



## تأثیر سرمایه‌گذاری در فعالیتهای بشردوستانه بر هزینه حقوق صاحبان سهام شرکت

مهدی صفری گرایلی<sup>۱</sup>

یاسر رضائی پیتته نوئی<sup>۲</sup>

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۰/۰۶/۱۵

تاریخ دریافت: ۱۴۰۰/۰۴/۱۱

### چکیده

امروزه سرمایه‌گذاری شرکت‌ها در فعالیتهای بشردوستانه به عنوان بخشی از مسئولیت‌پذیری اجتماعی، بیش از پیش مورد توجه قرار گرفته، به طوری که انتظار می‌رود پیامدهای مهمی در برنامه‌ریزی استراتژیک و ریسک کسب‌وکار شرکت‌ها داشته باشد. لذا، پژوهش حاضر به بررسی تأثیر فعالیتهای بشردوستانه بر هزینه حقوق صاحبان سهام شرکت‌ها می‌پردازد. بدین منظور، برای سنجش فعالیتهای بشردوستانه از میزان کمک‌های اهدایی شرکت و همچنین از مدل‌های اوهانلون و استیل و مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای نیز برای اندازه‌گیری هزینه حقوق صاحبان سهام شرکت استفاده گردید. فرضیه تحقیق نیز با استفاده از نمونه‌ای متشکل از ۶۳ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و با بهره‌گیری از مدل رگرسیون چندمتغیره مبتنی بر تکنیک داده‌های ترکیبی و نرم‌افزار اقتصادسنجی Eviews مورد بررسی قرار گرفت. نتایج پژوهش نشان داد که سرمایه‌گذاری شرکت‌ها در فعالیتهای بشردوستانه موجب کاهش هزینه حقوق صاحبان سهام آن‌ها می‌گردد. همچنین، نتایج آزمون تحلیل حساسیت نیز حاکی از آن است که استفاده از معیار جایگزین برای سنجش هزینه حقوق صاحبان سهام نیز تأثیری بر نتایج اصلی پژوهش ندارد و نتایج تحقیق از استحکام برخوردار است. یافته‌های پژوهش ضمن پر کردن خلأ تحقیقاتی صورت گرفته در این حوزه، می‌تواند برای مدیران، سرمایه‌گذاران و قانون‌گذاران بازار سرمایه در امر تصمیم‌گیری مفید باشد.

**واژه‌های کلیدی:** فعالیتهای بشردوستانه، هزینه حقوق صاحبان سهام، مسئولیت‌پذیری اجتماعی.

۱. گروه حسابداری، واحد بندرگز، دانشگاه آزاد اسلامی، بندرگز، ایران. نویسنده مسئول. Mehdi.safari83@yahoo.com

۲. گروه حسابداری، دانشکده ادبیات و علوم انسانی، دانشگاه گیلان، رشت، ایران. rezaei.yasser@gmail.com

## ۱- مقدمه

بشردوستی شرکتی می‌تواند به‌عنوان شکلی از رفتار اجتماعی شرکت در نظر گرفته شود و یکی از ابعاد مسئولیت‌پذیری اجتماعی بوده که به فعالیتهای بشردوستانه شرکت مانند کمک‌های بلاعوض و سیاست‌های تشویق کارکنان به مشارکت در فعالیتهای بشردوستانه مربوط است (بتسمن و گوپتا، ۱۹۹۶). پژوهش‌های انجام شده (نظیر جود و لاش، ۲۰۱۸؛ چن و همکاران، ۲۰۱۸؛ برسکین و هاسو، ۲۰۱۶) نشان می‌دهد که هدف بشردوستی شرکتی فقط افزایش سود شرکت یا بهبود ارقام مالی نیست؛ بلکه بهبود سود اجتماعی و وجهه شرکت را نیز در بر می‌گیرد. از سوی دیگر مطابق تئوری ارزش آفرینی، هدف شرکت افزایش ثروت سهامداران و توجه به منافع ذینفعان است. یکی از عواملی که موجب ارزش آفرینی می‌شود، توجه به اقدامات بشردوستانه است. به طوری که انجام این اقدامات موجب ارائه تصویر مطلوب از شرکت می‌گردد و ممکن است بر عملکرد و نحوه سرمایه‌گذاری تأثیر داشته باشد (تقی‌زاده خانقاه و بادآور نهندي، ۱۳۹۸)؛ بنابراین تصمیمات مدیران شرکت‌ها باید در راستای افزایش بازده و ثروت سرمایه‌گذاران بوده و این تصمیمات به طور قطع نیازمند ارزشیابی‌هایی است که هزینه حقوق صاحبان سهام را نیز در بر می‌گیرند (اعتمادی و ابراهیمی میمند، ۱۳۹۱). هزینه حقوق صاحبان سهام معیاری از چگونگی تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری در خصوص تخصیص منابع است (ثقفی و همکاران، ۱۳۸۹)، لذا میزان ارتباط میان هزینه حقوق صاحبان سهام و بشردوستی شرکتی مؤید این است که در زمان تصمیم‌گیری اقتصادی چقدر فعالیتهای بشردوستانه شرکت برای سرمایه‌گذاران اهمیت دارد.

طبق پژوهش‌های اخیر (نظیر چن و همکاران، ۲۰۱۸؛ برسکین و هاسو، ۲۰۱۶)، بشردوستی شرکتی ممکن است از دیدگاه سرمایه‌گذاران، مقامات بازار، مشتریان و جامعه یک گام مثبت محسوب شود؛ بنابراین، اگرچه بشردوستی شرکتی یک اقدام داوطلبانه بوده، اما ممکن است به‌عنوان ابزار حمایت و افزایش بازده و چشم‌انداز مالی آینده شرکت نیز در نظر گرفته شود (اونیل و همکاران، ۱۹۸۹؛ کارول، ۱۹۹۱). تحقیقات اخیر (نظیر جیانگ و همکاران، ۲۰۱۸؛ برسکین و هاسو، ۲۰۱۶؛ ژانگ و همکاران، ۲۰۱۵) نشان می‌دهد که شرکت‌ها کارکنان خود را تشویق می‌کنند تا به شیوه داوطلبانه نرخ مشارکت خود را در فعالیتهای بشردوستانه افزایش دهند تا از این طریق بتوانند روابط کارکنان، روابط با مشتریان و عملکرد کسب‌وکار خود را بهبود بخشند (برسکین و هاسو، ۲۰۱۶). علی‌رغم خروج قابل توجه وجه نقد ناشی از فعالیتهای خیرخواهانه شرکت، لیکن میزان ورودی وجه نقد حاصل از انجام این‌گونه فعالیتهای در آینده مشخص نیست. از یک سو، مطالعات گذشته (ماسولیس و رضا، ۲۰۱۵؛ وانگ و کافی، ۱۹۹۲) نشان می‌دهد که مدیران با انجام فعالیتهای خیرخواهانه فرصت لازم جهت سواستفاده از ثروت سهامداران و همچنین پیشبرد

اهداف خود را پیدا می‌کنند. از سوی دیگر، تحقیقات قبلی معتقدند که فعالیتهای خیرخواهانه باعث افزایش عملکرد مالی شرکت در آینده می‌شود (لف و همکاران، ۲۰۱۰).

با توجه به تناقضات موجود پیرامون پیامدهای فعالیتهای خیرخواهانه شرکت، چگونگی تأثیر فعالیتهای خیرخواهانه بر هزینه حقوق صاحبان سهام شرکتها نیازمند بررسی بیشتر بوده و به منظور درک بهتر این رابطه لازم است که چگونگی تأثیر اینگونه فعالیتهای بر میزان ریسک کسب‌وکار شرکت از دو منظر مورد بررسی قرار گیرد. از منظر قیمت‌گذاری دارایی، فعالیتهای خیرخواهانه شرکت در قالب تخصیص بازده سهامداران به شخص ثالث (به طور مثال، یک سازمان غیرانتفاعی) تعریف می‌شود. این تخصیص بازده، نشان‌دهنده تعارض نمایندگی بین مدیران و سهامداران است. تعارض نمایندگی به مدیران این امکان را می‌دهد تا ضمن تصاحب ثروت سهامداران به دنبال منافع خود باشند (جنسن و مک‌لینگ، ۱۹۷۶)؛ بنابراین، هرچه فعالیتهای خیرخواهانه شرکتها باعث افزایش تعارض نمایندگی بین مدیران و سهامداران و در نتیجه افزایش ریسک شرکت شود، به همان میزان انتظار می‌رود که هزینه حقوق صاحبان سهام نیز افزایش یابد (جود و لاش، ۲۰۱۸). از سوی دیگر با توجه به اینکه هزینه حقوق صاحبان سهام جزئی از هزینه سرمایه می‌باشد و اگر از منظر هزینه فرصت به هزینه سرمایه نگریسته شود، هنگامی که 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. انتظار بر این است که فعالیتهای بشردوستانه شرکت، بتواند به‌عنوان نمادی از رفتار اجتماعی شرکت میزان اصطکاک شرکت با جامعه را کاهش داده (ژانگ و همکاران، ۲۰۱۵) و از این منظر باعث کاهش ریسک شرکت و هزینه‌های آن از جمله هزینه حقوق صاحبان سهام شرکت شود.

بنابراین، پاسخ به این پرسش که فعالیتهای بشردوستانه شرکت تأثیر مثبت یا منفی بر هزینه حقوق صاحبان سهام دارد، مقوله‌ای است که با قاطعیت نمی‌توان به آن پاسخ داد. با این حال در مطالعات داخلی صورت گرفته این موضوع نادیده انگاشته شده و با عنایت به تأثیر بالقوه بشردوستی شرکتی بر هزینه حقوق صاحبان سهام شرکت و وجود فضای خالی در ادبیات حسابداری اجتماعی، مطالعه حاضر با هدف بررسی تأثیر بشردوستی شرکتی بر هزینه حقوق صاحبان سهام انجام می‌شود. انتظار می‌رود نتایج این پژوهش بتواند به مدیران کمک کند که تأثیر سرمایه‌گذاری در اقدامات خیرخواهانه شرکتها را بر هزینه‌های تأمین مالی درک کنند و در نتیجه پیامدهای مهمی برای برنامه‌ریزی استراتژیک شرکت داشته باشد. علاوه بر این میزان ارتباط میان بشردوستی شرکتی و هزینه حقوق صاحبان سهام مؤید این مطلب است که در زمان تصمیم‌گیری اقتصادی چقدر این عامل برای سرمایه‌گذاران اهمیت دارد؛ لذا بررسی این رابطه در بازار سرمایه رو به رشد

ایران می‌تواند به سرمایه‌گذاران در اخذ تصمیمات اقتصادی یاری رساند. در ادامه مبانی نظری، پیشینه و فرضیه پژوهش، روش‌شناسی و یافته‌های پژوهش ارائه می‌گردد.

## ۲- مبانی نظری و پیشینه پژوهش

### ۲-۱- بشردوستی شرکتی

بشردوستی شرکتی نماد شرکتی با استراتژی‌های بشردوستانه است که به بالاترین سطح مسئولیت اجتماعی شرکت اشاره دارد. این دیدگاه، گرایش به ارائه مفهومی از فعالیتهای بشردوستانه دارد که از طریق ایجاد یک جامعه پایدار، محیط زیستی سالم و فضای سیاسی شفاف، می‌تواند زمینه را برای فعالیتهای سودآور شرکت فراهم نموده و با کاهش تضاد منافع بین گروه‌های ذینفع، به ثبات اقتصادی شرکت کمک نماید (تقی‌زاده خانقاه و بادآور نهندي، ۱۳۹۸). ادبیات پژوهش (نظیر مارکوئیز و همکاران، ۲۰۰۷؛ سیفرت و همکاران، ۲۰۰۳) بیان می‌کند که بشردوستی شرکتی ممکن است با انگیزه‌های متفاوتی انجام شود. انگیزه اول این است که شرکت‌ها به دلیل مسئولیت‌پذیری اجتماعی و مشروعیت، به فعالیتهای بشردوستانه روی می‌آورند که نشان می‌دهد شرکت‌هایی که عملکرد خوبی دارند باید از فعالیتهای مربوط به کمک‌های خیریه حمایت کنند. انگیزه دیگر برای بشردوستی شرکتی، تقویت وجهه مدیران است که ممکن است به آسانی از طریق بخشیدن پول سهامداران بدست آید. شرکت‌ها همچنین ممکن است در کمک‌های خیرخواهانه به دلایلی همچون هزینه‌های سیاسی، لابی‌گری یا ملاحظات مشتریان درگیر شوند که باعث می‌شود اقدامات بشردوستانه انگیزه‌هایی همچون سودآوری شرکت، اقلام تعهدی اختیاری، مذهب و نوع‌دوستی را شامل شود (سانچز، ۲۰۰۰؛ گوردن و خوماوالا، ۱۹۹۹).

پژوهش‌های انجام‌شده در حوزه‌های مطالعاتی مختلف نیز به بررسی تأثیر بشردوستی شرکتی بر رفتار افراد و سازمان‌ها و همچنین پیامدهای اقتصادی آن پرداخته‌اند. برای مثال، مطالعات صورت‌گرفته در حوزه اقتصاد و مالی معتقدند که بشردوستی شرکتی ارتباط مثبت و معناداری با عملکرد سازمان‌ها دارد (وکوچ و اسپنسر، ۱۹۸۷؛ اورلیتزگی و همکاران، ۲۰۰۳) و بر متغیرهای مالی نظیر کارایی سرمایه‌گذاری (چن و همکاران، ۲۰۱۸)، مدیریت سود (ایاتریدیس، ۲۰۱۵)، ریسک سقوط قیمت سهام (زانگ و همکاران، ۲۰۱۵) و هزینه حقوق صاحبان سهام (جود و لاش، ۲۰۱۸) نیز اثرگذار است.

## ۲-۲- بشردوستی شرکتی و هزینه حقوق صاحبان سهام

ریسک‌های تجاری حاصل از فعالیت‌های شرکت و محیط عملیاتی آن، از مهم‌ترین عوامل تعیین‌کننده هزینه حقوق صاحبان سهام شرکت هستند (مودیگلیانی و میلر، ۱۹۵۸)؛ بنابراین، به منظور برقراری رابطه بین فعالیت‌های خیرخواهانه و هزینه صاحبان سهام شرکت، لازم است که چگونگی تأثیر اینگونه فعالیت‌ها بر ریسک تجاری شرکت مورد بررسی قرار گیرد. هنگامی که شرکت‌ها اقدام به انجام فعالیت‌های خیرخواهانه می‌کنند، آنگاه به جای بازگرداندن وجه نقد به سهامداران یا سرمایه‌گذاری در پروژه‌های دارای خالص ارزش فعلی مثبت، ترجیح می‌دهند که وجه نقد حاصل را به شخص ثالث اختصاص دهند. مطالعات اخیر (نظیر موزر و مارتین، ۲۰۱۲؛ جیانگ و همکاران، ۲۰۱۸؛ برسکین و هاسو، ۲۰۱۶) نشان می‌دهد که برخی از شرکت‌ها مبادرت به انجام فعالیت‌های مسئولیت اجتماعی شرکتی نظیر فعالیت‌های خیرخواهانه، به هزینه سهامداران می‌نمایند؛ بنابراین، اینگونه فعالیت‌ها با ایجاد فرصت برای مدیران، جهت انتقال ثروت از سهامداران به سوی منافع خود، باعث بروز تعارض نمایندگی و متعاقب آن افزایش میزان ریسک تجاری می‌شوند (جنسن و مک‌لینگ، ۱۹۷۶؛ اشبغ-سکایف و همکاران، ۲۰۰۶). با این وجود، ادبیات پژوهش نشان می‌دهد که از منظر سرمایه‌گذاران شرکت‌های دارای مسئولیت اجتماعی شرکتی از ریسک نسبتاً پایینی برخوردارند (القول و همکاران، ۲۰۱۱). همچنین، یه و ژانگ (۲۰۱۱) معتقدند که شرکت‌های دارای وجهه مطلوب در زمینه انجام فعالیت‌های مسئولیت اجتماعی شرکتی، از ریسک تجاری پایین‌تری برخوردار هستند. لف و همکاران (۲۰۱۰) نیز بیان می‌کنند که فعالیت‌های خیرخواهانه یکی از مکانیزم‌های مناسب برای ارتقای وجهه شرکت در زمینه فعالیت‌های مسئولیت اجتماعی و افزایش وفاداری مشتریان و در نتیجه سودآوری بیشتر محسوب می‌شود و در نهایت با کاهش میزان ریسک شرکت همراه خواهد بود؛ بنابراین، دو استدلال نظری متفاوت در این زمینه مطرح می‌شود:

نخست، چگونگی تأثیر فعالیت‌های خیرخواهانه شرکت بر افزایش میزان ریسک شرکت مورد بررسی قرار می‌گیرد. فعالیت‌های خیرخواهانه شرکت منجر به ایجاد مسئله نمایندگی بین مدیران و سهامداران می‌شود. تحقیقات نشان داده‌اند که تعارض نمایندگی زمانی به وجود می‌آید که مدیران از منابع شرکت جهت تأمین منافع شخصی خود بهره‌برند (جنسن و مک‌لینگ، ۱۹۷۶). علاوه بر این، مدیران ممکن است که از بودجه شرکت جهت انجام فعالیت‌های خیرخواهانه شخصی استفاده نمایند؛ به عبارت دیگر، آنها با استفاده از منابع شرکت درصدد افزایش وجهه شخصی و ارتقای شبکه اجتماعی خود می‌باشند (ماسولیس و رضا، ۲۰۱۵؛ وربل و کارتر، ۲۰۰۲) و به این ترتیب از یک پرستیژ بالاتر، دستمزد بیشتر و مشروعیت اجتماعی مطلوب‌تر بهره‌مند می‌شوند (هلی، ۱۹۹۱)؛

گالاسکویتز، ۱۹۹۷)؛ بنابراین، استفاده مدیران از فعالیتهای خیرخواهانه می‌تواند منجر به افزایش منافع شخصی آنها و در مقابل افزایش ناچیز منافع سهامداران گردد. بر پایه این دیدگاه، ماسولیس و رضا (۲۰۱۵) دریافتند که انجام فعالیتهای خیرخواهانه وابسته به مدیران عامل باعث پیشبرد منافع آنها و در نتیجه کاهش ارزش شرکت می‌شود.

فریدمن (۱۹۷۰) معتقد است که مسئولیت اجتماعی شرکت موجب افزایش سود شرکتها می‌گردد. با این وجود، مدیران عامل شرکتها که از منابع شرکتی در جهت انجام فعالیتهای خیرخواهانه بلاعوض استفاده می‌کنند در حقیقت از منابع دولتی به نفع شخصی بهره می‌برند. اینگونه بهره‌مندی از منابع شرکت همسوی با منافع سهامداران نیست، مگر اینکه سهامداران نیز خود در اینگونه فعالیتهای مشارکت داشته باشند. علی‌رغم اینکه نیت مدیران از انجام فعالیتهای خیرخواهانه نیتی خیر است و در جهت تأمین منافع گروه‌های بزرگتر نیز انجام می‌شود، لیکن به معنی بی‌هزینه بودن اینگونه فعالیتهای برای سهامداران نیست. موزر و مارتین (۲۰۱۲) معتقدند زمانی که هزینه انجام فعالیتهای مسئولیت اجتماعی شرکتی بیشتر از سود آن برای شرکت گردد، آنگاه این فعالیتهای به هزینه سهامداران صورت می‌پذیرد. همچنین، براون و همکاران (۲۰۰۶) نیز نشان دادند که انجام هرگونه فعالیتهای بشردوستانه از سوی مدیران عامل نوعی هزینه نمایندگی برای شرکت محسوب می‌شود چراکه این فعالیتهای فرصتی برای انجام کارهای خیر از سوی مدیران و در مقابل بدون فایده برای سهامداران می‌باشد. در مجموع، وجود تعارض نمایندگی بین مدیران و سهامداران و میزان افزایش هزینه‌ها در مقایسه با عواید، باعث افزایش ریسک تجاری در شرکت می‌گردد. لذا انتظار می‌رود شرکت‌های فعال در امور خیریه از هزینه حقوق صاحبان سهام بیشتری برخوردار باشند. عمده تحقیقات تجربی صورت گرفته نیز شواهدی را در پشتیبانی از این نظریه، ارائه نموده‌اند. به‌طور مثال، جود و لاش (۲۰۱۸) دریافتند که انجام فعالیتهای بشردوستانه موجب افزایش هزینه حقوق صاحبان سهام شرکت می‌گردد. ماسولیس و رضا (۲۰۱۵) نیز نشان دادند که در شرکت‌های دارای فعالیتهای بشردوستانه، هزینه‌های نمایندگی و در پی آن هزینه سرمایه شرکت افزایش می‌یابد.

ادبیات پژوهش همچنین به بررسی چگونگی تأثیر فعالیتهای بشردوستانه بر کاهش ریسک تجاری شرکت پرداخته‌اند. در صورتی که انجام فعالیتهای بشردوستانه باعث افزایش درآمد شرکت و منجر به کاهش هزینه‌های آن شود، آنگاه اینگونه فعالیتهای منتج به کاهش ریسک شرکت نیز خواهند شد (بوتسمن و گاپتا، ۱۹۹۶). انجام فعالیتهای خیرخواهانه به شرکت کمک می‌کند تا وجهه مطلوبی برای خود در جامعه ایجاد کند (فومبران و شنلی، ۱۹۹۰؛ گادفری، ۲۰۰۵). این وجهه مطلوب ناشی از انجام فعالیتهای بشردوستانه، باعث جذب مشتریان جدید و افزایش وفاداری

مشتریان فعلی می‌گردد که نتیجه آن افزایش و ثبات در فروش خواهد بود. بر این اساس، وجهه مطلوب ناشی از انجام فعالیت‌های خیرخواهانه باعث افزایش درآمد شرکت می‌گردد. در حقیقت، ادبیات پژوهش مؤید تأثیر معنادار انجام فعالیت‌های خیرخواهانه بر رشد درآمد شرکت است (لف و همکاران، ۲۰۱۰). علاوه بر این، افزایش وجهه شرکت در اثر فعالیت‌های بشردوستانه امکان قیمت‌گذاری بهتر را نیز به آن‌ها می‌دهد (فومبران، گاردبرگ و بارنت، ۲۰۰۰). در نهایت، پژوهش‌های صورت گرفته نشان می‌دهند که شرکت‌ها با استفاده از فرصت انجام فعالیت‌های خیرخواهانه مبادرت به انجام تبلیغات نموده (ناوارو، ۱۹۸۸؛ وارانارجان و منون، ۱۹۸۸) و از طریق فعالیت‌های بشردوستانه به عنوان شکلی از تبلیغات، در تلاش برای افزایش میزان فروش و وفاداری به برند خود هستند؛ بنابراین، این نوع از فعالیت‌های بشردوستانه منجر به جذب مشتریان جدید و افزایش درآمد شرکت می‌شود. در نتیجه، فعالیت‌های بشردوستانه شرکت‌ها منجر به کاهش ریسک شرکت شده که ضمن ایجاد وجهه مطلوب برای شرکت در جامعه، با افزایش درآمد و کاهش هزینه‌های آن همراه خواهد بود؛ بنابراین، انتظار می‌رود شرکت‌های فعال در فعالیت‌های بشردوستانه از هزینه حقوق صاحبان سهام کمتری برخوردار باشند. بر پایه این استدلال، القول و همکاران (۲۰۱۱) نیز شواهدی مبنی بر وجود رابطه منفی بین شرکت‌های دارای مسئولیت اجتماعی شرکتی و هزینه سرمایه ارائه نمودند.

### ۳- پیشینه پژوهش

آتاناساکو و همکاران (۲۰۲۰) به بررسی روایت‌های گزارش سالانه و هزینه حقوق صاحبان سهام در انگلیس پرداختند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد بین سطح افشا در روایت‌های گزارش سالانه و هزینه حقوق صاحبان سهام رابطه U شکل وجود دارد به اینصورت که یک رابطه منفی بین افشا در روایت‌های گزارش سالانه و هزینه حقوق صاحبان در سطوح پایین افشا و یک رابطه مثبت در سطوح بالاتر افشا وجود دارد. خلیف و همکاران (۲۰۱۹) به بررسی رابطه کیفیت کنترل داخلی و هزینه حقوق صاحبان و همچنین به بررسی تأثیر کیفیت کنترل داخلی بر رابطه بین افشای داوطلبانه و هزینه حقوق صاحبان در شرکت‌های بورسی کشور مصر بر اساس نمونه‌ای از ۵۱۲ مشاهدات سالانه شرکت طی دوره زمانی ۲۰۰۷ الی ۲۰۱۴ پرداختند. نتایج بیانگر آن است بین کیفیت کنترل داخلی و هزینه حقوق صاحبان رابطه منفی و معناداری وجود دارد. همچنین نتایج نشان داد کیفیت کنترل داخلی رابطه بین افشای داوطلبانه و هزینه حقوق صاحبان را تشدید می‌کند. جود و لاش (۲۰۱۸) در پژوهش خود تأثیر فعالیت‌های بشردوستانه بر هزینه حقوق صاحبان سهام شرکت‌ها را برای نمونه‌ای متشکل از ۲۹۰۵۰ شرکت-سال مشاهده در بازار سرمایه

آمریکا مورد بررسی قرار دادند. یافته‌های پژوهش آنان نشان داد که انجام فعالیتهای بشردوستانه شرکت‌ها، هزینه حقوق صاحبان سهام آن‌ها را افزایش می‌دهد. چن و همکاران (۲۰۱۸) با انتخاب نمونه‌ای از شرکت‌های حاضر در بورس سهام چین، به بررسی رابطه بین بشردوستی شرکت و کارایی سرمایه‌گذاری پرداختند و دریافته‌اند که انجام فعالیتهای بشردوستانه، کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها را بهبود می‌بخشد. علاوه بر این، در شرکت‌های دارای محیط نهادی قوی‌تر، انجام فعالیتهای بشردوستانه تأثیر بیشتری بر کارایی سرمایه‌گذاری دارد. جیانگ و همکاران (۲۰۱۸) در پژوهش خود تأثیر بشردوستی شرکتی بر نوآوری شرکت‌های حاضر در بورس سهام چین را مورد بررسی قرار دادند. نمونه آماری این پژوهش شامل ۱۵۹۵ شرکت-سال مشاهده طی سال‌های ۲۰۱۱ تا ۲۰۱۵ بوده است. نتایج پژوهش حاکی از آن است که بشردوستی شرکتی، نوآوری شرکت‌ها را افزایش می‌دهد. برسکین و هاسو (۲۰۱۶) با انتخاب نمونه‌ای از شرکت‌های آمریکایی طی سال‌های ۲۰۰۲ تا ۲۰۱۳ دریافته‌اند که سرمایه‌گذاری در فعالیتهای بشردوستانه، روابط کارکنان، روابط با مشتریان و نوآوری شرکت‌ها را بهبود می‌بخشد. ژانگ و همکاران (۲۰۱۵) به بررسی تأثیر بشردوستی بر ریسک سقوط قیمت سهام شرکت‌های چینی پرداختند. یافته‌های این پژوهش حاکی از آن است که بشردوستی شرکتی موجب کاهش ریسک سقوط قیمت سهام می‌شود. علاوه بر این، نتایج نشان داد که رابطه منفی بین بشردوستی شرکتی و ریسک سقوط قیمت سهام در شرکت‌های با میزان مالکیت دولتی بالاتر، قوی‌تر است. ایاتریدیس (۲۰۱۵) تأثیر فعالیتهای بشردوستانه بر مدیریت سود شرکت‌ها را برای نمونه‌ای متشکل از ۳۴۳۵ شرکت-سال مشاهده در بازار سرمایه آمریکا مورد بررسی قرار داد و دریافت شرکت‌های دارای فعالیتهای بشردوستانه، از مدیریت سود کمتری برخوردارند. القول و همکاران (۲۰۱۱) تأثیر افشای مسئولیت اجتماعی بر هزینه حقوق صاحبان سهام شرکت‌های حاضر در بورس سهام آمریکا را مورد بررسی قرار دادند و به این نتیجه رسیدند که افشای مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها، هزینه حقوق صاحبان سهام آن‌ها را کاهش می‌دهد.

محمدزاده و همکاران (۱۳۹۹) تأثیر سرمایه اجتماعی بر هزینه سرمایه با تأکید بر عدم تقارن اطلاعاتی را مورد بررسی قرار دادند. نتایج حاصل از بررسی در ۱۱۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران نشان داد که افشای سرمایه اجتماعی بر هزینه سرمایه تأثیر منفی و معنی‌داری دارد. همچنین نتایج نشان داد که تأثیر منفی افشای سرمایه اجتماعی بر هزینه سرمایه در شرکت‌های با عدم تقارن اطلاعاتی بالا، شدیدتر است، در حالی که افشای سرمایه اجتماعی بر هزینه سرمایه در شرکت‌های با عدم تقارن اطلاعاتی تأثیر ندارد. اقدامی و بنی مهد (۱۳۹۸) به بررسی تأثیر استراتژی رهبری و تمایز محصول بر هزینه حقوق صاحبان سهام با نمونه‌ای متشکل از



۱۰۴ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۵ پرداختند. نتایج حاصل از پژوهش بیانگر آن بود که بین استراتژی رهبری هزینه و هزینه حقوق صاحبان سهام رابطه معکوس و معناداری وجود دارد؛ اما میان استراتژی تمایز محصول و هزینه حقوق صاحبان سهام رابطه معناداری وجود ندارد. تقی‌زاده خانقاه و بادآور نهندی (۱۳۹۸) در پژوهش خود تأثیر فعالیت‌های بشردوستانه بر نوآوری شرکت‌ها را مورد بررسی قرار دادند. آنان در پژوهش خود تعداد ۶۰ شرکت برای دوره زمانی سال‌های ۱۳۹۰-۱۳۹۶ را بررسی نمودند و دریافتند که فعالیت‌های بشردوستانه بر نوآوری شرکت تأثیر مثبت معناداری دارد. دولو و ونکی (۱۳۹۷) با انتخاب نمونه‌ای متشکل از ۲۹۴ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار طی سال‌های ۱۳۸۰ تا ۱۳۹۵ به بررسی رابطه انحراف اهرم مالی از اهرم هدف و هزینه حقوق صاحبان سهام پرداختند. نتایج نشان داد که افزایش انحراف اهرم مالی منجر به فزونی هزینه حقوق صاحبان سهام می‌شود. محسنی (۱۳۹۷) به بررسی رابطه بین ارتباطات سیاسی و هزینه سرمایه حقوق صاحبان سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخت. یافته‌های تحقیق نشان داد با افزایش ارتباطات سیاسی شرکت‌ها، هزینه سرمایه حقوق صاحبان سهام کاهش می‌یابد. کرمی و آخوندی (۱۳۹۵) در پژوهش خود به بررسی تأثیر چرخه عمر شرکت و هزینه حقوق صاحبان سهام پرداختند. نتایج حاصل از بررسی ۱۱۰ شرکت (۹۹۰ سال-شرکت) طی دوره زمانی ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۳ نشان داد که میزان هزینه حقوق صاحبان سهام در مراحل مختلف چرخه عمر شرکت (رشد، بلوغ، افول) تفاوت معناداری با هم دارند. همچنین نتایج نشان داد هزینه حقوق صاحبان سهام در مرحله افول در بالاترین سطح و در مرحله بلوغ در پایین‌ترین سطح قرار دارد. بنی مهد و همکاران (۱۳۹۴) رابطه توان رقابتی محصول و هزینه حقوق صاحبان سهام را مورد بررسی قرار دادند. نتایج تحقیق نشان داد توان رقابتی و هزینه حقوق صاحبان سهام دارای رابطه معنی‌دار و معکوس با یکدیگر می‌باشند. حاجیه‌ها و سرفراز (۱۳۹۳) رابطه بین مسئولیت‌پذیری اجتماعی و هزینه سرمایه شرکت‌ها را بررسی نمودند. با انتخاب نمونه‌ای متشکل از ۶۵ شرکت طی سال‌های ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۱، نتایج پژوهش نشان داد که مسئولیت‌پذیری اجتماعی رابطه منفی معناداری با هزینه سرمایه دارد.

#### ۴- فرضیه پژوهش

با توجه به مبانی نظری مطرح شده فوق و پیشینه پژوهش، فرضیه پژوهش به صورت زیر تدوین می‌گردد:

**فرضیه -** فعالیت‌های بشردوستانه شرکت بر هزینه حقوق صاحبان سهام آن تأثیر معناداری دارد.

## ۵- روش‌شناسی پژوهش

پژوهش حاضر از نظر هدف، کاربردی و از نظر شیوه گردآوری داده‌ها از نوع تحقیقات نیمه‌تجربی پس‌رویدادی در حوزه تحقیقات اثباتی حسابداری است که با استفاده از روش رگرسیون چند متغیره و مدل‌های اقتصادسنجی انجام شده است. جامعه آماری مورد مطالعه در این پژوهش را شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۳ الی ۱۳۹۷ تشکیل می‌دهد و نمونه انتخابی تحقیق نیز شرکت‌هایی می‌باشند که مجموعه شرایط زیر را دارا باشند:

(۱) شرکت‌هایی که تاریخ پذیرش آن‌ها در سازمان بورس اوراق بهادار قبل از سال ۱۳۹۳ بوده و تا پایان سال ۱۳۹۷ نیز در فهرست شرکت‌های بورسی باشند. همچنین، از آنجا که برای محاسبه متغیر هزینه حقوق صاحبان سهام طبق مدل اوهانلون و استیل به داده‌های ۵ سال قبل آن نیاز بوده است، از این رو داده‌های مورد نیاز شرکت‌های نمونه باید برای دوره ۱۰ ساله (سال‌های ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۷) در دسترس باشد.

(۲) به منظور افزایش قابلیت مقایسه، سال مالی آن‌ها منتهی به پایان اسفندماه باشد.

(۳) طی سال‌های مذکور تغییر فعالیت یا تغییر سال مالی نداده باشند.

(۴) جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری و واسطه‌گری مالی نباشند (شرکت‌های سرمایه‌گذاری به علت تفاوت ماهیت فعالیت با بقیه شرکت‌ها در جامعه آماری منظور نشدند).

(۵) فعالیت‌های بشردوستانه شرکت در یادداشت‌های توضیحی صورت‌های مالی افشاء شده باشد.

پس از اعمال محدودیت‌های فوق تعداد ۶۳ شرکت به عنوان نمونه آماری پژوهش انتخاب شدند. داده‌های تحقیق حاضر با مراجعه به صورت‌های مالی و یادداشت‌های توضیحی همراه صورت‌های مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران موجود در سامانه کدال، پایگاه اینترنتی بورس اوراق بهادار و نرم‌افزار ره‌آورد نوین استخراج گردید. جهت تجزیه و تحلیل نهایی داده‌ها نیز از نرم‌افزار اقتصادسنجی Eviews استفاده شده است.

## ۵-۱- مدل و متغیرهای مورد استفاده

به منظور آزمون فرضیه پژوهش از مدل رگرسیون چند متغیره رابطه ۱ استفاده شده است:

$$COE_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 PHIL_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 MTB_{i,t} + \beta_4 LEV_{i,t} + \beta_5 BETA_{i,t} + \beta_6 ROE_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

در مدل فوق:

$COE_{i,t}$ ، هزینه حقوق صاحبان سهام شرکت  $i$  در سال  $t$ ؛  $PHIL_{i,t}$ ، فعالیت‌های بشردوستانه شرکت  $i$  در سال  $t$ ؛  $SIZE_{i,t}$ ، اندازه شرکت، معادل لگاریتم طبیعی فروش سالیانه شرکت  $i$  در سال  $t$ ؛  $MTB_{i,t}$ ، فرصت‌های رشد شرکت  $i$  در سال  $t$ ؛  $LEV_{i,t}$ ، اهرم مالی شرکت  $i$  در سال  $t$ ؛  $BETA_{i,t}$ ، ریسک سیستماتیک شرکت  $i$  در سال  $t$ ؛  $ROE_{i,t}$ ، سودآوری شرکت  $i$  در سال  $t$ ؛ و  $\varepsilon_{i,t}$ ، جزء خطای مدل رگرسیون می‌باشد که در ادامه به معرفی هر یک از متغیرهای پژوهش پرداخته می‌شود.

### ۵-۱-۱- متغیر وابسته

متغیر وابسته در این پژوهش، هزینه حقوق صاحبان سهام است که به منظور محاسبه آن به پیروی از ثقفی و همکاران (۱۳۸۹) و حاجیها و سبحانی (۱۳۹۲) از دو مدل از دو مدل اوهانلون و استیل (OSM) و مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای (CPM) استفاده شده است.

**مدل اوهانلون و استیل:** در این مدل، هزینه حقوق صاحبان سهام تنها با استفاده از اطلاعات واقعی محاسبه می‌شود که از طریق رگرسیون ۲ بدست می‌آید:

$$ROE_{i,t} = a_{0,i} + a_{1,i} DURG_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

به طوری که:

$ROE_{i,t}$ : بازده حقوق صاحبان سهام شرکت  $i$  در سال  $t$  و

$DURG_{i,t}$ : سرقفلی ثبت نشده شرکت  $i$  در سال  $t$  (تفاوت ارزش بازار و ارزش دفتری سرمایه شرکت در سال  $t$ ) است.

پس از برآورد مدل فوق با استفاده از رگرسیون سری زمانی ۵ ساله برای هر شرکت، مقدار  $a_{0,i}$  نیز بدست می‌آید که بیانگر هزینه حقوق صاحبان سهام برآوردی شرکت می‌باشد. البته برای آن که  $a_{0,i}$  بتواند به‌عنوان هزینه حقوق صاحبان سهام شرکت تفسیر شود، باید ضرایب  $a_{0,i}$  و  $a_{1,i}$  در رگرسیون فوق مثبت باشد.

**مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای:** این مدل، بازده سهام را تابعی از ریسک بازار تلقی می‌کند و بر رابطه ۳ مبتنی است:

$$COE_{i,t} = R_{f,t} + \beta_{i,t} (R_{m,t} - R_{f,t}) \quad (3)$$

که در آن:

$COE_{i,t}$ : هزینه حقوق صاحبان سهام (نرخ بازده مورد انتظار سهام) شرکت  $i$  در سال  $t$

پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی  
شماره ۵۱/ پاییز ۱۴۰۰

$R_{f,t}$ : نرخ بازده بدون ریسک که برابر است با نرخ سود اوراق مشارکت دولتی در سال  $t$ ؛  
 $R_{m,t}$ : نرخ بازده مورد انتظار بازار که برابر است با تغییرات شاخص کل بازار در سال  $t$  و  
 $\beta_{i,t}$ : میزان حساسیت بازده سهام شرکت  $i$  به بازده بازار سهام در سال  $t$  می‌باشد.

### ۵-۱-۲- متغیر مستقل

بشردوستی شرکت (PHIL) به‌عنوان متغیر مستقل پژوهش در نظر گرفته شده که برای محاسبه آن به پیروی از پژوهش تقی‌زاده خانقاه و بادآور نهندی (۱۳۹۸) و جود و لاش (۲۰۱۸) از تقسیم مبالغ مربوط به کمک‌های اهدایی شرکت به مؤسسات خیریه بر ارزش بازار حقوق صاحبان سهام شرکت استفاده می‌شود.

### ۵-۱-۳- متغیرهای کنترلی

اندازه شرکت (SIZE): شرکت‌های بزرگ‌تر، معمولاً از اعتبار بیشتری برخوردارند و به دلیل امکان تنوع‌بخشی بیشتر، استفاده از منابع مالی مختلف و افشای منظم اطلاعات، ریسک کمتری نیز دارند (تقفی و بولو، ۱۳۸۸). لذا سرمایه‌گذاران در مواجهه با این شرکت‌ها، بازده مورد انتظار کمتری را مطالبه می‌نمایند؛ بنابراین، انتظار بر این است که بین اندازه شرکت و هزینه حقوق صاحبان سهام رابطه منفی وجود داشته باشد. از این رو در این پژوهش، اندازه شرکت که از طریق لگاریتم طبیعی خالص فروش سالیانه شرکت اندازه‌گیری می‌شود، به عنوان متغیر کنترلی در نظر گرفته شده است. فرصت‌های رشد (MTB): شواهد تجربی القول و همکاران (۲۰۱۱) و جود و لاش (۲۰۱۸) نشان می‌دهد که شرکت‌های با فرصت‌های رشد بالاتر، ریسک بیشتری دارند و هزینه حقوق صاحبان سهام بالاتری را نیز تجربه می‌کنند. لذا در این پژوهش، فرصت‌های رشد شرکت نیز به عنوان یکی دیگر از متغیرهای کنترلی بکار گرفته شده است که مطابق با پژوهش حجازی و همکاران (۱۳۹۹) از طریق نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام، اندازه‌گیری می‌شود.

اهرم مالی (LEV): کریستندل و بونتیس (۲۰۰۷) و القول و همکاران (۲۰۱۱) چنین استدلال می‌کنند که افزایش اهرم مالی، از طریق افزایش ریسک شرکت، نرخ بازده مورد انتظار سهامداران را افزایش داده که در نهایت منجر به افزایش هزینه حقوق صاحبان سهام شرکت می‌گردد. از این رو، در پژوهش حاضر اهرم مالی که از تقسیم مجموع بدهی بر ارزش دفتری دارایی‌های شرکت محاسبه می‌شود، به‌عنوان یکی دیگر از متغیرهای کنترلی وارد مدل شده است.

بتا (BETA): بتا یکی از شاخص‌های مورد استفاده برای نشان دادن ریسک سهام شرکت‌ها است و نشان‌دهنده حساسیت یک دسته از اوراق بهادار نسبت به تغییر بازده پرتفوی بازار است. مطابق با

پژوهش‌های پیشین انتظار می‌رود با افزایش بتا، هزینه حقوق صاحبان سهام افزایش یابد (هسیه و همکاران، ۲۰۱۹). لذا در پژوهش حاضر، بتای سهام نیز به عنوان یکی دیگر از متغیرهای کنترلی وارد مدل شده است که از طریق نسبت کوواریانس بازده سهام شرکت به بازده پرتفوی بازار محاسبه می‌شود.

**سودآوری (ROE):** این متغیر که از تقسیم سود خالص بر ارزش بازار حقوق صاحبان سهام شرکت اندازه‌گیری می‌شود، در پژوهش ماسولیس و رضا (۲۰۱۵) و جود و لاش (۲۰۱۸) نیز به عنوان متغیر کنترلی لحاظ شده است.

از آنجا که در این تحقیق برای سنجش هزینه حقوق صاحبان سهام از دو مدل اوهانلون و استیل (*OSM*) و مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای (*CPM*) استفاده شده است، لذا مدل فوق، برای هر یک از معیارهای هزینه حقوق صاحبان سهام به صورت جداگانه برآورد می‌گردد. به دلیل آن که داده‌های ترکیبی از نظر تعداد مشاهدات، پایین بودن احتمال همخطی بین متغیرها، کاهش تورش برآورد و ناهمسانی واریانس بر مدل‌های مقطعی یا سری زمانی برتری دارند (گجراتی، ۲۰۰۹)، به منظور برآورد مدل‌های تحقیق از تکنیک داده‌های ترکیبی استفاده شده است.

## ۶- یافته‌های پژوهش

### ۶-۱- آمار توصیفی

جدول ۱، آمار توصیفی متغیرهای مورد آزمون که شامل برخی شاخص‌های مرکزی و پراکندگی می‌باشد را برای نمونه‌ای متشکل از ۳۱۵ شرکت - سال مشاهده در فاصله زمانی سال‌های ۱۳۹۷-۱۳۹۳ نشان می‌دهد.

جدول ۱. آمار توصیفی مربوط به متغیرهای تحقیق

متغیر	نماد متغیر	میانگین	میان	حداقل	حداکثر	انحراف معیار
مدل اوهانلون و استیل	<i>OSM</i>	۰/۴۸۵	۰/۵۴۵	۰/۱۱۰	۰/۹۳۹	۰/۱۵۷
مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای	<i>CPM</i>	۰/۴۱۸	۰/۴۱۸	۰/۰۰۲	۰/۸۸۲	۰/۲۲۷
بشر دوستی شرکتی	<i>PHIL</i>	۰/۰۵۴	۰/۰۳۱	۰/۰۰۱	۰/۲۱۹	۰/۰۵۹
اندازه شرکت	<i>SIZE</i>	۱۵/۳۰۳	۱۵/۰۲۴	۱۱/۴۶۹	۱۹/۷۵۲	۱/۹۲۱
فرصت‌های رشد	<i>MTB</i>	۳/۰۷۰	۲/۴۶۸	۰/۶۱۱	۱۴/۰۶۱	۲/۲۳۵
اهرم مالی	<i>LEV</i>	۰/۵۳۰	۰/۵۱۰	۰/۰۴۷	۰/۷۰۱	۰/۲۳۱
ریسک سیستماتیک	<i>BETA</i>	۰/۴۶۰	۰/۳۸۱	-۰/۶۲۶	۱/۷۶۷	۰/۵۰۱
سودآوری	<i>ROE</i>	۰/۰۷۷	۰/۰۸۷	-۰/۸۸۱	۰/۵۶۲	۰/۱۴۰

منبع: یافته‌های پژوهشگر

پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی  
شماره ۵۱/ پاییز ۱۴۰۰

همان‌گونه که در جدول ۱ ملاحظه می‌شود، میانگین هزینه حقوق صاحبان سهام شرکت‌های مورد بررسی بر اساس دو مدل اوهانلون و استیل و مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای به ترتیب برابر با ۰/۴۸۵ و ۰/۴۱۸ می‌باشد. همچنین، میانگین متغیر بشر دوستی شرکتی معادل ۰/۰۵ است که این موضوع بر عدم افشای کافی اطلاعات مرتبط با فعالیت‌های بشردوستانه و یا توجه اندک شرکت‌های نمونه به سرمایه‌گذاری در چنین فعالیت‌هایی دلالت دارد. علاوه بر این، ملاحظه مقدار میانگین متغیر اهرم مالی مؤید آن است که به طور متوسط حدود ۵۳ درصد از دارایی‌های شرکت‌های مورد بررسی از طریق استقراض، تأمین مالی شده‌اند. ضمن این‌که سود خالص شرکت‌های نمونه نیز به طور متوسط، حدود ۸ درصد ارزش بازار حقوق صاحبان سهام آن‌هاست.

## ۶-۲- نتایج آزمون فرضیه

در داده‌های ترکیبی ابتدا از آزمون F لیمر استفاده می‌شود تا تلفیقی یا تابلویی بودن داده‌ها مشخص گردد. با توجه به نتایج بدست آمده که در جدول ۲ ارائه شده است، سطح معناداری آماره F لیمر برای هر دو مدل کمتر از ۰/۰۵ است، بنابراین فرضیه صفر آزمون رد شده و بیانگر آن است که برای تخمین مدل‌های پژوهش باید از روش داده‌های تابلویی استفاده شود.

جدول ۲. نتایج آزمون F لیمر برای مدل‌های تحقیق

مدل	سنجه هزینه حقوق صاحبان سهام	مقدار آماره F	سطح معناداری	نتیجه
مدل (۱)	مدل اوهانلون و استیل	۱/۴۲۵	۰/۰۳۱	داده‌های تابلویی
مدل (۲)	مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای	۳/۹۲۵	۰/۰۰۰	داده‌های تابلویی

منبع: یافته‌های پژوهشگر

سپس با توجه به تابلویی بودن مدل، باید برای تعیین نوع داده‌های تابلویی (روش اثرات ثابت یا تصادفی) از آزمون هاسمن استفاده شود. همان‌طور که در جدول ۳ نیز ملاحظه می‌شود، با توجه به نتایج این آزمون و سطح معناداری آن، در تمامی مدل‌ها فرضیه صفر رد می‌شود. لذا لازم است که مدل‌ها به روش اثرات ثابت برآورد گردد.

جدول ۳. نتایج آزمون هاسمن برای انتخاب بین اثرات ثابت و اثرات تصادفی

مدل	سنجه هزینه حقوق صاحبان سهام	مقدار آماره $\chi^2$	سطح معناداری	نتیجه
مدل (۱)	مدل اوهانلون و استیل	۱۵/۲۱۵	۰/۰۱۸	اثرات ثابت
مدل (۲)	مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای	۱۸/۴۲۳	۰/۰۰۰	اثرات ثابت

منبع: یافته‌های پژوهشگر

علاوه بر این، به منظور تشخیص نرمال بودن توزیع اجزای اخلاص مدل نیز از آزمون جارک- برا استفاده گردید. از آنجا که نتیجه احتمال آماره جارک- برا، برای مدل‌های تحقیق بیشتر از ۰/۰۵ است، لذا فرض صفر مبنی بر نرمال بودن توزیع اجزای اخلاص مدل‌های مورد بررسی تأیید می‌شود. نتایج آزمون نسبت درست‌نمایی (LR) برای بررسی فرض ناهمسانی واریانس در اجزای اخلاص مدل نیز حاکی از وجود ناهمسانی واریانس بوده که برای رفع این مشکل، از روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته برای برآورد مدل‌ها استفاده شده است. همچنین، برای اطمینان از عدم وجود مشکل همخطی بین متغیرهای توضیحی، آزمون همخطی با استفاده از عامل تورم واریانس (VIF) مورد بررسی قرار گرفت که با توجه آن‌که مقادیر این آماره برای متغیرهای توضیحی کمتر از ۱۰ است، لذا هم‌خطی بین آن‌ها وجود ندارد. در نهایت، به منظور آزمون همبستگی بین اجزاء خطای مدل از آماره دوربین- واتسن استفاده گردید که نتایج آن در جدول ۴ ارائه شده است. نتایج حاصل از آزمون فرضیه پژوهش بر اساس هر یک از دو سنج‌هزینه حقوق صاحبان سهام، در جدول ۴ نشان داده شده است:

جدول ۴. نتایج برآورد مدل پژوهش بر اساس دو سنج‌هزینه حقوق صاحبان سهام

مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای			مدل اوهانلون و استیل			
آماره t	انحراف معیار	ضریب	آماره t	انحراف معیار	ضریب	متغیر
۰/۴۲۲	۰/۲۸۱	۰/۱۱۸	۴/۹۳۴	۰/۰۷۲	۰/۳۵۸ **	C
-۳/۳۸۸	۰/۰۲۷	-۰/۰۹۳ **	-۲/۲۹۹	۰/۰۶۵	-۰/۱۲۹ *	PHIL
-۲/۲۵۲	۰/۰۰۱	-۰/۰۰۲ *	-۲/۴۸۳	۰/۰۰۵	-۰/۰۱۱ *	SIZE
-۰/۴۱۴	۰/۰۰۶	-۰/۰۰۳	-۰/۸۹۸	۰/۰۰۲	-۰/۰۰۱	MTB
۲/۵۸۱	۰/۰۰۵	۰/۰۱۲ *	۰/۶۵۸	۰/۰۲۸	۰/۰۱۹	LEV
۰/۶۶۰	۰/۰۱۷	۰/۰۰۷	۱/۶۰۴	۰/۰۰۶	۰/۰۰۹	BETA
-۱/۹۰۹	۰/۰۸۱	-۰/۱۵۴	-۳/۱۸۲	۰/۰۱۵	۰/۰۴۹ **	ROE
۸/۵۲۰ **		آماره F	۵/۹۷۰ **		آماره F	
۰/۶۴۰		ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۶۰۸		ضریب تعیین تعدیل شده	
۱/۸۷۹		آماره دوربین واتسن	۲/۰۱۹		آماره دوربین واتسن	

\* و \*\* به ترتیب بیانگر معناداری آماری در سطح خطای ۵ درصد و ۱ درصد می‌باشد.

منبع: یافته‌های پژوهشگر

ملاحظه مقادیر آماره‌های F در این نگاره، بیانگر معناداری کلی مدل‌های رگرسیونی برازش شده در سطح خطای ۵ درصد است. مقادیر آماره دوربین- واتسن نیز حکایت از عدم وجود مشکل خودهمبستگی در میان جملات پسماند دارد. همان‌طور که در نگاره فوق نیز ملاحظه می‌شود، ضریب برآوردی و آماره  $t$  مربوط به متغیر بشردوستی شرکتی (PHIL) در هر دو مدل منفی و در سطح خطای ۵ درصد معنادار بوده که حاکی از وجود رابطه منفی معنادار بین فعالیت بشردوستانه و هزینه حقوق صاحبان سهام شرکت می‌باشد. بر این اساس، فرضیه پژوهش در سطح خطای ۵ درصد پذیرفته می‌شود.

### ۳-۶- تجزیه و تحلیل حساسیت

به منظور بررسی استحکام و قابلیت اتکای نتایج پژوهش، رابطه بین فعالیت بشردوستانه و هزینه حقوق صاحبان سهام شرکت‌ها بر اساس نسبت سود به قیمت سهام تعدیل شده صنعت به‌عنوان معیار جایگزین برای سنجش هزینه حقوق صاحبان سهام، مجدداً مورد بررسی قرار گرفت. این معیار از تقسیم نسبت سود به قیمت سهام شرکت  $i$  در سال  $t$  به میانه سود به قیمت سهام صنعت (که از میانه سود به قیمت سهام شرکت‌های هر صنعت در نمونه مورد بررسی به‌دست می‌آید)، محاسبه می‌گردد. از این نسبت به عنوان شاخص هزینه حقوق صاحبان سهام استفاده شده است، زیرا این نسبت اهمیت سودهایی را که در مقابل قیمت کوچک بوده حفظ می‌کند و شاخص مطلوبی از هزینه سرمایه است که در بازار مشاهده شده است؛ به طوری که با افزایش قیمت، سهامداران انتظار دارند که سود در آینده نزدیک افزایش یابد (رحمانی و فلاح نژاد، ۱۳۸۹). جدول ۵ نتایج آزمون فرضیه پژوهش بر اساس معیار جایگزین برای اندازه‌گیری هزینه حقوق صاحبان سهام را نشان می‌دهد. نتایج بیانگر آن است که فعالیت بشردوستانه، رابطه منفی معناداری با هزینه حقوق صاحبان سهام محاسبه شده بر اساس معیار مذکور دارد که این یافته با نتایج اصلی تحقیق منطبق است؛ بنابراین، می‌توان نتیجه گرفت که نتایج پژوهش نسبت به استفاده از معیار جایگزین هزینه حقوق صاحبان سهام حساس نبوده و از استحکام برخوردار است.

جدول ۵. نتایج آزمون فرضیه پژوهش بر اساس معیار جایگزین هزینه حقوق صاحبان سهام

متغیرها	ضرایب	انحراف معیار	آماره $t$
C	۰/۶۲۷	۰/۷۲۵	۰/۸۶۴
PHIL	-۰/۰۵۱ **	۰/۰۱۵	-۳/۳۸۷
SIZE	-۰/۰۱۶ *	۰/۰۰۷	-۲/۱۴۰

پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی  
شماره ۵۱/ پاییز ۱۴۰۰



متغیرها	ضرایب	انحراف معیار	آماره t
MTB	-۰/۰۱۵	۰/۰۱۵	-۱/۰۰۸
LEV	۰/۱۷۰	۰/۲۱۵	۰/۷۸۹
BETA	۰/۰۷۴ **	۰/۰۲۸	۲/۵۸۶
ROE	-۰/۰۹۱ **	۰/۰۲۷	-۳/۳۶۳
آماره F	۱۷/۶۳۳ **	ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۵۷۳

\* و \*\* به ترتیب بیانگر معناداری آماری در سطح خطای ۵٪ و ۱٪ می باشد.

منبع: یافته‌های پژوهشگر

## ۷- بحث و نتیجه‌گیری

هزینه حقوق صاحبان سهام، همواره یکی از مفاهیم اساسی در حوزه ادبیات مالی و حسابداری به شمار می‌رود که در بازارهای ناقص نقش مهمی در تصمیمات مالی و سرمایه‌گذاری شرکت‌ها ایفا می‌کند؛ بنابراین، تعیین عوامل تأثیرگذار بر هزینه حقوق صاحبان سهام شرکت‌ها اهمیت بسزایی دارد. از این‌رو، در پژوهش حاضر رابطه بین فعالیت‌های بشردوستانه و هزینه حقوق صاحبان سهام شرکت‌ها مورد بررسی قرار گرفت. پژوهش حاضر از این حیث دارای اهمیت است که در زمره نخستین تحقیقات داخلی می‌باشد که به بررسی این موضوع پرداخته و از این رو، می‌تواند به توسعه ادبیات حسابداری و مالی در کشورهای درحال توسعه از جمله بازار سرمایه نوظهور ایران، کمک شایانی نماید. نتایج آزمون فرضیه پژوهش بیانگر آن بود که فعالیت‌های بشردوستانه شرکت‌ها، هزینه حقوق صاحبان سهام آن‌ها را کاهش می‌دهد. در خصوص تأیید فرضیه مذکور می‌توان چنین استدلال نمود که انجام فعالیت‌های بشردوستانه به شرکت کمک می‌کند تا وجهه مطلوبی برای خود در جامعه ایجاد کند. این وجهه مطلوب ناشی از انجام فعالیت‌های بشردوستانه، باعث جذب مشتریان جدید و افزایش وفاداری مشتریان فعلی می‌گردد که نتیجه آن افزایش و ثبات در فروش خواهد بود. بر این اساس، وجهه مطلوب ناشی از انجام فعالیت‌های بشردوستانه باعث افزایش درآمد شرکت می‌گردد. علاوه بر این فعالیت‌های بشردوستانه شرکت به‌عنوان نمادی از رفتار اجتماعی شرکت، میزان اصطکاک شرکت با جامعه را کاهش داده و ابزاری مناسب برای ایجاد انگیزه در کارکنان است که پیامد این امر جذب کارکنان باکیفیت و ترغیب کارکنان فعلی به مطالبه دستمزد کمتر می‌باشد و از این منظر باعث کاهش هزینه‌های شرکت شود. در نتیجه از منظر هزینه فرصت، فعالیت‌های بشردوستانه شرکت‌ها منجر به کاهش ریسک شرکت شده که ضمن ایجاد وجهه مطلوب برای شرکت در جامعه، با افزایش درآمد و کاهش هزینه‌های آن همراه خواهد بود؛ بنابراین، در صورتی که اقدامات خیرخواهانه شرکت‌ها به عنوان مکانیزمی برای افزایش وجهه شرکت و در

نتیجه ارتقای فروش، افزایش اثربخشی عملیاتی و کاهش ریسک بکار گرفته شود، آنگاه انتظار می‌رود که فعالیتهای مذکور تأثیر منفی بر هزینه حقوق صاحبان سهام شرکت داشته باشند. لذا شرکت‌های فعال در فعالیتهای بشردوستانه از هزینه حقوق صاحبان سهام کمتری برخوردار می‌باشند. نتیجه بدست آمده در این پژوهش با یافته‌های پژوهش القول و همکاران (۲۰۱۱) مطابقت دارد.

بر اساس یافته‌های پژوهش حاضر مبنی بر وجود رابطه منفی بین فعالیتهای بشردوستانه و هزینه حقوق صاحبان سهام شرکت‌ها، به سرمایه‌گذاران و تحلیل‌گران بازار سرمایه پیشنهاد می‌گردد که هنگام اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری علاوه بر متغیرهای مالی، به میزان فعالیتهای بشردوستانه شرکت‌ها نیز توجه نموده و آن را به عنوان عاملی مؤثر بر کاهش هزینه حقوق صاحبان سهام شرکت‌ها در مدل‌های تصمیم‌گیری خود لحاظ نمایند. همچنین، به مدیران شرکت‌ها پیشنهاد می‌گردد که با انتخاب سرمایه‌گذاری در فعالیتهای بشردوستانه، ریسک شرکت و در پی آن هزینه حقوق صاحبان سهام شرکت را کاهش دهند. علاوه بر این، از آنجا که لازمه توجه استفاده‌کنندگان صورت‌های مالی به اطلاعات مرتبط با فعالیتهای بشردوستانه، افشای مناسب این‌گونه اطلاعات از سوی شرکت‌هاست و در حال حاضر استانداردهای خاصی در رابطه با افشای این‌گونه اطلاعات وجود ندارد، لذا به تدوین‌کنندگان استانداردهای حسابداری پیشنهاد می‌گردد که الزامات کافی را جهت افشای اطلاعات تفصیلی مرتبط با فعالیتهای بشردوستانه شرکت‌ها در صورت‌های مالی فراهم آورند.

### فهرست منابع

- ۱) اعتمادی، حسین و مهدی ابراهیمی میمند، (۱۳۹۱)، "پیش‌بینی هزینه حقوق صاحبان سهام با استفاده از تحلیل خوشه‌ای"، مطالعات تجربی حسابداری مالی، ۱۰(۳۳)، صص ۱۱۸-۹۷.
- ۲) اقدامی، الهام و بهمن بنی مهد، (۱۳۹۸)، "تأثیر استراتژی رهبری و تمایز محصول بر هزینه حقوق صاحبان سهام"، حسابداری مدیریت، ۱۲(۴۳)، صص ۱۵۳-۱۶۵.
- ۳) بنی مهد، بهمن، احمد یعقوب نژاد و الهام وحیدی کیا، (۱۳۹۴)، "توان رقابتی محصول و هزینه حقوق صاحبان سهام"، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، ۷(۲۶)، صص ۱۰۷-۱۱۸.
- ۴) تقی‌زاده خانقاه، وحید و یونس بادآور نهندی، (۱۳۹۸)، "فعالیت‌های بشردوستانه و نوآوری شرکت‌ها در شرایط نامتقارنی اطلاعات"، حسابداری سلامت، ۱(۲۱)، صص ۸۹-۱۰۵.
- ۵) ثقفی، علی و قاسم بولو، (۱۳۸۸)، "هزینه حقوق صاحبان سهام و ویژگی‌های کیفی سود"، تحقیقات حسابداری، ۲، صص ۲۹-۴.
- ۶) ثقفی، علی، علی رحمانی و مجید معتمدی فاضل، (۱۳۸۹)، "هزینه حقوق صاحبان سهام و متغیرهای حسابداری محرک ریسک"، دانش حسابداری، ۱(۲)، صص ۳۲-۹.
- ۷) حاجیها، زهره و ندا سبحانی، (۱۳۹۲)، "بررسی تأثیر کیفیت حسابرسی بر هزینه سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران"، دانش حسابداری، ۴(۱۴)، صص ۱۴۶-۱۲۹.
- ۸) حاجیها، زهره و بهمن سرفراز، (۱۳۹۳)، "بررسی رابطه بین مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت‌ها و هزینه حقوق صاحبان سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، پژوهش‌های تجربی حسابداری، ۴(۲)، صص ۱۲۳-۱۰۵.
- ۹) حجازی، رضوان، سیدکمال خاتمی، علیرضا ابوالحسنی طرقي و محسن ابراهیمی، (۱۳۹۹)، "رابطه بین سقوط قیمت سهام و سهامداران نهادی پایدار و گذرا"، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، ۱۲(۴۵)، صص ۸۱-۱۰۲.
- ۱۰) دولو، مریم و امیر ونکی، (۱۳۹۷)، "انحراف اهرم مالی از اهرم هدف و هزینه حقوق صاحبان سهام"، دانش حسابداری مالی، ۵(۳)، صص ۱۵۳-۱۸۱.
- ۱۱) رحمانی، علی و فرهاد فلاح‌نژاد، (۱۳۸۹)، "تأثیر کیفیت اقلام تعهدی بر هزینه سرمایه سهام عادی"، پژوهش‌های حسابداری مالی، ۲(۳)، صص ۳۰-۱۷.
- ۱۲) کرمی، غلامرضا و امید آخوندی، (۱۳۹۵)، "چرخه عمر شرکت و هزینه حقوق صاحبان سهام شرکت‌ها"، مطالعات تجربی حسابداری مالی، ۱۳(۵۲).

۱۳) محسنی، عبدالرضا، (۱۳۹۷)، "ارتباطات سیاسی و هزینه سرمایه حقوق صاحبان سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار، ۳۴(۹)، صص ۲۷۳-۲۹۱.

۱۴) محمدزاده سالطه، حیدر، عیسی ابیضی و مهدی محبعلی پور، (۱۳۹۹)، "تأثیر سرمایه اجتماعی بر هزینه سرمایه با تأکید بر عدم تقارن اطلاعاتی"، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، ۱۲(۴۶)، صص ۲۰۳-۲۳۲.

- 15) Ashbaugh-Skaife, H., Collins, D. W., & LaFond, R, (2006), "The Effects of Corporate Governance on Firms' Credit Ratings", *Journal of Accounting and Economics*, 42, PP. 203-243.
- 16) Athanasakou, V., Eugster, F., Schleicher, T., & Walker, M, (2020), "Annual Report Narratives and the Cost of Equity Capital: U.K. Evidence of a U-Shaped Relation", *European Accounting Review*, 29(1), PP. 27-54.
- 17) Bereskin, F. L., & Hsu. P. H, (2016), "Corporate Philanthropy and Innovation: The Case of the Pharmaceutical Industry", *Journal of Applied Corporate Finance*, 28(2), PP. 80-86.
- 18) Boatsman, J., & Gupta, S, (1996), "Taxes and Corporate Charity: Empirical Evidence from Micro-Level Panel Data", *National Tax Journal*, 49, PP.193-213.
- 19) Brown, W. O., Helland, E., & Smith, J, K, (2006), "Corporate Philanthropic Practices", *Journal of Corporate Finance*, 12, PP. 855-877.
- 20) Carroll, A, (1991), "The Pyramid of Corporate Social Responsibility: Toward the Moral Management of Organizational Stakeholders", *Business Horizons*, 34(4), PP. 39-48.
- 21) Chen, J., Dong, W., Tong, J. Y., & Zhang, F. F, (2018), "Corporate Philanthropy and Investment Efficiency: Empirical Evidence from China", *Pacific-Basin Finance Journal*, 51, PP. 392-409.
- 22) El Ghouli, S., Guedhami, O., Kwok, C. C. Y., & Mishra, D. R, (2011), "Does Corporate Social Responsibility Affect the Cost of Capital?", *Journal of Banking & Finance*, 35(9), PP. 2388-2406.
- 23) Fombrun, C. J., Gardberg, N. A. & Barnett, M.L, (2000), "Opportunity Platforms and Safety Nets: Corporate Citizenship and Reputational Risk", *Business and Society Review*, 105(1), PP. 85-106.
- 24) Fombrun, C., & Shanley, M, (1990), "What's in a Name? Reputation Building and Corporate Strategy", *The Academy of Management Journal*, 33(2), PP. 233-258.
- 25) Friedman, M, (1970), "The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits", *The New York Times Magazine*.
- 26) Galaskiewicz, J, (1997), "An Urban Grants Economy Revisited: Corporate Charitable Contributions in the Twin Cities", *Administrative Science Quarterly*, 42(3), PP. 445-471.
- 27) Godfrey, P, (2005), "The Relationship between Corporate Philanthropy and Shareholder Wealth: A Risk Management Perspective", *Academy of Management Review*, 30, PP. 777-798.

- 28) Gordon, T., & Khumawala, S, (1999), "The Demand for Nonprofit Financial Statements: A Model for Individual Giving", *Journal of Accounting Literature*, 18, PP. 31-56.
- 29) Haley, U. C. V, (1991), "Corporate Contributions as Managerial Masques: Reframing Corporate Contributions as Strategies to Influence Society", *Journal of Management Studies*, 28(5), PP. 465-509.
- 30) Hsieh, T. Y., Shiu, Y. M., Chang, A, (2019), "Does Institutional Ownership Affect the Relationship between Accounting Quality and Cost of Capital? A Panel Smooth Transition Regression Approach", *Asia Pacific Management Review*, 24(4), PP. 327-334.
- 31) Iatridis, G. E, (2015), "Corporate Philanthropy in the US Stock Market: Evidence on Corporate Governance, Value Relevance and Earnings Manipulation", *International Review of Financial Analysis*, 13, PP. 113-126.
- 32) Jensen, M.C., & Meckling, W. H, (1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, 3, PP. 305-360.
- 33) Jiang, Sh.; Mi, J.; Tao, X.; and W. HU, (2018), "Corporate Philanthropy and Innovation Performance", *International Journal of Business and Management*, 13(4), PP. 173-182.
- 34) Judd, J., & Lusch, S. J, (2018), "Corporate Philanthropy and the Cost of Equity Capital. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3040170> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3040170>
- 35) Khlif, H., Samaha, K., & Soliman, M, (2019), "Internal Control Quality, Disclosure and Cost of Equity Capital: The Case of an Unregulated Market", *International Journal of Auditing*, 23(1), PP.144-160.
- 36) Kristandl, G., Bontis, N, (2007), "The Impact of Voluntary Disclosure on Cost of Equity Capital Estimates in a Temporal Setting", *Journal of Intellectual Capital*, 8 (4), PP. 577-594.
- 37) Lev, B., Petrovits, C., & Radhakrishnan, S, (2010), "Is Doing Good Good for you? How Corporate Charitable Contributions Enhance Revenue Growth", *Strategic Management Journal*, 31(2), PP. 182-200.
- 38) Marquis, C., Glynn, M., & Davis, G, (2007), "Community Isomorphism and Corporate Social Action", *Academy of Management Review*, 32, PP. 925-945.
- 39) Masulis, R. W., & Reza, S. W, (2015), "Agency Problems of Corporate Philanthropy", *Review of Financial Studies*, 28(2), PP. 592-636.
- 40) Modigliani, F., & Miller, M, (1958), "The Cost of Capital, Corporation Finance & the Theory of Investment", *Journal of American Economic Review*, 48, PP. 261-297.
- 41) Moser, D. V., & Martin, P. R, (2012), "A Broader Perspective on Corporate Social Responsibility Research in Accounting", *The Accounting Review*, 87, PP. 797-806.

- 42) Navarro, P. (1988), "Why Do Corporations Give to Charity?", *The Journal of Business*, 61, PP. 65-93.
- 43) O'Neill, H., Saunders, C., & McCarthy, A. (1989), "Board Members, Corporate Social Responsiveness and Profitability: Are Tradeoffs Necessary?", *Journal of Business Ethics*, 8(5), PP. 353-357.
- 44) Orlitzky, M., Schmidt, F. L. & Rynes, S. L. (2003), "Corporate Social and Financial Performance: A Meta-analysis", *Organization studies*, 24(3), PP. 403-441.
- 45) Sanchez, C. (2000), "Motives for Corporate Philanthropy in El Salvador: Altruism and Political Legitimacy", *Journal of Business Ethics*, 27(4), PP. 363-375.
- 46) Seifert, B., Morris, S. A., & Bartkus, B. R. (2003), "Comparing Big Givers and Small Givers: Financial Correlates of Corporate Philanthropy", *Journal of Business Ethics*, 45(3), PP. 195-211.
- 47) Varadarajan, P.R., & Menon, A. (1988), "Cause-related Marketing: A Coalignment of Marketing Strategy and Corporate Philanthropy", *Journal of Marketing*, 52, PP. 58-74.
- 48) Wang, J., & Coffey, B. S. (1992), "Board Composition and Corporate Philanthropy", *Journal of Business Ethics*, 11, PP. 771-778.
- 49) Werbel, J. D., & Carter, S. M. (2002), "The CEO's Influence on Corporate Foundation Giving", *Journal of Business Ethics*, 40, PP. 47-60.
- 50) Wokutch, R. E., & Spencer, B. A. (1987), "Corporate Saints and Sinners: The Effects of Philanthropic and Illegal Activity on Organizational Performance", *California Management Review*, 29(2), PP. 62-77.
- 51) Ye, K., & Zhang, R. (2011), "Do Lenders Value Corporate Social Responsibility? Evidence from China", *Journal of Business Ethics*, 104(2), PP. 197-206.
- 52) Zhang, M., Xie, L., & Xu, H. (2015), "Corporate Philanthropy and Stock Price Crash Risk: Evidence from China", *Journal of Business Ethics*, 3(2), PP. 1-23.