

بررسی رابطه بین مسئولیت پذیری اجتماعی شرکت‌ها و هزینه حقوق صاحبان سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

زهرة حاجیهها*، بهمن سرفراز**

تاریخ دریافت: ۹۳/۰۲/۲۳

تاریخ پذیرش: ۹۳/۰۶/۱۷

چکیده

در این مقاله رابطه بین مسئولیت پذیری اجتماعی و هزینه حقوق صاحبان سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران سنجیده شده است. برای اندازه گیری مسئولیت پذیری اجتماعی شرکت‌ها به عنوان متغیر مستقل، از معیارهایی که توسط موسسه‌ی آمریکایی معروف به کال.دی که هر ساله سازمان‌ها را بر اساس معیارهای اجتماعی و زیست محیطی رتبه بندی می کند و همچنین برای اندازه گیری هزینه حقوق صاحبان سهام، مدل گوردون استفاده شده است. در تحقیق حاضر کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به عنوان جامعه آماری بررسی و از میان آن‌ها تعداد ۶۵ شرکت با توجه به ویژگی‌های تحقیق انتخاب شده است. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که مسئولیت پذیری اجتماعی رابطه معکوس و معنا داری با هزینه حقوق صاحبان سهام دارد. بنابراین مدیران با افزایش افشاگری در زمینه عملکرد اجتماعی، باعث کاهش در نرخ بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاران (هزینه حقوق صاحبان سهام) شده، و هزینه‌های تامین مالی کمتری برای شرکت به ارمغان می آورند. به عبارت دیگر اطلاعات مسئولیت پذیری شرکت برای سرمایه‌گذاران محتوای اطلاعاتی دارد.

واژه‌های کلیدی: مسئولیت پذیری اجتماعی، هزینه حقوق صاحبان سهام، نرخ بازده مورد انتظار

سرمایه‌گذاران

طبقه بندی موضوعی: G11, G32

* استادیار گروه حسابداری دانشکده‌ی علوم انسانی دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران شرق، (نویسنده مسئول)،

(z_hajiha@yahoo.com)

** کارشناس ارشد رشته حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد الکترونیک (b. sarfaraz64@gmail.com)

مقدمه

تصمیمات مدیران و سرمایه‌گذاران در راستای افزایش بازده و ثروت است. تصمیمات سرمایه‌گذاری، تامین مالی و تقسیم سود شرکت‌ها باید به نحوی اتخاذ شود که ارزش شرکت را افزایش دهد، این تصمیمات به طور قطع نیازمند ارزشیابی‌هایی است که هزینه حقوق صاحبان سهام را نیز در بر می‌گیرند (اعتمادی، ۱۳۹۱). با توجه به این که هزینه حقوق صاحبان سهام معیار خلاصه‌ای از چگونگی تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری در مورد تخصیص منابع است (ثقفی و همکاران، ۱۳۸۹)، میزان ارتباط میان هزینه حقوق صاحبان سهام و معیارهای مسئولیت‌پذیری اجتماعی^۱ (CSR) موید 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 CSR و عملکرد بازارهای مالی کرده است (سرافیم، ۲۰۱۳). بنابراین، این پژوهش ضمن معرفی جنبه‌های غیر مالی گزارشگری در امر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران، به بررسی تأثیر افشاگری در زمینه عملکرد اجتماعی شرکت بر نرخ بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاران می‌پردازد.

مبانی نظری پژوهش

منظور از مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها، پیوستگی و اتحاد میان فعالیت‌ها و ارزش‌های سازمان به گونه‌ای 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 به گونه‌ای مستقل از منافع مستقیم شرکت، تلاش کند (فروغی و همکاران، ۱۳۸۷). 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، ۲۰۱۲). افزایش قابل توجه فعالیت‌های CSR اخیراً به پژوهش‌هایی در خصوص رابطه‌ی بین CSR و عملکرد مالی منجر شده است. تا به امروز این پژوهش‌ها یافته‌های متفاوتی از اثر CSR

به دست داده است (جیاو، ۲۰۱۰). این نتایج متفاوت نشان دهنده‌ی دیدگاه‌های نظری متفاوتی در خصوص رابطه‌ی بین CSR 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. با توجه به این که هزینه حقوق صاحبان سهام جزئی از هزینه سرمایه می‌باشد 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 (خانی، ۱۳۹۱)، یعنی سرمایه‌گذاران خواهان میزانی از نرخ بازدهی هستند که در خور ریسک مربوط به آن باشد (عرب مازار یزدی، ۱۳۸۷). 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 (عثمانی، ۱۳۸۱). 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 رابطه‌ی بین CSR و هزینه‌ی حقوق صاحبان سهام باید به مدیران کمک کند که تأثیر سرمایه‌گذاری در CSR را بر هزینه‌های تامین مالی درک کنند، و در نتیجه پیامدهای مهمی برای برنامه ریزی 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 (میشرا و همکاران، ۲۰۱۱). 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.

پیشینه پژوهش

در سال‌های اخیر افزایش چشم‌گیر فعالیت‌های اجتماعی شرکت‌ها باعث شده تا تحقیقاتی در مورد رابطه بین مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت‌ها و عملکرد مالی آن‌ها انجام شود. به عنوان مثال: در سال ۲۰۱۱ میلادی، مطابق با گزارش KPMG (یکی از شرکت‌های پیشرو در جهان که فعالیت مشاوره در این حوزه را دارد)، دو منبع ارزش مالی شرکت‌ها عبارت است از: ۱- صرفه‌جویی در هزینه‌های مستقیم، و ۲- افزایش در اعتبار و شهرت واحد تجاری در بازار از طریق گزارش‌گری مسئولیت اجتماعی. بنابراین اکثر شرکت‌ها نشان می‌دهند که گزارش‌گری مسئولیت‌پذیری آن‌ها دارای ارزش مالی بوده و باعث ایجاد نوآوری می‌شود (داگیلینه ۲۰۱۳).

سرواس و تامایو (۲۰۱۳) به پژوهشی با عنوان تأثیر مسئولیت‌پذیری اجتماعی بر ارزش شرکت پرداختند. نتایج حاصل از تحقیق نشان می‌دهد که مسئولیت‌پذیری اجتماعی با ارزش شرکت، در شرکت‌هایی که میزان آگاهی مشتریان و یا آگاهی عموم مردم از طریق تبلیغاتی که شرکت انجام می‌دهد بیشتر باشد، رابطه مثبت وجود دارد و برای شرکت‌هایی که آگاهی مشتریان و یا عموم مردم پایین است این رابطه ضعیف و یا منفی می‌باشد. همچنین نتایج حاصل از تحقیق نشان داد که تأثیر آگاهی بر رابطه مسئولیت‌پذیری اجتماعی و ارزش شرکت در مورد شرکت‌هایی که شهرت کمی در اجتماع دارند منفی است. فرمز و پراکاش (۲۰۱۲)، توسعه‌ی گزارش‌گری مسئولیت‌پذیری اجتماعی را بر روی شرکت‌های موجود در کشورهای اروپای شرقی و آمریکای شمالی مورد بررسی قرار دادند. نتایج تحقیق آن‌ها نشان داد که گزارش‌های اجتماعی منتشر شده‌ی شرکت‌های اروپایی، سطح پاسخ‌گویی اجتماعی بالاتری نسبت به شرکت‌های آمریکای شمالی دارند. در اروپای شرقی کیفیت گزارش‌های اجتماعی از کشوری به کشور دیگر متفاوت است، اما آن‌ها در مقایسه با شرکت‌های مشابه در آمریکای شمالی، دارای موضوعات تفصیلی گزارش‌گری اجتماعی می‌باشند.

میشرا و همکاران (۲۰۱۱) به این نتیجه رسیدند که شرکت‌هایی که در افشای مسئولیت‌پذیری اجتماعی در گزارش‌های خود سرمایه‌گذاری کرده‌اند هزینه سرمایه‌ای بالطبع پایین‌تر از

شرکت‌هایی داشته‌اند که این افشاگری را انجام نمی‌دادند. درزدنکو (۲۰۱۰) در پژوهشی درباره رابطه بین اخلاقیات، مسئولیت پذیری اجتماعی و عملکرد سازمانی به این نتیجه رسیدند که، مدیران سازمان‌های نظام یافته در مقایسه با سازمان‌های ماشین بنیاد، سطح مسئولیت پذیری اجتماعی و اخلاقیات بالایی دارند. در سال ۲۰۰۶ بسن و همکاران در پژوهشی با موضوع تأثیر مسئولیت پذیری اجتماعی بر هزینه سرمایه شرکت‌ها به بررسی روابط بین مسئولیت پذیری اجتماعی و عملکرد مالی شرکت‌ها پرداخته آنها در نهایت به این نتیجه رسیدند که شرکت‌هایی با عملکرد اجتماعی بالا ریسک پایین تری دارند و همچنین هزینه سرمایه شرکت‌ها با افزایش عملکرد اجتماعی کاهش می‌یابد.

حجامی (۱۳۹۱) در تحقیقی با عنوان «بررسی رابطه بین افشای مسئولیت پذیری اجتماعی و مالکیت نهادی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران» نشان داد که بین افشای مسئولیت پذیری اجتماعی در تمام ابعاد آن (مشارکت اجتماعی، محیط زیست، روابط کارکنان، ویژگی محصولات) با مالکیت نهادی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، رابطه منفی وجود دارد. بنابراین لازم است آن دسته از سرمایه‌گذاران نهادی که توجه به سودهای جاری و کوتاه مدت دارند به منظور به حداکثر رساندن سود آوری خود، اولویت را به سرمایه‌گذاری در شرکت‌هایی دهند که کمترین افشای مسئولیت اجتماعی را داشته باشند. کنگرلویی و همکاران (۱۳۸۹) در پژوهش خود به بررسی رابطه بین مسئولیت پذیری اجتماعی و تعهد سازمانی با محافظه کاری در گزارشگری مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. یافته‌های پژوهش حاکی از آن است که رابطه بین سازه‌های اخلاقی (مسئولیت پذیری اجتماعی شرکت و تعهد سازمانی) و محافظه کاری مثبت بوده ولی تنها رابطه متغیر مسئولیت پذیری اجتماعی شرکت و محافظه کاری از لحاظ آماری معنی دار می‌باشد. بر اساس بررسی‌های انجام شده ظاهراً تحقیقی که در ایران به بررسی رابطه بین مسئولیت پذیری اجتماعی شرکت‌ها و هزینه حقوق صاحبان سهام پرداخته باشد تاکنون انجام نشده است، از اینرو تحقیق حاضر می‌تواند در این رابطه به دانش حسابداری بیفزاید.

فرضیه پژوهش

این پژوهش شامل یک فرضیه به شرح زیر می‌باشد است:

بین میزان افشای مسئولیت پذیری اجتماعی و هزینه حقوق صاحبان سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار رابطه‌ی معناداری وجود دارد.

جامعه و نمونه آماری

جامعه‌ی آماری این تحقیق شامل کلیه‌ی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای یک دوره‌ی زمانی ۵ ساله از سال ۱۳۸۷ تا پایان سال ۱۳۹۱ می‌باشد. کیفیت و سهولت دسترسی به اطلاعات صورت‌های مالی از جمله دلایل انتخاب جامعه آماری است. نمونه‌گیری به صورت حذفی انجام شده و شامل کلیه شرکت‌های جامعه آماری است که حائز شرایط زیر باشند:

الف) قبل از سال ۱۳۸۷ در بورس اوراق بهادار پذیرفته شده باشد (در محاسبه‌ی برخی داده‌های سال جاری داده‌های سال قبل را نیز مورد استفاده قرار می‌گیرد).

ب) اطلاعات مورد نیاز این تحقیق از جمله گزارش هیات مدیره شرکت‌ها همراه با گزارش عملکرد اجتماعی در رابطه با شرکت‌ها از سال ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۱ در دسترس باشد.

ج) پایان سال مالی شرکت‌ها در طول این سال‌ها تغییر نکرده باشد و منتهی به ۲۹ اسفند باشد.

د) جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری و واسطه‌گری مالی نباشد زیرا ماهیت و طبقه بندی اقلام صورت‌های مالی متفاوتی دارند.

با در نظر گرفتن شرایط فوق تعدا جامعه آماری به ۶۵ شرکت تقلیل یافته و در نهایت تمام اعضای جامعه به عنوان نمونه آماری در نظر گرفته شده است.

ابزارها و روش‌های گرد آوری و تجزیه و تحلیل داده‌ها

در این تحقیق اطلاعات مورد نیاز برای بیان کلیات تحقیق به روش کتابخانه‌ای جمع آوری شده است. داده‌های کمی مورد نیاز این تحقیق از صورت‌های مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران استخراج شده و همچنین جمع آوری اطلاعات در مورد مسئولیت پذیری اجتماعی از گزارش هیات مدیره قابل استخراج است. داده‌های جمع آوری شده از طریق

نرم فزار اکسل طبقه بندی شده و تجزیه و تحلیل نهایی نیز به کمک نرم افزار اقتصاد سنجی Eviews 7 انجام شده است.

روش پژوهش

روش پژوهش حاضر توصیفی-همبستگی می‌باشد، چون تحقیق حاضر به دنبال کشف علت یک یا چند پدیده نمی‌باشد، بلکه قصد آن را دارد که رابطه بین دو متغیر را با جمع آوری داده‌های مربوط توصیف نماید.

متغیرهای تحقیق و نحوه اندازه‌گیری آنها

الف) متغیر وابسته

برای محاسبه هزینه حقوق صاحبان سهام، به عنوان متغیر وابسته از مدل گوردن استفاده شده که به شرح زیر محاسبه می‌شود:

$$(1) K_e = \frac{D_1}{P_0} + g$$

K_e : نرخ هزینه حقوق صاحبان سهام، D_1 : سود نقدی پرداخت شده برای هر سهم پس از کسر افزایش سرمایه از محل مطالبات و آورده نقدی، P_0 : قیمت سهم در ابتدای دوره، g : نرخ رشد مورد انتظار.

برای این منظور، نرخ رشد با استفاده از میانگین هندسی رشد فروش طی سال‌های ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۱ به شرح زیر محاسبه شده است (کردستانی و مجدی، ۱۳۸۶):

(۲)

$$g = \left(\frac{S_{91}}{S_{87}} \right)^{1/5} - 1$$

g : نرخ رشد، S_{87} : مبلغ فروش در سال ۱۳۸۷، S_{91} : مبلغ فروش در سال ۱۳۹۱.

ب) متغیر مستقل

متغیر مستقل پژوهش حاضر، مسئولیت پذیری اجتماعی می‌باشد که با توجه به معیارهایی که موسسه آمریکایی معروف به KLD^۲ که هر ساله سازمان‌ها را بر اساس معیارهای اجتماعی و زیست محیطی رتبه بندی می‌کند اندازه گیری شده است. مسئولیت پذیری اجتماعی در این پژوهش دارای چهار بعد می‌باشد، هر بعد آن دارای نقاط قوت و ضعف مخصوص به خود می‌باشد. با تفاضل نقاط قوت از نقاط ضعف مربوطه نمره آن بعد بدست می‌آید. در نهایت با جمع تمام ابعاد فوق یک نمره کلی برای مسئولیت پذیری اجتماعی بدست خواهد آمد. لازم به ذکر است که در صورت وجود هر نقطه ضعف یا نقطه قوت مربوطه، عدد یک و در صورت نبود آن‌ها عدد صفر در نظر گرفته خواهد شد. اطلاعات لازم برای این متغیرها در گزارش هیات مدیره شرکت‌ها افشاء می‌شود و در تحقیق حاضر برای معرفی هر یک از ابعاد، با توجه به ماهیت افشاگری در ایران، از شاخص‌های مسئولیت پذیری اجتماعی در ایران و همچنین از گواهی نامه‌های ISO 9001 سیستم مدیریت کیفیت، ISO 14001 مدیریت زیست محیطی، OHSAS 18001 استاندارد ایمنی و بهداشت استفاده شده است. بنابراین در این تحقیق صرفاً از مدل KLD استفاده نشده بلکه معیارها مطابق با استاندارد ایران می‌باشد که همانطور که پیشتر توضیح داده شد در گزارش هیات مدیره افشاء می‌شود. مدل حاضر مدل عینی و کمی معروفیست که تاکنون از طریق نهادهای رسمی در بسیاری از کشورها برای اندازه گیری مسئولیت پذیری اجتماعی شرکتی استفاده شده است. مدل به صورت زیر می‌باشد:

$$CSR-S = CSR-COM-S + CSR-EMP-S + CSR-ENV-S + CSR-PRO-S \quad (۳)$$

CSR-S = نمره مسئولیت پذیری اجتماعی، CSR-COM-S = نمره افشای مشارکت اجتماعی که از تفاضل نقاط قوت و نقاط ضعف خاص خود به صورت زیر محاسبه می‌شود

$$CSR-COM-S = \sum Strengths - \sum Concerns \quad (۴)$$

همین طور می‌توان نمره‌های ابعاد دیگر مسئولیت پذیری اجتماعی، همچون CSR-EMP-S: (نمره افشای روابط کارکنان)، CSR-ENV-S (نمره افشای محیط زیست)، CSR-PRO-S (نمره افشای ویژگی محصولات) را از طریق ذکر شده در بالا محاسبه کرد (میشرا و همکاران، ۲۰۱۱).

پاره‌ای از نقاط قوت و ضعف ابعاد مسئولیت پذیری اجتماعی به طور خلاصه در نگاره (۱) ارائه شده است:

نگاره (۱): ابعاد مسئولیت پذیری اجتماعی همراه با نقاط قوت و ضعف آن‌ها

| ابعاد مسئولیت اجتماعی | نمره | نقاط ضعف | نمره | نقاط قوت |
|-----------------------|------|--|------|--|
| مشارکت اجتماعی | | ۱- اثر منفی اقتصادی (تأثیر منفی بر کیفیت زندگی، تعطیلی کارخانه ۲- عدم پرداخت مالیات | | ۱- کمک‌های خیریه ۲- کمک‌های نوآورانه (کمک به سازمان‌های غیرانتفاعی، مشارکت در طرح‌های عمومی |
| | | | | جمع نمره میزان افشای مشارکت اجتماعی |
| روابط کارکنان | | ۱- ضعف بهداشت و ایمنی ۲- کاهش نیروی کار | | ۱- به اشتراک گذاشتن سود نقدی ۲- مزایای بازنشستگی |
| | | | | جمع نمره میزان افشای روابط کارکنان |
| محیط زیست | | ۱- تولید زباله‌های خطرناک ۲- پرداخت جریمه به دلیل نقض مدیریت زباله | | ۱- انرژی پاک (استفاده از سوخت با آلودگی کمتر) ۲- کنترل آلودگی هوا و کاهش گاز گلخانه‌ای |
| | | | | جمع نمره میزان افشای محیط زیست |
| ویژگی محصولات | | ۱- پرداخت جریمه در مورد ایمنی محصول ۲- پرداخت جریمه برای تبلیغات منفی | | ۱- کیفیت محصول ۲- ایمنی محصول |
| | | | | جمع نمره میزان افشای ویژگی محصولات |
| | | | | جمع نمره ها |

منبع: میسرا و همکاران، ۲۰۱۱

ج) متغیرهای کنترلی:

با توجه به تحقیقاتی که هیل و لئوز همچنین دالیوال و همکاران در سال ۲۰۰۶ در ارتباط با موضوعات مرتبط با مسئولیت پذیری اجتماعی انجام دادند، متغیرهای کنترلی زیر را در نظر گرفته‌اند (به نقل از میشر و همکاران، ۲۰۱۱). از طرف دیگر متغیرهای کنترلی در این تحقیق در برگیرنده نمادهای مختلف ریسک موثر بر هزینه حقوق صاحبان سهام بر اساس تحقیقات قبلی نظیر فاما و فرنچ (۱۹۹۳)، فرانسیس و دیگران (۲۰۰۴) به شرح زیر می‌باشد (به نقل از ثقفی و همکاران، ۱۳۸۹):

Size: اندازه شرکت می‌باشد که از طریق لگاریتم مجموع دارایی‌های شرکت بدست می‌آید.

BTM: نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار حقوق صاحبان سهام

BETA: ریسک سیستماتیک (ریسک بازار)

بتا بیانگر میزان حساسیت بازده شرکت نسبت به بازده بازار می‌باشد که با استفاده از نرم افزار رهاورد نوین مورد محاسبه قرار گرفته است.

در نهایت مدل مورد استفاده در این پژوهش به صورت زیر می‌باشد:

(۵)

$$\text{CoFC} = a + \alpha_1 \text{CSR-S} + \alpha_2 \text{SIZE} + \alpha_3 \text{BTM} + \alpha_4 \text{BETA}$$

آمار توصیفی مربوط به متغیرهای تحقیق

در این پژوهش مسئولیت پذیری اجتماعی یکی از متغیرهای مستقل است. با توجه به نتایج آمار توصیفی که در نگاره ۲ آمده، توزیع متغیر مستقل در مقایسه با توزیع نرمال انحراف شدید ندارد و منحنی متغیر مستقل افشای مسولیت پذیری اجتماعی در مقایسه با توزیع نرمال انحراف شدید دارد. شاخص‌ها بیان می‌کند که مشاهده دورافتاده در دامنه راست توزیع واقع شده و تراکم مشاهده در محور شاخص‌های مرکزی کمتر است. به همین ترتیب در مورد توصیف سایر متغیرهای تحقیق که در نگاره خلاصه شده به این نتیجه می‌رسیم که متغیر وابسته هزینه حقوق صاحبان سهام و همچنین متغیر کنترلی اندازه شرکت، توزیع و منحنی متغیرهای فوق در مقایسه

با توزیع نرمال انحراف شدید دارد و مشاهده دور افتاده و در دامنه راست توزیع واقع شده و تراکم مشاهده در محور شاخص‌های مرکزی شدیدتر است و در مورد متغیرهای کنترلی بتا و ارزش دفتری به ارزش بازار حقوق صاحبان سهام مشاهده دور افتاده و در دامنه چپ توزیع واقع شده است. نتایج حاصل از آمار توصیفی مربوط به متغیرهای تحقیق به طور خلاصه در نگاره ۲ قابل مشاهده است.

نگاره (۲): شاخص‌های توصیفی متغیرهای تحقیق در نمونه آماری مورد مطالعه

| متغیر تحقیق | تعداد | میانگین | انحراف معیار | واریانس | چولگی | کشیدگی | انحراف ضرایب | |
|--------------------------------------|-------|---------|--------------|---------|--------|---------|--------------|---------|
| | | | | | | | چولگی | کشیدگی |
| مسئولیت پذیری اجتماعی | ۳۲۵ | ۱۳/۷۷۵۴ | ۳/۸۸۹ | ۱۵/۱۲۵ | ۰/۲۴۰ | -۰/۶۸۳ | ۱/۷۷۷ | -۲/۵۳۳ |
| هزینه حقوق صاحبان سهام | ۳۲۵ | ۰/۲۳۳۵ | ۰/۴۰۵ | ۰/۱۶۴ | ۸/۹۹۸ | ۱۱۳/۲۹۴ | ۶۶/۵۲۹ | ۴۲۰/۰۸۶ |
| ارزش دفتری به بازار حقوق صاحبان سهام | ۳۲۵ | ۰/۶۱۴۶ | ۱/۰۲۰ | ۱/۰۴۰ | -۰/۹۱۷ | ۴۰/۸۰۰ | -۶/۷۷۶ | ۱۵۱/۲۸۲ |
| اندازه | ۳۲۵ | ۱۳/۷۷۶۷ | ۱/۴۹۶ | ۲/۲۴۲ | ۰/۸۴۴ | ۰/۶۳۳ | ۶/۲۳۷ | ۲/۳۴۸ |
| ریسک | ۳۲۵ | ۰/۴۸۰۹ | ۲/۹۳۴ | ۸/۶۰۷ | -۹/۴۴۳ | ۱۵۱/۹۴۶ | -۶۹/۷۱۲ | ۵۶۲/۵۴۹ |

برآورد مدل و آزمون فرضیه

از آن جا که پژوهش حاضر در صدد بررسی رابطه بین متغیرهای پژوهش، برای شرکت‌ها و سالهای متعدد است، بنابراین داده‌های مورد استفاده در این پژوهش از نوع داده‌های ترکیبی است. به طوریکه داده‌ها به صورت دوره سالانه و به تعداد پنج سال و تعداد شرکت‌های نمونه گیری شده شصت و پنج شرکت و سیصد و بیست و پنج مشاهده به صورت شرکت - سال است.

با توجه به اهداف تحقیق یک معادله ترکیبی برآزش شده است. بنابراین تحلیل رگرسیون ترکیبی با مدل پولد^۴ و پانل^۵ قابل انجام است که برای انتخاب مدل مناسب، براساس آزمون‌های لیمر و هاسمن تصمیم‌گیری شده است. در انتخاب مدل مناسب، ابتدا برای تعیین روش به کارگیری داده‌های ترکیبی و تشخیص همگن یا ناهمگن بودن آن‌ها از آزمون چاو و آماره لیمر استفاده شده است. در صورتیکه دوره‌ها یا شیب شرکت‌ها براساس آماره لیمر رد شده است، از مدل پانل و در صورت عدم رد از مدل پولد استفاده شده است. در صورت انتخاب داده‌ها به روش پانل، با بکارگیری آزمون هاسمن یکی از مدل‌های اثرات ثابت و تصادفی استفاده شده است که در صورت رد از اثرات ثابت و در صورت عدم رد از اثرات تصادفی استفاده شده است. نتایج بررسی‌های مرتبط با انتخاب مدل مناسب برای متغیر وابسته در نگاره ۳ نشان داده شده است.

نگاره (۳): نتایج مدل‌های مرتبط با هزینه حقوق صاحبان سهام برای کاربرد انواع مدل‌های ترکیبی

| گروه مدل | هدف و آزمون | آزمون چاو | | | آزمون هاسمن | | |
|-----------------------|-------------|-----------|---------|---------------------|---------------|---------|--------------|
| | | آماره F | سطح خطا | نتیجه | آماره مربع کا | سطح خطا | نتیجه |
| مسئولیت پذیری اجتماعی | آزمون دوره | ۰/۷۱۱۷۲۹ | ۰/۵۸۴۴ | عرض از مبدأ برابر | - | - | - |
| | آزمون مقاطع | ۳/۷۰۶۰۲۴ | ۰/۰۰۰ | شیب شرکت‌ها نابرابر | ۱۰/۲۸۷۷۸۷ | ۰/۰۶۷۵ | اثرات تصادفی |

همان‌گونه که مشخص است، براساس نتایج آزمون‌های چاو و هاسمن، برای دوره‌ها مدل پولد و برای مقاطع مدل پانل با اثرات تصادفی انتخاب شده است.

آماره فیشر یا آزمون کلی رگرسیون وجود و یا عدم وجود رابطه خطی بین متغیرهای مستقل و وابسته مدل را مشخص می‌نماید. آمار محاسبه بزرگتر از مقدار بحرانی و یا سطح معنی‌داری کوچکتر از ۰/۰۵ برای مدل تحقیق از وجود رابطه خطی بین متغیرهای توضیحی و وابسته تحقیق پشتیبانی کرده است. آزمون دورین - واتسون استقلال یا عدم استقلال خطای بین مقادیر واقعی و مقادیر پیش‌بینی شده را مشخص می‌کند. در صورتیکه آماره محاسبه شده بین ۱/۵۰ تا ۲/۵۰ قرار گرفته باشد، بیانگر این است که خطای بین مقادیر واقعی و مقادیر پیش‌بینی شده دارای

استقلال بوده و به بیان دیگر مدل فاقد خودهمبستگی است. آماره دوربین - واتسون مدل برازش شده در دامنه بین مقادیر مورد پذیرش برای تبیین وجود استقلال قرار دارند. نرمال بودن توزیع پسمانده‌های مدل از مفروضه‌های تحلیل رگرسیون است، اما در صورتیکه توزیع بدون چولگی شدید و تک‌نمایی باشد، نرمال نبودن توزیع قابل توجیه است. با توجه به اینکه سطح معنی‌داری محاسبه شده برای توزیع باقیمانده مدل‌ها کوچکتر از ۰/۰۵ است، در نتیجه نرمال بودن توزیع باقیمانده مدل‌ها رد شده است. نتایج خطی بودن رابطه بین متغیرهای مستقل و وابسته مدل‌ها، وجود استقلال در باقیمانده و توزیع باقیمانده مدل‌های مرتبط با متغیر هزینه سرمایه در جداول نگاره ۴ نشان داده شده است.

نگاره (۴): آزمون رابطه خطی، توزیع باقیمانده و خودهمبستگی هزینه حقوق صاحبان سهام

| آزمون توزیع باقیمانده | | آزمون دوربین واتسون | | آزمون رابطه خطی | |
|-----------------------|-----------|---------------------|------------|-----------------|----------|
| سطح خطا | آماره J_B | دامنه مورد قبول | محاسبه شده | سطح خطا | آماره F |
| ۰/۰۰۰ | ۴/۱۵۶۷۱۱ | ۱/۵-۲/۵ | ۱/۵۴۰۸۴۱ | ۰/۰۱۶۹۱۶ | ۲/۸۰۷۷۵۱ |

آزمون ضریب همبستگی پیرسون نشان داده است که رابطه بین متغیرهای توضیحی شدید نیستند و در نتیجه ورود همزمان آنها در مدل موجب ایجاد مشکل همخطی نمی‌گردد.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه

برای تصمیم‌گیری در مورد فرضیه تاثیر متغیر مستقل افشای مسولیت پذیری اجتماعی در کنار تاثیر متغیرهای کنترل ارزش دفتری به بازار حقوق صاحبان، اندازه شرکت و ریسک سیستماتیک بر هزینه حقوق صاحبان سهام در یک مدل بررسی و مورد آزمون قرار گرفته است. براساس نتایج آزمون‌های چاو و هاسمن، برای دوره‌ها مدل پولد و برای مقاطع مدل پانل با اثرات تصادفی انتخاب شده است. آماره دوربین واتسون مدل با مقدار ۱/۵۴۰ در دامنه بین ۱/۵۰ تا ۲/۵۰ واقع شده است. آماره فیشر مدل (F) با مقدار ۲/۸۰۷ دارای سطح معناداری کوچکتر از ۰/۰۵ است که بیانگر وجود رابطه خطی بین متغیرهای توضیحی و متغیر وابسته است. مدل با رفع ناهمسانی واریانس تصحیح و برازش شده است. قدرمطلق آماره t محاسبه شده برای متغیر مستقل افشای مسولیت پذیری اجتماعی کوچکتر از مقدار بحرانی ۱/۹۶ و بزرگتر ۱/۶۴ است و سطح معناداری

محاسبه برای ضریب آن بزرگتر از ۰/۰۵ و کوچکتر از ۰/۱۰ مشاهده شده است که نشان می‌دهد هر چند تاثیر این متغیر بر هزینه حقوق صاحبان سهام در سطح ۰/۹۵ اطمینان معنی دار نیست، اما در ۰/۹۰ اطمینان به صورت معکوس و معنادار است. بنابراین سطح معناداری مدل ۰/۱۰ در نظر گرفته شده است. از میان سه متغیر کنترل، تاثیر متغیرهای ارزش دفتری به بازار حقوق صاحبان و اندازه شرکت در سطح ۰/۹۰ اطمینان به صورت مستقیم و تاثیر متغیر ریسک سیستماتیک در هیچ یک از سه سطح معناداری مورد تائید قرار نگرفته است. به عبارتی در بین شرکت‌های نمونه هیچ یک از متغیرهای کنترلی نمایانگر تاثیر ریسک بر هزینه حقوق صاحبان سهام با حضور مسئولیت پذیری اجتماعی در سطح ۰/۹۵ درصد اطمینان تاثیر ندارد. مقدار ضریب تشخیصی نشان می‌دهد که حدود ۰/۴ از واریانس هزینه حقوق صاحبان سهام بوسیله متغیرهای توضیحی مدل تبیین می‌گردد، که مقداری اندک است و بیانگر سطح پایین تاثیرگذاری مولفه‌های مسئولیت پذیری در بازار سرمایه ایران می‌باشد. نتایج مدل در نگاره ۵ نمایش شده است.

نگاره (۵): نتایج آزمون تاثیر افشای مسولیت پذیری اجتماعی بر هزینه حقوق صاحبان سهام

| متغیر وابسته: هزینه حقوق صاحبان سهام، تعداد دور: ۵، تعداد مقطع: ۶۵ تعداد مشاهده: ۳۲۵ | | | | | | |
|--|-----------|----------------|----------------------|---------------|------|-----------|
| نام متغیر | ضریب | خطای استاندارد | آماره t | سطح معنی داری | | |
| ضریب ثابت | -۰/۴۵۸۴۳۴ | ۰/۴۱۵۱۰۴ | -۱/۱۰۴۳۸۵ | ۰/۲۷۰۳ | C | β_0 |
| افشای مسولیت پذیری اجتماعی | -۰/۰۱۷۲۶۶ | ۰/۰۰۹۰۰۴ | -۱/۹۱۷۵۰۴ | ۰/۰۵۶۱ | CSRS | β_1 |
| ارزش دفتری به بازار حقوق صاحبان | ۰/۰۳۳۹۸۸ | ۰/۰۱۸۷۵۹ | ۱/۸۱۱۷۶۲ | ۰/۰۷۱۰ | BTM | β_2 |
| اندازه شرکت | ۰/۰۶۸۲۱۵ | ۰/۰۳۸۷۸۴ | ۱/۷۵۸۸۳۵ | ۰/۰۷۹۶ | SIZE | β_3 |
| ریسک سیستماتیک | -۰/۰۰۲۷۵۱ | ۰/۰۰۴۰۰۹ | -۰/۶۸۶۱۱۰ | ۰/۴۹۳۱ | BETA | β_4 |
| ضریب تشخیص | ۰/۰۴۲۲۸۰ | | آماره دورین - واتسون | ۱/۵۴۰۸۴۱ | | |
| ضریب تشخیص اصلاح شده | ۰/۰۲۷۲۲۲ | | آماره F | ۲/۸۰۷۷۵۱ | | |
| COC = -0. 458 - 0. 0172*CSRS + 0. 0339*BTM + 0. 0682*SIZE - 0. 0027*BETA | | | | | | |

نتیجه‌گیری و پیشنهادات

در این تحقیق، رابطه بین مسئولیت پذیری اجتماعی و هزینه حقوق صاحبان سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران سنجیده شده است. مسئولیت پذیری اجتماعی در سطح ۹۰٪ اطمینان رابطه معنادار و معکوس با هزینه حقوق صاحبان سهام دارد. یافته‌های تحقیق حاضر با نتایج بعضی از تحقیقات خارجی سازگار است. برای مثال در تحقیقی که بسن و همکاران (۲۰۰۶)، میسرا و همکاران (۲۰۱۱)، دروال (۲۰۱۰)، دالیوال و همکاران (۲۰۰۹)، هنگ و همکاران (۲۰۰۹) (به نقل از میسرا و همکاران ۲۰۱۱). انجام دادند، به این نتیجه رسیدند که شرکت‌هایی که در افشای مسئولیت پذیری اجتماعی در گزارش‌های خود سرمایه‌گذاری کرده‌اند هزینه سرمایه‌ای بالطبع پایین‌تر از شرکت‌هایی داشته‌اند که این افشاگری را انجام نمی‌دادند. هر چند به نظر می‌رسد افشای مسئولیت پذیری اجتماعی در بازار سرمایه ایران و تأثیر گذاری آن بر متغیرهای تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در ابتدای راه است، اما باید به آن به عنوان یکی از معیارهای مهم در آینده نگریست. بر اساس این یافته‌ها پیشنهادهای مبتنی بر فرضیه تحقیق به شرح زیر است:

آزمون فرضیه نشانگر رابطه معکوس و معنادار بین افشای مسئولیت پذیری اجتماعی و هزینه حقوق صاحبان سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد.

بنابراین به سرمایه‌گذاران، علی‌الخصوص سرمایه‌گذاران بزرگ نهادی پیشنهاد می‌شود برای سرمایه‌گذاری شرکت‌هایی را در اولویت قرار دهند که گزارش‌گری مسئولیت پذیری 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 مسئولیت پذیری اجتماعی شرکت‌ها را در طول سال‌های متممادی فعالیت شان اندازه‌گیری و مشخص نماید.

با توجه به رابطه منفی بین مسئولیت پذیری اجتماعی و هزینه حقوق صاحبان سهام، به مدیران سازمان‌ها پیشنهاد می‌شود برای کاهش هزینه‌های تامین مالی به مقوله مسئولیت پذیری اجتماعی،

به عنوان عامل بقای سازمان در بلند مدت، اقدامات جدی تری در زمینه بالا بردن عملکرد اجتماعی خود انجام دهند.

پیشنهاد برای تحقیقات آتی نیز به شرح زیر می‌توان ارائه نمود:

در ایران مفهوم مسئولیت پذیری اجتماعی شرکت‌ها مفهومی تازه است که تحقیق و تفحص در مورد آن باعث بسط و گسترش حسابداری به حوزه‌ای فراتر از شکل سنتی آن (یعنی فراهم ساختن اطلاعات برای سهامداران) می‌شود. لذا موضوعات زیادی در زمینه مسئولیت پذیری اجتماعی وجود دارد که می‌تواند مورد بررسی قرار گیرد. در زیر به پاره‌ای از آن‌ها اشاره شده است.

۱- رابطه بین افشای مسئولیت پذیری اجتماعی و بازدهی شرکت. ۲- رابطه بین افشای مسئولیت پذیری اجتماعی و قیمت سهام. انجام تحقیق فوق به تفکیک صنایع موجود در بورس اوراق بهادار تهران به منظور کنترل تأثیر صنعت.

در این تحقیق برخی محدودیت‌ها وجود داشته است. آنجایی که بعضی از شرکت‌ها گزارش عملکرد اجتماعی خود را در قالب یادداشت‌های توضیحی در دوره تحقیق ارائه نکرده بودند، لذا اطلاعات همه شرکت‌ها برای آزمون در دسترس قرار نگرفت. همچنین نوسانات شدید قیمت سهام در دوره مورد مطالعه که بر هزینه سرمایه تأثیر می‌گذارد ممکن است تعمیم نتایج تحقیق را با محدودیت مواجه سازد.

پی نوشت

- | | |
|--|--|
| ۱ Corporate Social Responsibility | ۲ Kinder, Lydenberg and Domini Research & Analytics, Inc. |
| ۳ Kolmogorov-Smirnov, Shapiro-Wilk and Jarque- bera | ۴ Pooled |
| ۵ Panel | |

منابع

- اعتمادی، حسین و مهدی ابراهیمی میمند.. (۱۳۹۱). پیش بینی هزینه حقوق صاحبان سهام با استفاده از تحلیل خوشه ای. *فصلنامه مطالعات تجربی حسابداری مالی*، سال دهم، شماره ۴۳، بهار ۱۳۹۱، ص ۹۷-۱۱۸.
- ثقفی، علی، علی رحمانی و مجید معتمدی فاضل. (۱۳۸۹). هزینه حقوق صاحبان سهام و متغیرهای حسابداری محرک ریسک. *مجله دانش حسابداری*، سال اول، شماره ۲، پاییز ۱۳۸۹، ص ۳۲-۹.
- جبارزاده کنگرلویی، سعید و انور بایزیدی. (۱۳۸۹). بررسی رابطه بین مسئولیت پذیری اجتماعی و تعهد سازمانی با محافظه کاری در گزارشگری مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *فصلنامه بورس اوراق بهادار*، سال سوم، شماره ۹، بهار ۱۳۸۹، ص ۷۷-۹۶.
- حجایی، محدثه. (۱۳۹۱). بررسی رابطه بین افشای مسئولیت پذیری اجتماعی و مالکیت نهادی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پایان نامه کارشناسی ارشد. دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات گیلان.
- خانی، عبدالله وزیبا قجاوند. (۱۳۹۱). عدم تقارن اطلاعاتی و ارتباط آن با هزینه سرمایه سهام عادی در بازار رقابتی. *نشریه حسابداری «حسابداری و مدیریت مالی»*. شماره ۹، ص ۱۶۶-۱۵۳.
- عثمانی، محمد قسیم. (۱۳۸۱). شناسایی مدل هزینه سرمایه و عوامل موثر بر آن. رساله دکترا *دانشکده مدیریت و حسابداری دانشگاه علامه طباطبایی*.
- عرب مازار یزدی، محمد و سید محمد طالبیان. (۱۳۸۸). کیفیت گزارشگری مالی، ریسک اطلاعاتی و هزینه سرمایه. *مطالعات تجربی حسابداری مالی*، بهار ۱۳۸۷، شماره ۲۱، ص ۳۰-۱.
- فروغی، داریوش، مرتضی میر شمس شهبهانی و سمیه پور حسین. (۱۳۸۷). نگرش مدیران درباره افشای اطلاعات حسابداری اجتماعی: شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، دوره ۱۵، شماره ۵۲، تابستان ۱۳۸۷، ص ۷۰-۵۵.
- کردستانی، غلامرضا و ضیاءالدین مجدی. (۱۳۸۶). بررسی رابطه بین ویژگی‌های کیفی سود و هزینه سرمایه سهام عادی. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، سال ۱۴، شماره ۴۸، تابستان ۱۳۸۶، ص ۸۵-۱۰۴.
- کردستانی، غلامرضا و مصطفی رحیمی. (۱۳۸۹). بررسی رابطه بین کیفیت حسابرسی با هزینه سرمایه سهام عادی و مدیریت سود. *مطالعات تجربی حسابداری مالی*، تابستان ۱۳۸۹، شماره ۲۶، ص ۷۱.
- Bassen, Alexander. , Hölz, Hanns. -Michael Holz. , Schlange, Joachim. (2006). The influence of corporate responsibility on the cost of capital: An empirical analysis. Available at: <http://ssrn.com/abstract=984406>.

- Berman, Shawn L. , Wicks, Andrew C. , Kotha, Suresh. , & Jones, Thomas M. (1999). Does stakeholder orientation matter? The relationship between stakeholder management models and firm financial performance". *Academy of Management Journal*, Vol 42, pp 488-506.
- Dagilene, Lina. , (2013). The influence of corporate social reporting to companys value in a developing economy. *Procedia Economics and Finance*. Vol 5, pp 212-221.
- Ferns, B. , Prakash S, S. , (2012). 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.
- Guenster, Nadja. , Bauer, Rob. , Derwall, Jeroen. , Koedijk, Kees C, G. , (2010). The economic value of corporate ecoefficiency. *European Financial Management*, Vol 17, pp 679-704.
- Jiao, Yawen. , (2010). Stakeholder welfare and firm value. *Journal of Banking and Finance*, Vol 34, pp 2549–2561.
- Jin, Gregory. K. , & Drozdenko, Ronald. G. (2010). relationships among perceived organizational core values, corporate social responsibility, ethics, and organizational performance outcomes: An empirical study of information technology professionals. *Journal of Business Ethics* ,Vol 92. pp 341–359.
- Mishra, Dev R., Sadok El Ghoul. , Omran Guedhami. , Chuk C. Y. Kwok. , (2011). Does Corporate Social Responsibility Affect the Cost of Capital?. *Journal of Banking & Finance* , Vol. 35, Issue 9, pp. 2388-2406.
- Prior,Diego. ,Surroca,Jordi. , & Tribo´, Josep. A. (2008). Are socially responsible managers really ethical? exploring the relationship between earnings management and corporate social responsibility. *Journal Compilation*,Vol 16,Issue (3) ,p p. 161-177.
- Salewski,Marcus. ,Zulch,Henning. (2013) The Association between Corporate Social Responsibility (CSR) and Earnings Quality. Evidence from European Blue Chips. Available at: www.ssrn.com.
- Serafeim,George. , Ioannou,Ioannis. ,Cheng,Beiting. (2011). corporate Social Responsibility and Access to Finance. *Strategic Management Journal*, vol 35,Issue 1,pp 1-23
- Serafeim,George. ,Ioannou,Ioannis. (2013). The Impact of Corporate Social Responsibility on Investment Recommendations. Available at: <http://ssrn.com/abstract=1507874>.

Servaes, Henri. , Tamayo, Ane. (2013). The Impact of Corporate Social Responsibility on Firm Value: The Role of Customer Awareness. *Management Science, Vol 59, Issue 5, pp. 1045-1061*