفرو یک قرار می‌گیرد و بزرگتر بودن آن به معنای توان برازش بالاتر مدل است. همچنین مقدار آماره راستنمایی اگر دارای سطح معناداری کمتر از ۵ درصد باشد، در سطح اطمینان ۹۵٪ می‌توان گفت که مدل برازش شده از اعتبار کافی برخوردار است. مشاهده می‌شود در مدل دوم، متغیرهای مستقل و کنترلی

توانسته اند ۸۱ درصد از تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند و همچنین سطح معناداری اماره راستنمایی کمتر از ۵ درصد است از این رو می توان گفت که مدل های برازش شده از اعتبار کافی برخوردار هستند.
فرضیه ۳: ریسک عملیاتی یک متغیر میانجی بین مسئولیت پذیری اجتماعی شرکت و هزینه سرمایه است و اثر میانجیگری بین ریسک بلندمدت و کوتاه مدت متفاوت است.

جدول (۷): نتیجه آزمون فرضیه ۳

احتمال	آماره t	انحراف استاندارد	ضریب	
۰.۰۰۰۰	-۳.۰۷۰۶	۰.۱۵۴۳	-۰.۴۷۳۸	مسئولیت پذیری اجتماعی شرکت
۰.۰۰۰۰	-۲.۵۴۴۳	۰.۱۱۱۷	-۰.۲۸۴۲	مسئولیت پذیری اجتماعی شرکت * ریسک عملیاتی کوتاه مدت
۰.۱۲۰۲	-۱.۵۳۶۷	۰.۱۲۵۲	-۰.۱۹۲۴	مسئولیت پذیری اجتماعی شرکت * ریسک عملیاتی بلندمدت
۰.۰۰۰۰	۵.۲۰۱۹	۰.۰۸۵۴	۰.۴۴۴۲	سن شرکت
۰.۰۰۰۰	۲.۵۸۴۶	۰.۰۹۱۵	۲۳۶۵۰.	اندازه شرکت
۰.۰۰۰۰	-۱۰.۲۳۷۵	۰.۱۰۵۰	۱۲۹۵۰.-	اهرم مالی
۰.۷۴۸۵۴	۰.۷۷۰۳۵۵	۱۱۱۵۲۰.	۰.۸۵۹۱۰.	C
			۰.۸۹۸۵۷	ضریب تعیین
			۰.۸۹۸۰۰	ضریب تعیین تعدیل شده
			۷۴.۱۰۱۱۸۵	آماره F
			۰.۰۰۰۰۰۰	احتمال
			۱.۹۵۸۷۴۸	آماره دوربین واتسون

با توجه به سطح معناداری به دست آمده برای ریسک عملیاتی کوتاه مدت این مدل (۰/۰۰۰) که کمتر از ۰/۰۵ (سطح خطای محاسباتی) و آماره t چون در بازه ۱/۹۶- و ۱/۹۶+ قرار نمی گیرد و بالعکس با توجه به سطح معناداری به دست آمده برای ریسک عملیاتی بلندمدت این مدل (۰/۱۲۰۲) که بیشتر از ۰/۰۵ (سطح خطای محاسباتی) و آماره t چون در بازه ۱/۹۶- و ۱/۹۶+ قرار می گیرد، بنابراین می توان فرضیه صفر را رد کرد. پس می توان گفت ریسک عملیاتی یک متغیر میانجی بین مسئولیت پذیری اجتماعی شرکت و هزینه سرمایه است و اثر میانجیگری بین ریسک بلندمدت و کوتاه مدت متفاوت است. همچنین نتایج مربوط به آماره F که کمتر از سطح خطای محاسباتی است نشان می دهد که مدل در حالت کلی معنی دار بوده و توزیع پراکندگی داده ها نسبت به خط رگرسیون معقول و منطقی است. در نهایت با توجه به مقدار آماره دوربین - واتسون که بین بازه ۲/۵ تا ۱/۵ قرار دارد، نشان می دهد مدل آزمون فرضیه تحقیق فاقد مشکل خودهمبستگی است.

جدول (۸): نتیجه ضریب مک فادن و آماره راستنمایی برای فرضیه ۳

احتمال راست نمایی	آماره راست نمایی	ضریب تعیین مک فادن
۰.۰۰۰۰	۲۰.۲۲۲۷	۰.۸۹۷

مقدار ضریب تعیین مک فادن همواره بین صفر و یک قرار می گیرد و بزرگتر بودن آن به معنای توان برازش بالاتر مدل است. همچنین مقدار آماره راستنمایی اگر دارای سطح معناداری کمتر از ۵ درصد باشد، در سطح اطمینان ۹۵٪ می توان گفت که مدل برازش شده از اعتبار کافی برخوردار است. مشاهده می شود در مدل سوم، متغیرهای مستقل و کنترل

توانسته اند ۸۹ درصد از تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند و همچنین سطح معناداری اماره راستنمایی کمتر از ۵ درصد است از این رو می توان گفت که مدل های برازش شده از اعتبار کافی برخوردار هستند.

بحث و نتیجه گیری

نتایج تحلیل ها نشان داد بین مسئولیت پذیری اجتماعی شرکت و هزینه سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه منفی و معناداری وجود دارد. منظور از مسئولیت اجتماعی شرکت ها، پیوستگی و اتحاد میان فعالیت ها و ارزش های سازمان به گونه ای است که منافع کلیه ذی نفعان شامل سهامداران، مشتریان، کارکنان، سرمایه گذاران و عموم جامعه، در سیاست ها و عملکرد سازمان منعکس گردد. به عبارت دیگر سازمان باید همواره خود را جزیی از اجتماع بداند و نسبت به جامعه احساس مسئولیت داشته باشد و در جهت بهبود رفاه عمومی به گونه ای مستقل از منافع مستقیم شرکت، تلاش کند. شرکت هایی که عملکرد اجتماعی بالایی دارند تمایل بیشتری به افشای عمومی فعالیت های اجتماعی خود دارند. سطح بالای شفافیت در اطلاعات باعث کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین شرکت و سرمایه گذاران می شود و این خود باعث کاهش ریسک عملیاتی می گردد. افزایش قابل توجه فعالیت های در راستای مسئولیت پذیری اجتماعی شرکت اخیرا به پژوهش هایی در خصوص رابطه بین مسئولیت پذیری اجتماعی شرکت و هزینه سرمایه منجر شده است. تا به امروز این پژوهش ها یافته های متفاوتی از اثر مسئولیت پذیری اجتماعی شرکت به دست داده است. این نتایج متفاوت نشان دهنده دیدگاه های نظری متفاوتی در خصوص رابطه بین مسئولیت پذیری اجتماعی شرکت و هزینه سرمایه می باشند. از آنجایی که در ایران نیز رابطه مسئولیت پذیری اجتماعی و هزینه سرمایه مورد بررسی قرار گرفته ولیکن در این پژوهش سعی شده تا با در نظر گرفتن اثر تعدیل کنندگی ریسک عملیاتی این متغیرها بررسی گردد. با توجه به این که هزینه حقوق صاحبان سهام جزئی از هزینه سرمایه می باشد و اگر از دید هزینه فرصت به هزینه سرمایه نگریسته شود هزینه سرمایه برابر نرخ تنزیلی است که سرمایه گذاران برای تبدیل ارزش آتی درآمدهای مورد انتظار، به ارزش فعلی آنها مورد استفاده قرار می دهند و به این معنی است که هر دو گروه بستانکاران و سهامداران شرکت انتظار دارند در قبال متحمل شدن هزینه فرصت سرمایه گذاری خود و جبران ریسک آن، بازده دریافت نمایند، یعنی سرمایه گذاران خواهان میزانی از نرخ بازدهی هستند که در خور ریسک مربوط به آن باشد. به عبارتی واحد تجاری باید طرح هایی را بپذیرد که بازده آنها لااقل از هزینه تهیه سرمایه برای آن واحد تجاری بیشتر باشد و اگر میزان بازده سرمایه گذاری های یک شرکت از هزینه سرمایه آن بیشتر باشد و این افزایش بدون بالا رفتن درجه ریسک باشد، ثروت سهامداران افزایش خواهد یافت. به بیان دیگر اگر شرکتی نتواند بازدهی به میزان هزینه سرمایه تحصیل کند ارزش شرکت کاهش خواهد یافت و نخستین تجلی این کاهش ارزش، در ارزش اوراق بهادار مشاهده خواهد شد. از سوی دیگر فعالیت های اجتماعی شرکت، میزان اصطکاک شرکت با جامعه را کاهش داده و از این منظر باعث کاهش ریسک عملیاتی شرکت و هزینه های آن خواهد شد. از سویی با مروری بر پیشینه تحقیقات انجام یافته در خصوص متغیرهای تحقیق این نکته نمایان می شود که نتایج تحقیق حاضر مغایر با نتایج تحقیق حساس یگانه و گل محمدی (۱۳۹۱)، واتسون و همکاران (۲۰۱۶)، ریچاردسون و همکاران (۲۰۱۶)، هوی و همکاران (۲۰۱۶)، زنگ و همکاران (۲۰۱۶)، لندری و همکاران (۲۰۱۵)، فیشر (۲۰۱۴) و چن و ژانگ (۲۰۲۱) می باشد.

بین مسئولیت پذیری اجتماعی شرکت و ریسک عملیاتی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه منفی و معناداری وجود دارد. پر واضح است که رابطه بین ریسک فعالیت های عملیاتی شرکت و مسئولیت پذیری اجتماعی یک

تعامل دوسویه است. مارک^۱ (۲۰۱۵) در یک تحلیل جامع بالغ بر ۳۳۸۷۸ مشاهده، رابطه معکوس بین عملکرد اجتماعی سازمان را با ریسک عملیاتی آن ثابت کرد. آن‌ها بر این باور بودند که عملکرد اجتماعی سازمان سبب کسب شهرت، اعتبار و نهایتاً ارتقای شاخص‌های مالی می‌شود. نحوه شفاف‌سازی رابطه سازمان با ذینفعان برای عناصر موجود در سازمان، عملکرد و ارزش شرکت را تحت تأثیر قرار خواهد داد. این واقعیت را که شهرت شرکت در زمینه‌های اجتماعی و زیست‌محیطی بر تمایل سرمایه‌گذاران و حامیان مالی برای مشارکت در فعالیت‌های شرکت تأثیر بسزایی خواهد داشت، نمی‌توان نادیده انگاشت. طبق تئوری نمایندگی، سهامداران و ذینفعان خواستار پاسخگویی بیشتر شرکت درباره عملکرد اجتماعی خود هستند. این تئوری‌ها بیان‌کننده مفهوم مسئولیت‌پذیری اجتماعی می‌باشند. مسئولیت‌پذیری اجتماعی اقدامی است که شرکت انجام می‌دهد تا به واسطه آن به صورت محسوسی سطح رفاه ذینفع اجتماعی خود را متأثر سازد و ریسک عملیاتی خود را کاهش دهد. از سویی با توجه به آنچه گفته شد و وقوع رسوایی‌های مالی در هزاره جدید که منجر به از بین رفتن اعتماد سرمایه‌گذاران نسبت به صورت‌های مالی شده است، سهامداران و اعتباردهندگان را به توجه بر مسئولیت اجتماعی و افشاء آن در بازار سرمایه ملزم نموده است. شرکت‌ها انجام مسئولیت اجتماعی خود را با افشای اطلاعات مفید آغاز نمودند تا با کاهش عدم اطمینان و ریسک عملیاتی خود منجر به جذابیت بیشتر سهام خود نزد سهامداران گردند و بدین وسیله هزینه سرمایه سهام خود را کاهش دهند. طبق تئوری عدم تقارن هر چه کیفیت اطلاعات بالاتر رود، عدم تقارن اطلاعاتی شرکت کاهش و اعتماد به برند شرکت افزایش می‌یابد و بدین ترتیب ریسک عملیاتی شرکت کاهش می‌یابد. بنابراین افزایش شفافیت و توجه به مسئولیت‌پذیری منجر به کاهش ریسک سیستماتیک می‌گردد. ریسک سیستماتیک به آن بخش از نوسان‌های بازده یک دارایی که ناشی از تأثیر همزمان عوامل مختلف قیمت بازار اوراق بهادار است، اطلاق می‌شود. از سوی دیگر سهامداران نیز بیشتر جذب شرکت‌هایی با ریسک پایین‌تر می‌شوند؛ بنابراین شرکت‌ها جهت کاهش ریسک به عوامل مؤثر بر آن توجه دارند که یکی از این عوامل کاهش هزینه سرمایه شرکت می‌باشد. شرکت‌های ریسکی‌تر، بیشترین نیاز به مصون‌سازی را دارند زیرا به احتمال بیشتری در هنگام نیاز به تأمین مالی خارجی، کسری جریان نقدی را تجربه می‌کنند. به همین دلیل آن‌ها بیشتر از شرکت‌هایی که دارای ریسک کمتری هستند، وجه نقد ذخیره می‌کنند. از سویی با مروری بر پیشینه تحقیقات انجام یافته در خصوص متغیرهای تحقیق این نکته نمایان می‌شود که نتایج تحقیق حاضر مغایر با نتایج تحقیق حساس یگانه و گل محمدی (۱۳۹۱)، واتسون و همکاران (۲۰۱۶)، ریچاردسون و همکاران (۲۰۱۶)، هوی و همکاران (۲۰۱۶)، زنگ و همکاران (۲۰۱۶)، لندری و همکاران (۲۰۱۵)، فیشر (۲۰۱۴) و چن و ژانگ (۲۰۲۱) می‌باشد.

ریسک عملیاتی یک متغیر میانجی بین مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت و هزینه سرمایه است و اثر میانجیگری بین ریسک بلندمدت و کوتاه‌مدت متفاوت است. در مورد اثر مسئولیت‌پذیری اجتماعی بر هزینه سرمایه شرکت شواهد متناقضی وجود دارد. بعضی از شواهد نشان‌دهنده رابطه معکوس بین مسئولیت‌پذیری اجتماعی و هزینه سرمایه شرکت است. به عنوان نمونه لیما^۲ و همکاران (۲۰۱۱)، در مقاله خود با عنوان مسئولیت‌پذیری اجتماعی، هزینه سرمایه شرکت و عملکرد مالی در برزیل با استفاده از داده‌های مربوط به مسئولیت‌پذیری اجتماعی و داده‌های مالی به عنوان منابع تحقیق، در صدد پاسخ‌گویی به دو سؤال زیر برآمدند. اول اینکه آیا مسئولیت‌پذیری اجتماعی می‌تواند در کاهش هزینه سرمایه برای شرکت، نقش‌آفرینی کند؟ و دوم اینکه آیا ممکن است مسئولیت‌پذیری اجتماعی بر عملکرد مالی شرکت تأثیرگذار باشد و بالعکس؟ نتایج حاصل از مطالعه این محققان، همبستگی منفی بین مسئولیت‌پذیری اجتماعی و هزینه سرمایه

¹ Mark

² Lima

شرکت را نشان می‌داد. همچنین آن‌ها دریافتند که بین مسئولیت‌پذیری اجتماعی و عملکرد مالی شرکت رابطه وجود ندارد. اما در پاسخ به این ابهام لین^۱ و همکاران (۲۰۰۹)، در مقاله خود با عنوان تأثیر مسئولیت‌پذیری اجتماعی بر ریسک عملیاتی، با ارائه مدلی در خصوص رابطه بین مسئولیت اجتماعی و ریسک عملیاتی شرکت به این نتیجه رسیدند که اگرچه ممکن است در کوتاه‌مدت مسئولیت اجتماعی تأثیر بسیار مثبتی بر ریسک عملیاتی شرکت نداشته باشد، ولی در بلندمدت با کاهش ریسک درک شده توسط مصرف‌کنندگان، مزیت مالی قابل توجهی برای شرکت ایجاد می‌شود. از سویی با مروری بر پیشینه تحقیقات انجام یافته در خصوص متغیرهای تحقیق این نکته نمایان می‌شود که نتایج تحقیق حاضر مغایر با نتایج تحقیق حساس یگانه و گل‌محمدی (۱۳۹۱)، واتسون و همکاران (۲۰۱۶)، ریچاردسون و همکاران (۲۰۱۶)، هوی و همکاران (۲۰۱۶)، زنگ و همکاران (۲۰۱۶)، لندری و همکاران (۲۰۱۵)، فیشر (۲۰۱۴) و چن و ژانگ (۲۰۲۱) می‌باشد

در این قسمت پیشنهادهای برگرفته از نتایج حاصل از تحقیق به شرح ذیل ارائه می‌گردد:

با توجه به نتیجه فرضیه ۱ تحقیق که نشان داد بین مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت و هزینه سرمایه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه منفی و معناداری وجود دارد؛

- بنابراین به سرمایه‌گذاران، علی‌الخصوص سرمایه‌گذاران بزرگ نهادی پیشنهاد می‌شود برای سرمایه‌گذاری شرکت‌هایی را در اولویت قرار دهند که گزارش‌گری مسئولیت‌پذیری اجتماعی در سطح بالایی دارند. با این ترتیب نرخ بازده مورد انتظار آنان که برابر هزینه سرمایه می‌باشد در سطح پایینی قرار می‌گیرد.
 - پیشنهاد می‌شود که سازمان بورس اوراق بهادار تهران، قوانین و مقرراتی را اتخاذ کند که تا حد امکان بتواند میزان واقعی مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت‌ها را در طول سال‌های متمادی فعالیت‌شان اندازه‌گیری و مشخص نماید.
 - با توجه به رابطه منفی بین عملکرد مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت و هزینه سرمایه سهام، به مدیران سازمان‌ها پیشنهاد می‌شود برای کاهش هزینه‌های تأمین مالی به مقوله مسئولیت‌پذیری اجتماعی، به عنوان عامل بقای سازمان در بلندمدت، اقدامات جدی‌تری در زمینه بالا بردن عملکرد اجتماعی خود انجام دهند.
 - با توجه به نتیجه فرضیه ۲ تحقیق که نشان داد بین مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت و ریسک عملیاتی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه منفی و معناداری وجود دارد؛
- (۱) از نتایج این تحقیق می‌توان در تحقیق‌های آتی که در زمینه ارزش شرکت و مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت صورت می‌گیرد، استفاده نمود.

(۲) کاربرد دیگر آن در تجزیه و تحلیل صورت‌های مالی است. منظور از تجزیه و تحلیل صورت‌های مالی، انتخاب اطلاعات مالی، مقایسه و مشخص نمودن رابطه بین اطلاعات مالی، تفسیر و ارزیابی ارتباط‌های تعیین شده است. اقلامی که برای تجزیه و تحلیل برگزیده می‌شوند که برای اتخاذ تصمیم‌های مناسب برای تمامی استفاده‌کنندگان مفید باشد. یکی از این معیارها مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت است.

(۳) معیارهای مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت‌ها می‌تواند به عنوان یکی از معیارهای کیفی اطلاعات شرکت‌ها مورد توجه تحلیل‌گران و مشاوران مالی قرار بگیرد و پیشنهاد می‌شود در این رابطه قالب گزارشگری و شیوه تهیه و تنظیم اطلاعات فراهم شود. در این رابطه می‌توان قالب گزارشگری در نه حوزه اصلی ۱- حوزه اقتصادی ۲- مشارکت اجتماعی ۳- نظام راهبری شرکتی ۴- حقوق انسانی و شایسته‌سالاری ۵- زیست‌محیطی و توسعه پایدار ۶- مذهبی ۷- محصولات ۸- حوزه اخلاق (سازمانی، حرفه‌ای، اجتماعی) ۹- فرهنگی تهیه و تدوین شود.

¹ Lin

۴) افشای مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت‌ها برای تمامی ذینفعان بخصوص سرمایه‌گذاران مهم است لذا پیشنهاد می‌شود چارچوب مشخصی جهت افشاء مسئولیت‌پذیری اجتماعی همانند صورت‌های مالی حسابرسی شده توسط سازمان حسابرسی تدوین شود تا سرمایه‌گذاران با آگاهی از رتبه مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت‌ها تصمیمات بهینه‌تری را اتخاذ نمایند.

۵) مدیران شرکت‌ها با ایجاد واحد بازاریابی به ویژه اقدام‌های مرتبط با مسئولیت اجتماعی شرکت و طراحی ساختار و بسیج منابع و امکانات مناسب برای آن، مصرف‌کنندگان را از جزئیات فعالیت‌های اجتماعی شرکت آگاه سازند و بدین ترتیب، با افزایش رضایت مصرف‌کنندگان، موجب افزایش فروش و سودآوری خود شوند.

۶) مدیران با افزایش فعالیت‌های اجتماعی از قبیل حمایت از بیماران خاص، کمک به اقشار ضعیف جامعه، حمایت از کودکان بی‌سرپرست، ارائه خدمات ویژه به مدارس و بیمارستان‌ها، ساخت تصفیه‌خانه‌هایی برای تصفیه پسماند کارخانه‌ها، مشارکت در برگزاری نمایشگاه‌ها و همایش‌های حفاظت از محیط‌زیست و درگیر کردن مستقیم و غیرمستقیم مصرف‌کنندگان در اقدام‌های بشردوستانه یا زیست‌محیطی و اخلاقی به افزایش ارزش خود از دید مصرف‌کنندگان بپردازند.

با توجه به نتیجه فرضیه ۳ تحقیق که نشان داد ریسک عملیاتی یک متغیر میانجی بین مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت و هزینه سرمایه است و اثر میانجیگری بین ریسک بلندمدت و کوتاه‌مدت متفاوت است؛ پیشنهاد می‌شود که سازمان بورس اوراق بهادار تهران، قوانین و مقرراتی را اتخاذ کند که تا حد امکان بتواند میزان واقعی مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت‌ها را در طول سال‌های متمادی فعالیتشان اندازه‌گیری و مشخص نماید. پیشنهاد می‌شود برای سرمایه‌گذاری شرکت‌هایی را در اولویت قرار دهند که گزارشگری مسئولیت‌پذیری اجتماعی در سطح بالایی دارند و در این صورت ریسک کمتری شامل حالشان خواهد شد. به مدیران شرکت‌ها نیز توصیه می‌شود که در صورت عدم فرصت‌های سرمایه‌گذاری مناسب تا حد ممکن از نگاه‌داشتن وجوه نقد مازاد از نیاز خودداری کنند زیرا بازار سرمایه این‌گونه وجوه نقد مازاد را در نبود فرصت رشد مناسب یک سیگنال منفی قلمداد کرده و در نتیجه ارزش شرکت کاهش می‌یابد.

منابع

- ✓ اسکو، وحید، نوروزی، محمد، (۱۴۰۰)، بررسی تأثیر مسئولیت اجتماعی شرکت بر رابطه بین معاملات اشخاص وابسته و عملکرد شرکت، پژوهش‌های حسابداری مالی، دوره ۱۳، شماره ۲، صص ۱۹-۳۲.
- ✓ ثقفی، علی، رحمانی، علی، معتمدی فاضل، مجید، (۱۳۹۸)، هزینه سهام و متغیرهای حسابداری محرک ریسک، مجله دانش حسابداری، دوره ۱، شماره ۲، صص ۹-۳۲.
- ✓ جبار زاده کنگر لویی، سعید، بایزدی، انور، (۱۳۹۹)، بررسی رابطه بین مسئولیت‌پذیری اجتماعی و تعهد سازمانی با محافظه‌کاری در گزارشگری مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه بورس اوراق بهادار، دوره ۳، شماره ۹، صص ۷۷-۹۶.
- ✓ حاجی‌ها، زهره و سرفراز، بهمن، (۱۳۹۳)، بررسی رابطه بین مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت‌ها و هزینه حقوق صاحبان سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه پژوهش‌های تجربی حسابداری، دوره ۴، شماره ۲، صص ۱-۱۹.

✓ حجامی، محدثه، (۱۳۹۸)، بررسی رابطه بین افشای مسئولیت‌پذیری اجتماعی و مالکیت نهادی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات گیلان.

✓ رمضان نیا، حسن، رضایی، فرزین، (۱۳۹۶)، بررسی اثر مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت بر ریسک سیستماتیک و ریسک غیر سیستماتیک: با استفاده از مدل تحلیل پوششی داده‌ها، حسابداری ارزشی و رفتاری، دوره ۲، شماره ۴، صص ۱۸۹-۲۱۴.

✓ سرلک، نرگس، فرجی، امید، علی‌نیافروزجاه، فاطمه، (۱۳۹۹)، نقش میانجی ریسک سیستماتیک در رابطه بین مسئولیت‌پذیری اجتماعی و نگهداشت وجه نقد، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، دوره ۱۲، شماره ۴۷، صص ۷۶-۵۵.

✓ فروغی، داریوش، امیری، هادی، جوانمرد، مرضیه، (۱۳۹۷)، تأثیر مسئولیت اجتماعی شرکت بر نگهداشت وجه نقد از طریق اثرهمزمان متغیرهای منتخب، پژوهش‌های حسابداری مالی، دوره ۱۰، شماره ۱، صص ۱۹-۳۶.

✓ گروسی، حبیب‌اله، ایزدی نیا، ناصر، دستگیر، محسن، (۱۳۹۹)، تأثیر سطح افشای مسئولیت‌پذیری اجتماعی بر ارزش بازار شرکت، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، دوره ۱۲، شماره ۴۶، صص ۵۱-۷۶.

✓ گیلانی نیاصومعه سرایی، بهنام، سرخی، ندا، (۱۴۰۰)، بررسی تأثیر عدم مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکتها و اعتماد به نفس بیش از حد مدیر عامل بر ریسک سقوط قیمت سهام به واسطه نقش تعدیلگر بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، تهران، دوره ۵، شماره ۱۷، صص ۲۳-۴۷.

✓ نوروش، ایرج، مجیدی، علیرضا، (۱۳۹۴)، بررسی رابطه بین کیفیت سود و هزینه سرمایه در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، دوره ۴۳، شماره ۲، صص ۲۰۳-۲۳۲.

- ✓ Breuer, W. Müller, T. Rosenbach, D. & Salzmann, A. (2018). Corporate social responsibility, investor protection, and cost of equity: A crosscountry comparison. *Journal of Banking & Finance*, 96(2), 34-55.
- ✓ Chang, Y. Hsieh, C. H. Wang, T. C. & Hsieh, T. Y. (2014). Corporate social responsibility, cost of equity and cost of bank loans. *International Review of Accounting, Banking & Finance*, 6(1), 125-133.
- ✓ Chen, B. and Aojie Zhang. (2021). How does corporate social responsibility affect the cost of equity capital through operating risk? *Borsa _Istanbul Review*, 12(1), 29-35.
- ✓ Cheung, Adrian. (2016). "Corporate Social Responsibility and Corporate Cash Holdings", *Journal of Corporate Finance*.2(25), 59-66.
- ✓ Chollet, P. & Sandwidi, B. W. (2018). CSR engagement and financial risk: A virtuous circle? International evidence. *Global Finance Journal*, 38(1), 65-81.
- ✓ Cui, J. Jo, H. & Na, H. (2018). Does corporate social responsibility affect information asymmetry? *Journal of Business Ethics*, 148(3), 549-572.
- ✓ Ferns, B. Prakash S, S. (2019). Emerging trends in corporate social responsibility (CSR) reporting by large corporations: a comparative analysis of corporate CSR reports by Western European and North American corporations, *The Fifth ISBEE World Congress*. Warsaw, Poland.
- ✓ Harjoto, M. A. & Jo, H. (2015). Legal vs. normative CSR: Differential impact on analyst dispersion, stock return volatility, cost of capital, and firm value. *Journal of Business Ethics*, 128(1), 1-20.

- ✓ Jiao, Y. (2010). Stakeholder welfare and firm value. *Journal of Banking and Finance*, 34(1), 2549–2561.
- ✓ Jiao, Yawen. (2010). Stakeholder welfare and firm value. *Journal of Banking and Finance*, 34(2), 2549–2561.
- ✓ Kuo, Y and Yin Lin. (2022). Corporate Social Responsibility, Enterprise Risk Management, and Managerial Confidence. *Harvard Business Review*, 93(1), 101-119.
- ✓ Matthiesen, M. L. & Salzmann, A. J. (2017). Corporate social responsibility and firms' cost of equity: How does culture matter? *Cross Cultural & Strategic Management*, 24(1), 105-124.
- ✓ Serafeim, G. Ioannou, I. Cheng, B. (2013). corporate Social Responsibility and Access to Finance. *Strategic Management Journal*, 35(1), 1-23.
- ✓ Serafeim, George. Ioannou, Ioannis. Cheng, Beiting. (2011). corporate Social Responsibility and Access to Finance. *Strategic Management Journal*, 35(1), 1-23.
- ✓ Servaes, H. and Tamayo, Ane. (2020). The Impact of Corporate Social Responsibility on Firm Value: The Role of Customer Awareness. *Management Science*, 59(5), 1045-1061.
- ✓ Weber, J. L. (2018). Corporate social responsibility disclosure level, external assurance and cost of equity capital. *Journal of Financial Reporting & Accounting*, 16(4), 694-724.