

باورهای دینی مدیران و هزینه سرمایه شرکت: ارائه مدلی با رویکرد مالی اسلامی

مهدی صفری گرایلی^۱

یاسر رضائی پسته نوئی^۲

چکیده

در سال‌های اخیر، دینداری به‌عنوان بخش مهمی از فرهنگ بشر، توجه بسیاری از محققین را به خود جلب نموده است. لذا، پژوهش حاضر با استفاده از رویکرد مدل‌سازی معادلات ساختاری به بررسی رابطه بین باورهای دینی مدیران و هزینه سرمایه شرکت می‌پردازد. بدین منظور، برای سنجش هزینه سرمایه از سه روش اوهانلون و استیل، مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای و نسبت سود به قیمت تعدیل شده صنعت و برای اندازه‌گیری باورهای دینی از پرسشنامه خدایاری فرد و همکاران (۱۳۹۲) استفاده شده است. پرسشنامه مذکور برای مدیران ۱۴۱ شرکت ارسال گردید که در نهایت تعداد ۹۲ شرکت به پرسشنامه‌ها پاسخ دادند و در تحلیل‌های آماری لحاظ شدند. پس از اطمینان یافتن از برازش قابل قبول مدل‌های اندازه‌گیری و ساختاری پژوهش، یافته‌های پژوهش حاکی از آن است که باورهای دینی مدیران ضمن افزایش میزان اعتماد سرمایه‌گذاران و مشارکت آنان در بازار، موجب کاهش هزینه سرمایه شرکت‌ها می‌گردد. یافته‌های پژوهش ضمن پر کردن خلاء تحقیقاتی در حوزه مالی اسلامی، می‌تواند برای سرمایه‌گذاران، قانون‌گذاران بازار سرمایه و سایر ذینفعان در امر تصمیم‌گیری راهگشا باشد.

واژگان کلیدی: دینداری، باورهای دینی مدیران، هزینه سرمایه، رویکرد مالی اسلامی، معادلات ساختاری.

طبقه‌بندی موضوعی: N3, Z12, D63

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

۲. استادیار حسابداری، دانشکده ادبیات و علوم انسانی، دانشگاه گیلان، رشت، ایران.

۱- مقدمه

منبع و سرچشمه ارزش‌های هر جامعه‌ای، دین و اعتقادات مذهبی است. داشتن باور و نگرش دینی و پیروی از آن، نیاز انسان‌ها بوده و این نیاز در همه دوران‌ها مطرح بوده است. بنابراین نگرش دینی فرآیند پاسخگویی آگاهانه و هوشمندانه انسان به ایدئولوژی و تعالیم مذهبی، مراسم و مناسک دینی متناسب با اعتقادات دینی خودشان است (نگارش، ۱۳۸۰). باور دینی عبارت است از اعتقادات منسجم و یکپارچه توحیدی که خداوند محور امر بوده و ارزش‌ها، اخلاقیات، آداب و رسوم رفتارهای انسانی را با یکدیگر و با طبیعت خویش تنظیم می‌نماید (کریمی، ۱۳۸۱). در سال‌های اخیر، دینداری به‌عنوان بخش مهمی از فرهنگ بشر، توجه بسیاری از محققین را به خود جلب نموده است. به‌طوریکه شمار زیادی از مطالعات انجام شده به بررسی رابطه بین دینداری با رشد و توسعه اقتصادی پرداخته‌اند (Barro & McCleary, 2003; McCleary & Barro, 2006; Benjamin et al, 2010). درحالی‌که، پژوهش‌های چندانی پیرامون بررسی اهمیت دینداری در ارزیابی عملکرد شرکت‌ها صورت نپذیرفته است. یکی از مولفه‌های اصلی سرمایه‌گذاران در ارزیابی عملکرد شرکت‌ها و اتخاذ تصمیمات بهینه، هزینه سرمایه می‌باشد (Hu et al, 2018). پژوهش‌های تجربی صورت گرفته اخیر پیرامون نقش باورهای دینی مدیران شرکت‌ها در تصمیم‌گیری‌های اقتصادی سرمایه‌گذاران دریافتند از آن‌جا که دینداری بر اهمیت رفتار اخلاقی تاکید داشته و هرگونه سوءاستفاده و فرصت‌طلبی افراد را نهی می‌کند (ایروانی، ۱۳۹۲)؛ لذا عاملی بازدارنده در بروز رفتارهای فرصت‌طلبانه مدیران شرکت به‌شمار می‌آید (El Ghouli et al, 2012; Callen & Fang, 2015). بنابراین، سرمایه‌گذاران در مواجهه با شرکت‌های دارای مدیران مذهبی با ریسک اطلاعاتی و عدم اطمینان کمتری روبه‌رو گشته و نرخ بازده کمتری را تقاضا می‌کنند که این کاهش نرخ بازده مورد انتظار سهامداران، هزینه سرمایه شرکت را کاهش می‌دهد (Hu et al, 2018). بر این اساس انتظار می‌رود که باورهای دینی مدیران شرکت‌ها موجب کاهش ریسک اطلاعاتی و در نتیجه کاهش هزینه سرمایه آنان گردد. با این حال در عمده مطالعات داخلی صورت گرفته در حوزه مالی و حسابداری این موضوع نادیده انگاشته شده و یک فضای خالی در ادبیات برای تحقیق وجود دارد که این خود، انگیزه‌ای جهت انجام پژوهش حاضر می‌باشد. لذا، در این پژوهش سعی بر آن است که رابطه بین باورهای دینی مدیران با هزینه سرمایه شرکت‌ها مورد بررسی قرار گیرد. نتایج پژوهش حاضر می‌تواند دستاوردها و ارزش افزوده علمی زیر را به‌همراه داشته باشد:

اول اینکه نتایج پژوهش می‌تواند موجب بسط مبانی نظری پژوهش‌های گذشته در ارتباط با اقتصاد دینی و مالی رفتاری شود. دوم اینکه، شواهد پژوهش نشان خواهد داد که تا چه اندازه، باورهای دینی مدیران شرکت‌ها می‌تواند بر کاهش هزینه سرمایه اثرگذار باشد که این موضوع به عنوان یک دستاورد علمی می‌تواند اطلاعات سودمندی را در اختیار سرمایه‌گذاران، قانون‌گذاران بازار سرمایه و سایر استفاده‌کنندگان اطلاعات حسابداری قرار دهد. در نهایت، نتایج پژوهش می‌تواند ایده‌های جدیدی را برای انجام پژوهش‌های جدید در حوزه تحقیقات مالی اسلامی پیشنهاد نماید.

۲- مبانی نظری و تدوین فرضیه‌های پژوهش

۲-۱- باورهای دینی

دین به عنوان یک نوع جهان‌بینی نه فقط معیار و داور رفتارهای فردی و جمعی انسان است، بلکه در عین حال و به طریقی دیگر، در اصل شکل‌گیری رفتارهای انسان نیز موثر است (صفری گرایلی و رضائی پیتةنوئی، ۱۳۹۶). باورهای دینی بیانگر نگرش‌ها، نظم معینی در احساسات، افکار و آماذگی فرد برای تأثیر گذاشتن در برخی از جنبه‌های محیط خود است. هر نگرش سه جزء دارد. جزء اول، احساسات است که به آن جزء عاطفی می‌گویند. جزء دوم را جزء شناختی گویند و سرانجام آماذگی برای عمل است که آن را جزء رفتاری می‌نامند (سیف‌اللهی، ۱۳۸۸). به عبارتی دیگر منظور از باورهای دینی، نگرش نظامداری از باورها و اعمال نسبت به امور مقدس است که معطوف به امر مقدس در دو بعد آشنایی و دین باوری می‌شود. این نگرش مربوط به امور ماورائی است که احراز و تقویت آن یگانگی، ثبات، استمرار و پایداری فرد در جامعه را موجب می‌شود (فیروزصمدی و همکاران، ۱۳۹۲). ارتباط بین دینداری و اخلاق کسب و کار به طور گسترده در ادبیات روانشناسی و مدیریت مورد مطالعه قرار گرفته است. به‌طور مثال، ترنر (Turner, 1997) و کالکینز (Calkins, 2000) معتقدند که اخلاق کسب و کار ریشه در اعتقادات دینی دارد. کندی و لائوتون (Kennedy & Lawton, 1998) و آگل و وان بورن (Agle & Van Buren, 1999) نیز دریافتند که بین دینداری فرد و اصول اخلاقی در کسب و کار از جمله نگرش نسبت به مسئولیت اجتماعی شرکت، رابطه وجود دارد. در مجموع، پژوهش‌های انجام شده در حوزه روانشناسی و اخلاق بیان می‌کنند که هرچه افراد دیندارتر باشند، پایبندی بیشتری به قوانین و مقررات داشته و بیشتر مراقب رفتار خود هستند، از نیت اخلاقی بیشتری برخوردار بوده و در نهایت، به تصمیمات مغایر با اصول اخلاقی در محیط کسب و کار بیشتر واکنش نشان می‌دهند (صفری گرایلی و رضائی پیتةنوئی، ۱۳۹۶). بنابراین، دینداری تأثیر مستقیمی بر افراد و تأثیر غیرمستقیمی بر نگرش‌ها و رفتار سازمان‌ها دارد (Hilary & Hui, 2009; Du, 2013).

۲-۲- باورهای دینی مدیران و هزینه سرمایه شرکت

پژوهش‌های تجربی صورت گرفته اخیر پیرامون نقش دینداری در تصمیم‌گیری شرکت‌ها دریافتند که دینداری عاملی بازدارنده در بروز رفتارهای فرصت‌طلبانه مدیران بوده و حتی تا حد زیادی مانع از ارتکاب اعمال غیرقانونی توسط آنان هنگام اتخاذ تصمیمات مربوط به گزارشگری مالی می‌گردد. به‌عنوان مثال، دایرننگ و همکاران (Dyrenge et al, 2012) دریافتند که شرکت‌های دارای مدیران مذهبی، از کیفیت اقلام تعهدی بالاتری برخوردار بوده و رفتارهای فرصت‌طلبانه مدیران در حوزه مدیریت سود به شدت کمتر و احتمال تجدید صورت‌های مالی و اجتناب مالیاتی بسیار پایین است. مک‌گویر و همکاران (McGuire et al, 2012) نیز بیان نمودند که احتمال تحریف گزارشگری مالی در شرکت‌های دارای مدیران مذهبی، به مراتب کمتر از سایر شرکت‌هاست.

بر پایه ادبیات نظری موجود، دینداری مدیران می‌تواند به دو دلیل باعث کاهش هزینه سرمایه شرکت گردد. نخست، از منظر حاکمیت شرکتی؛ دینداری به‌عنوان یک مکانیزم نظارتی اثربخش می‌تواند از طریق کنترل اجتماعی بر رفتار مدیران شرکت‌ها و محدود ساختن رفتار فرصت‌طلبانه آنان، نقش نظارتی حاکمیت شرکتی را پررنگ‌تر نموده و منجر به کاهش هزینه‌های سرمایه شرکت گردد (Grullon et al, 2010; El Ghouli et al, 2012). دوم، از منظر اعتماد؛ دینداری مدیران شرکت‌ها باعث افزایش میزان اعتماد سرمایه‌گذاران به شرکت گشته (Welch et al, 2007; Arrunˆada, 2010) و اعتماد خود منجر به کاهش عدم اطمینان سرمایه‌گذاران و افزایش مشارکت بازار می‌گردد (Guiso et al, 2008; Georganakos & Pasini, 2010). بنابراین سرمایه‌گذاران با ریسک اطلاعاتی کمتری روبه‌رو شده و در مواجهه با شرکت‌های دارای مدیران مذهبی، نرخ بازده کمتری را تقاضا می‌کنند (Renneboog & Spaenjers, 2011). بدین ترتیب، استدلال می‌شود که هزینه سرمایه در شرکت‌های دارای مدیران متدین، به مراتب پایین‌تر از سایر شرکت‌ها باشد. بر پایه این استدلال، القول و همکاران (El Ghouli et al, 2012) شواهدی مبنی بر وجود رابطه منفی بین باورهای دینی مدیران و هزینه سرمایه شرکت‌ها ارائه نمودند. به‌طور مشابه، هو و همکاران (Hu et al, 2018) نیز دریافتند که دینداری مدیران، باعث کاهش هزینه سرمایه شرکت‌ها می‌گردد. بنابراین، فرضیه پژوهش به شرح زیر بیان می‌گردد:

فرضیه پژوهش - باورهای دینی مدیران، هزینه سرمایه شرکت‌ها را کاهش می‌دهد.

۳- پیشینه پژوهش

هو و همکاران (Hu et al, 2018) تاثیر باورهای دینی مدیران بر هزینه سرمایه شرکت‌های حاضر در بورس سهام چین طی سال‌های ۲۰۰۷ تا ۲۰۱۴ را مورد بررسی قرار دادند. یافته‌های پژوهش حاکی از آن است که باورهای دینی قوی مدیران باعث کاهش هزینه سرمایه شرکت می‌شود. مونتنگرو (Montenegro, 2017) به بررسی رابطه دینداری و گزارشگری مالی شرکت‌های حاضر در کشور پرتغال بین سال‌های ۲۰۰۳ تا ۲۰۰۸ پرداخت. با انتخاب نمونه‌ای مشتمل بر ۷۸۱۷۷ شرکت-سال مشاهده، نتایج پژوهش نشان داد بین دینداری و مدیریت سود اقلام تعهدی رابطه منفی و معناداری وجود دارد. فریس و همکاران (Ferris et al, 2017) تاثیر سرمایه اجتماعی مدیریتی بر هزینه سرمایه شرکت‌ها را در ۵۲ کشور مختلف طی سال‌های ۱۹۹۹ تا ۲۰۱۲ بررسی نمودند. یافته‌های پژوهش آنان نشان داد که بین سرمایه اجتماعی و هزینه سرمایه رابطه منفی معناداری وجود دارد. لی و کای (Li & Cai, 2016) به بررسی ارتباط بین دینداری مدیران و ریسک سقوط قیمت سهام شرکت‌های چینی پرداختند. نمونه آماری این پژوهش شامل ۱۱۱۷۱ شرکت-سال مشاهده طی سال‌های ۲۰۰۳ تا ۲۰۱۳ بوده است. نتایج پژوهش حاکی از آن است که دینداری مدیران باعث کاهش ریسک سقوط قیمت سهام شرکت‌ها می‌گردد. دئو و همکاران (Du et al, 2015) به بررسی این موضوع پرداختند که آیا دین منجر به کاهش مدیریت سود می‌شود. نتایج پژوهش بیانگر آن است دین می‌تواند به عنوان مجموعه‌ای از هنجارهای اجتماعی منجر به کاهش رفتارهای غیر اخلاقی مدیران شرکت‌ها نظیر مدیریت سود شود. مازوتا و ولتری (Mazzotta & Veltri, 2014) رابطه بین حاکمیت شرکتی و هزینه سرمایه را برای نمونه‌ای متشکل از ۵۵۵ شرکت-سال مشاهده در بازار سرمایه ایتالیا مورد بررسی قرار دادند و دریافتند که حاکمیت شرکتی موجب کاهش هزینه سرمایه شرکت‌ها می‌گردد. لی و همکاران (Li et al, 2013) در پژوهشی تأثیر مسئولیت اجتماعی بر هزینه سرمایه شرکت‌های چینی را بررسی نمودند و به این نتیجه رسیدند که شرکت‌های دارای امتیاز مسئولیت‌پذیری اجتماعی بالاتر، هزینه سرمایه کمتری را متحمل می‌شوند. مک گویر و همکاران (McGuire et al, 2012) به بررسی تاثیر دین بر تخلفات گزارشگری مالی شرکت‌ها در بازار سرمایه آمریکا پرداختند و دریافتند که احتمال تخلفات گزارشگری مالی در شرکت‌هایی که در مناطق مذهبی فعالیت می‌کنند، نسبت به سایر شرکت‌ها کمتر است. دایرننگ و همکاران (Dyrenge et al, 2012) با انتخاب نمونه‌ای متشکل از ۵۷۳۴ شرکت حاضر در بورس سهام نیویورک طی سال‌های ۲۰۰۸-۱۹۹۶ به بررسی ارتباط بین هنجارهای

اجتماعی دین و گزارشگری مالی شرکت‌ها پرداختند و به این نتیجه رسیدند که اعتقادات دینی منجر به کاهش تجدید ارائه صورت‌های مالی شرکت‌ها می‌گردد.

صفری گرایلی و رضائی پیتونه‌نوئی (۱۳۹۶) به بررسی رابطه بین سطح دینداری مدیران با ریسک سقوط قیمت سهام شرکت و مطالعه اثر تعدیل‌کنندگی حاکمیت شرکتی بر این رابطه پرداختند. یافته‌های پژوهش حاکی از آن است که سطح دینداری مدیران موجب تمایل کمتر آن‌ها به پنهان نمودن اخبار بد شرکت شده که بروز چنین رفتاری، ریسک سقوط قیمت سهام شرکت‌ها را کاهش می‌دهد. علاوه بر این، نتایج نشان داد که حاکمیت شرکتی رابطه منفی بین دینداری و ریسک سقوط قیمت سهام شرکت‌ها را تضعیف می‌کند. وکیلی فرد و حسین‌پور (۱۳۹۶) به بررسی اثر شدت باورهای دینی حسابداران بر مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت‌ها پرداختند. در این پژوهش تعداد ۱۰۰ پرسشنامه در سال ۱۳۹۵ بین متخصصان حسابداری شهر تهران توزیع گردید. یافته‌های پژوهش نشان داد که حسابداران با باورهای دینی بیشتر، دیدگاه‌های متفاوتی نسبت به حسابداران با باورهای دینی کمتر دارند. علاوه بر این، حسابدارانی که مذهبی شناخته شدند (با توجه به شدت باورهای دینی) به مسئولیت‌پذیری اجتماعی در شرکت‌ها اهمیت بیشتری می‌دهند و در واقع تمایل بیشتری به رعایت اصول مسئولیت‌پذیری اجتماعی و رویه‌های آن در شرکت‌ها دارند. صالحی و همکاران (۱۳۹۶) عوامل مؤثر بر هزینه سرمایه سهام شرکت‌ها را بررسی نمودند. نتیجه پژوهش بیانگر تأثیر مستقیم و غیرمستقیم معنادار راهبری شرکتی و تأثیر غیرمستقیم معنادار ساختار رقابتی صنعت بر هزینه سرمایه است، به گونه‌ای که تأثیر مستقیم راهبری شرکتی قوی‌تر از تأثیر غیرمستقیم آن است. اما، تأثیر مستقیم ساختار صنعت بر هزینه سرمایه معنادار نبود. سپاسی و حسنی (۱۳۹۵) رابطه سطح دینداری مدیران با رفتار مدیریت سود را برای نمونه‌ای متشکل از ۱۶۵ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بررسی نمودند. نتایج بیانگر آن است که سطح دینداری مدیران با مدیریت سود اقلام تعهدی رابطه منفی و با مدیریت سود واقعی، رابطه مثبت معناداری دارد. ثقفی و همکاران (۱۳۸۹) به بررسی رابطه متغیرهای اساسی حسابداری و هزینه سرمایه شرکت‌ها پرداختند. در این پژوهش به منظور محاسبه هزینه سرمایه از سه الگوی گوردن^۳، اوهانلون و استیل^۴ و قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای^۵ استفاده گردید. نمونه تحقیق نیز شامل ۶۶ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های

3 Gordon

4 O' Hanlon and Steel

5 Capital Asset Pricing

۱۳۷۶ تا ۱۳۸۷ بود. یافته‌های پژوهش از رابطه میان هزینه سرمایه و برخی متغیرهای ریسک مبتنی بر ارقام حسابداری و در نتیجه از مفید بودن تحلیل بنیادی برای تعیین ریسک حمایت می‌کند. همان‌طور که در مباحث فوق نیز ملاحظه می‌گردد، پژوهش‌های متعددی به بررسی پیامدهای اقتصادی باورهای دینی مدیران پرداخته‌اند. با این حال، آن‌چه که این پژوهش را نسبت به سایر پژوهش‌ها متمایز می‌سازد، توجه به هزینه سرمایه به‌عنوان عاملی اثرگذار در ارزیابی عملکرد شرکت‌ها توسط سرمایه‌گذاران و یکی از پیامدهای اقتصادی مهم باورهای دینی مدیران است که تا کنون در بازار سرمایه ایران مورد توجه قرار نگرفته است. از این‌رو، پژوهش حاضر می‌تواند موجب غنای ادبیات نظری موجود در این حوزه گردد. علاوه بر این یافته‌های تحقیق حاضر می‌تواند به سایر فعالان اصلی بازار سرمایه ایران در اتخاذ تصمیمات بهینه در ارتباط با فعالیت تخصصی خود کمک شایانی نماید.

۴- روش شناسی تحقیق

تحقیق حاضر از نظر هدف، پژوهشی کاربردی و از حیث نحوه گردآوری داده‌ها از نوع تحقیقات توصیفی-همبستگی می‌باشد. همچنین، از نظر شیوه استدلال قیاسی-استقرایی بوده و به دلیل مطالعه داده‌های مربوط به یک مقطع زمانی خاص، روش تحلیل داده‌ها به صورت مقطعی و مبتنی بر روش تحلیل مسیر است. داده‌های پژوهش از لوح‌های فشرده آرشو آماری و تصویری سازمان بورس اوراق بهادار تهران، پایگاه اینترنتی بورس اوراق بهادار تهران، نرم افزار ره‌آورد نوین و داده‌های مربوط به باورهای دینی مدیران نیز با ارسال پرسشنامه به مدیران مالی شرکت‌های نمونه گردآوری گردید. جامعه آماری مورد مطالعه در این پژوهش شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در سال ۱۳۹۶ است. نمونه انتخابی تحقیق نیز شرکت‌هایی می‌باشند که مجموعه شرایط زیر را دارا باشند:

۱- شرکت‌هایی که از ابتدا تا انتهای سال ۱۳۹۶ در عضویت بورس اوراق بهادار باشند. همچنین، از آنجا که برای محاسبه متغیر هزینه سرمایه 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 ۵ ساله (سال‌های ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۶) در دسترس باشد.

۲- به منظور افزایش قابلیت مقایسه، سال مالی آنها منتهی به پایان اسفند ماه باشد.

۳- طی سال مذکور تغییر فعالیت یا تغییر سال مالی نداده باشند.

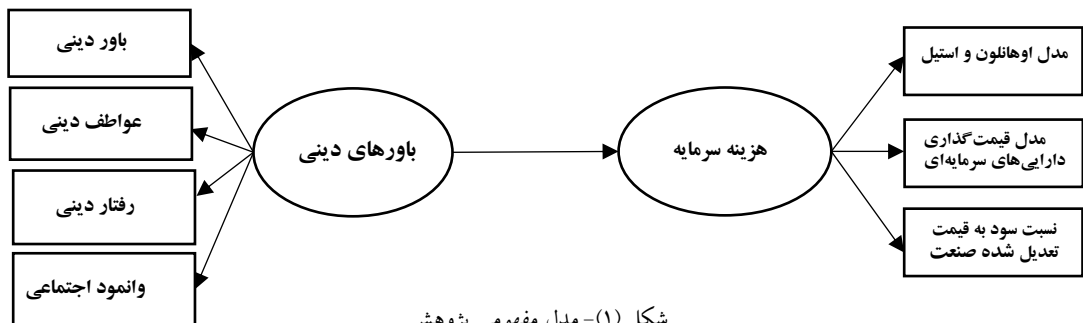
۴- جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری و واسطه‌گری مالی نباشند (شرکت‌های سرمایه‌گذاری به

علت تفاوت ماهیت فعالیت با بقیه شرکت‌ها در جامعه آماری منظور نشدند).

پس از اعمال محدودیت‌های فوق تعداد ۱۴۱ شرکت به عنوان نمونه تحقیق انتخاب شدند و پرسشنامه مذکور برای مدیران مالی این شرکت‌ها ارسال گردید که در نهایت پس از پیگیری‌های فراوان، ۹۲ پرسشنامه تکمیل و برگشت داده شد و به عنوان نمونه نهایی برای تجزیه و تحلیل استفاده گردید. تجزیه و تحلیل نهایی داده‌های گردآوری شده نیز با استفاده از روش مدل‌سازی معادلات ساختاری و نرم‌افزار PLS صورت گرفته است. مراحل انجام مدل‌سازی معادلات ساختاری بدین ترتیب است که ابتدا به بررسی برازش مدل (شامل برازش مدل‌های اندازه‌گیری، برازش مدل ساختاری و برازش مدل کلی) و سپس به آزمون فرضیه‌های پژوهش پرداخته می‌شود.

۵- مدل مفهومی و متغیرهای پژوهش

با توجه به مبانی نظری تحقیق، چارچوب مدل مفهومی پژوهش حاضر بر اساس رویکرد مدل‌سازی معادلات ساختاری در شکل (۱) ترسیم شده است.



شکل (۱)- مدل مفهومی پژوهش

۵-۱- متغیر مستقل

باورهای دینی مدیران به عنوان متغیر برونزا (مستقل) پژوهش حاضر در نظر گرفته شده است که برای سنجش آن از پرسشنامه استاندارد باورهای دینی خدایاری فرد و همکاران (۱۳۹۲) استفاده گردیده است. این پرسشنامه شامل ۴۰ سؤال و ۴ خرده مقیاس است که ۱۲ سؤال درباره باور دینی، ۱۲ سؤال در خصوص عواطف دینی، ۱۲ سؤال درباره رفتار دینی و ۴ سؤال در خصوص وانمود اجتماعی در نظر گرفته شده است. نمره‌گذاری پرسشنامه مذکور بر اساس مقیاس ۶ درجه‌ای لیکرت، از همیشه=۵ تا هرگز=۰ انجام شده است. شایان ذکر است که نمره بالا در هر یک از خرده مقیاس‌ها به معنای بالاتر بودن باورهای دینی گزارش شده است. به عبارتی هر چه نمره کل آزمودنی در این مقیاس بالاتر باشد، نشان‌دهنده میزان نگرش و باورهای بالای وی در خصوص اعتقادات دینی و مذهبی می‌باشد. در

نهایت، با تقسیم جمع امتیاز متعلق به هر پرسشنامه به کل امتیاز قابل اکتساب (۲۰۰)، شاخص باورهای دینی مدیران محاسبه می‌شود.

۵-۲- متغیر وابسته

متغیر وابسته در این پژوهش، هزینه سرمایه می‌باشد که به منظور محاسبه آن به پیروی از ثقفی و همکاران (۱۳۸۹) و حاجیها و سبحانی (۱۳۹۲) از سه روش اوهانلون و استیل، مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای و نسبت سود به قیمت تعدیل شده صنعت استفاده شده است.

مدل اوهانلون و استیل: در این مدل، هزینه سرمایه تنها با استفاده از اطلاعات واقعی محاسبه می‌شود که از طریق رگرسیون زیر بدست می‌آید:

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

به طوری که:

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

$DURG_{i,t}$: سرفلی 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

$0,ia$ نیز بدست می‌آید، که بیانگر هزینه سرمایه برآوردی شرکت می‌باشد. البته برای آن که $0,ia$ بتواند

به‌عنوان هزینه سرمایه شرکت تفسیر شود، باید ضرایب $0,ia$ و $1,ia$ در رگرسیون فوق مثبت باشد.

مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای: این مدل، بازده سهام را تابعی از ریسک بازار تلقی می‌کند

و بر رابطه زیر مبتنی است:

$$COE_{i,t} = R_{f,t} + \beta_{i,t} (R_{m,t} - R_{f,t}) \quad (2)$$

که در آن:

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

$R_{f,t}$: 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.

نسبت سود به قیمت سهام تعدیل شده صنعت: از تقسیم نسبت سود به قیمت سهام شرکت t در سال t به میانه سود به قیمت سهام صنعت (که از میانه سود به قیمت سهام شرکت‌های هر صنعت در نمونه مورد بررسی به دست می‌آید)، محاسبه می‌گردد. از این نسبت به عنوان شاخص هزینه سرمایه 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).

۶- یافته‌های پژوهش

۶-۱- جمعیت شناسی پژوهش

به منظور آشنایی با خصوصیات نمونه آماری، اطلاعات جمعیت شناسی پژوهش در جدول (۱) ارائه شده است. نتایج نشان می‌دهد که تعداد مدیران مالی مرد در شرکت‌های نمونه، بیشتر از تعداد مدیران مالی زن است. با توجه به سن مدیران مالی نیز می‌توان گفت که بیشتر مدیران مالی نمونه مورد بررسی بین ۴۰ تا ۵۰ سال را دارند. در ارتباط با میزان تجربه کاری مدیران مالی نیز حدود ۳۱ درصد مدیران مالی کمتر از ۱۰ سال و ۶۹ درصد آنان بیش از ۱۰ سال سابقه دارند.

جدول (۱)- جمعیت شناختی پژوهش

متغیر	متغیر فرعی	تعداد	درصد
جنسیت	مرد	۷۸	٪۸۵
	زن	۱۴	٪۱۵
سن	کمتر از ۳۰ سال	۵	٪۵
	بین ۳۰ تا ۴۰ سال	۳۱	٪۳۴
	بین ۴۰ تا ۵۰ سال	۴۸	٪۵۲
	بیشتر از ۵۰ سال	۸	٪۹
تجربه کاری	کمتر از ۱۰ سال	۲۹	٪۳۱
	بین ۱۰ تا ۲۰ سال	۴۳	٪۴۷
	بیشتر از ۲۰ سال	۲۰	٪۲۲

۶-۲- آمار توصیفی

جدول (۲)، آمار توصیفی متغیرهای مورد آزمون که شامل برخی شاخص‌های مرکزی و پراکندگی می‌باشد را نشان می‌دهد. همان‌طور که در این جدول ملاحظه می‌شود، مقادیر میانگین و میانه مربوط به پرسشنامه باورهای دینی مدیران به ترتیب برابر با ۰/۶۶۵ و ۰/۶۲۵ بوده که نشان می‌دهد سطح باورهای دینی مدیران شرکت‌های نمونه، بیش از حد متوسط می‌باشد. همچنین، میانگین هزینه سرمایه شرکت‌های مورد بررسی بر اساس سه روش اوهانلون و استیل، مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای و نسبت سود به قیمت تعدیل شده صنعت به ترتیب برابر با ۰/۴۳۶، ۰/۱۳۲ و ۰/۷۴۱ است.

جدول (۲) - آمار توصیفی مربوط به متغیرهای تحقیق

متغیر	نماد متغیر	میانگین	میانه	حداقل	حداکثر	انحراف معیار
باورهای دینی	REL	۰/۶۶۵	۰/۶۲۵	۰/۴۴۵	۰/۸۹۵	۰/۱۴۶
مدل اوهانلون و استیل	OSM	۰/۴۳۶	۰/۴۱۱	۰/۱۱۶	۱/۰۰۸	۰/۱۸۲
مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای	CPM	۰/۱۳۲	۰/۱۱۹	۰/۰۰۲	۱/۰۲۲	۰/۱۴۱
نسبت سود به قیمت تعدیل شده صنعت	IEP	۰/۷۴۱	۰/۶۸۴	-۰/۷۲۵	۲/۵۹۹	۰/۸۳۸

۶-۳- برازش مدل‌های اندازه‌گیری

در برازش مدل‌های اندازه‌گیری از سه معیار پایایی، روایی همگرا و روایی واگرا استفاده می‌شود. پایایی نیز از سه طریق، سنجش بارهای عاملی، آلفای کرونباخ و پایایی ترکیبی بررسی می‌گردد. مقدار ملاک برای مناسب بودن ضرایب بارهای عاملی، ۰/۴ می‌باشد (Hulland, 1999). با توجه به جدول (۳)، تمامی ضرایب بارهای عاملی از ۰/۴ بیشتر است که بیانگر مناسب بودن مدل‌های اندازه‌گیری مورد استفاده در این پژوهش می‌باشد.

جدول (۳) - بار عاملی هر یک از متغیرهای آشکار پژوهش

سازه‌ها	عنوان در مدل	زیر سازه	بار عاملی
باورهای دینی مدیران	REL	RBE	۰/۷۱۳
		REM	۰/۷۷۱
		RBH	۰/۵۷۱
		SOC	۰/۸۶۰
هزینه سرمایه	COE	CPM	۰/۹۴۲
		IEP	۰/۸۸۳
		OSM	۰/۹۵۷

ضرایب آلفای کرونباخ و پایایی ترکیبی نیز در صورتی که بالاتر از ۰/۷ باشد، حاکی از پایایی مناسب مدل می‌باشند (داوری و رضازاده، ۱۳۹۳). با توجه به جدول (۴) مقادیر مربوط برای تمامی سازه‌ها بالاتر از ۰/۷ بوده که نشان‌دهنده پایایی مناسب مدل‌های اندازه‌گیری پژوهش است.

جدول (۴) - ضرایب آلفای کرونباخ و پایایی ترکیبی متغیرهای پنهان

متغیرهای پنهان	عنوان در مدل	ضریب آلفای کرونباخ	ضریب پایایی ترکیبی
باورهای دینی مدیران	REL	۰/۹۱۸	۰/۹۴۸
هزینه سرمایه	COE	۰/۷۱۲	۰/۸۲۲

روایی همگرا، ابزار دیگری برای بررسی مدل‌های اندازه‌گیری است. روایی همگرا با استفاده از معیار AVE (میانگین واریانس استخراجی)، میانگین واریانس به اشتراک گذاشته شده بین هر سازه با متغیرهای (شاخص‌ها) خود را نشان می‌دهد. فورنل و لارکر (Fornell & Larcker, 1981) مقدار بحرانی برای این معیار را ۰/۵ معرفی نموده‌اند؛ بدین معنی که مقدار AVE بیشتر از ۰/۵ روایی همگرای قابل قبول را نشان می‌دهد (داوری و رضازاده، ۱۳۹۳). همان‌گونه که در جدول (۵) ملاحظه می‌شود، میانگین واریانس استخراجی برای تمامی متغیرهای پنهان، بیشتر از ۰/۵ بوده که بیانگر روایی همگرای مناسب مدل است.

جدول (۵) - میانگین واریانس استخراجی (AVE) متغیرهای پنهان

متغیرهای پنهان	عنوان در مدل	میانگین واریانس استخراجی	Communality
باورهای دینی مدیران	REL	۰/۸۶۱	۰/۸۶۱
هزینه سرمایه	COE	۰/۵۴۱	۰/۵۴۱

روایی واگرا، سومین معیار بررسی برازش مدل‌های اندازه‌گیری است که میزان همبستگی بین شاخص‌های یک سازه با آن سازه در مقابل همبستگی بین آن شاخص‌ها با سازه‌های دیگر را مقایسه می‌کند. با توجه به جدول (۶)، مقدار جذر میانگین مقادیر اشتراکی متغیرهای پنهان در پژوهش حاضر که در خانه‌های موجود در قطر اصلی ماتریس قرار گرفته‌اند، از مقدار همبستگی میان آن‌ها که در خانه‌های زیرین و چپ قطر اصلی ترتیب داده شده‌اند، بیشتر است. این بدان معناست که هر سازه در مدل تحقیق نسبت به دیگر سازه‌ها با شاخص‌های خود در تعامل بیشتری است. این موضوع، روایی واگرای مناسب و برازش مناسب مدل‌های اندازه‌گیری پژوهش را نشان می‌دهد.

جدول (۶) - ماتریس فورنل و لارکر جهت بررسی روایی واگرا

سازه‌ها	هزینه سرمایه	باورهای دینی مدیران
باورهای دینی مدیران		۰/۹۲۸
هزینه سرمایه	۰/۷۳۶	-۰/۶۰۲

با توجه به نتایج پایایی، روایی همگرا و روایی واگرا مشاهده می‌شود که مدل‌های اندازه‌گیری مدل معادلات ساختاری پژوهش به نحوی مطلوب، توانایی اندازه‌گیری متغیرهای پنهان پژوهش را دارند. لذا، در ادامه برازش مدل ساختاری پژوهش بررسی می‌گردد.

۶-۴- برازش مدل ساختاری

بخش مدل ساختاری بر خلاف مدل‌های اندازه‌گیری تحقیق، به متغیرهای آشکار کاری ندارد، بلکه تنها متغیرهای پنهان تحقیق همراه با روابط میان آن‌ها بررسی می‌شود. اولین معیار برای بررسی برازش مدل ساختاری در یک پژوهش، ضرایب R^2 مربوط به متغیرهای درون‌زا (وابسته) مدل است. R^2 معیاری است که نشان‌دهنده تاثیر یک متغیر برون‌زا بر یک متغیر درون‌زا بوده و سه مقدار ۰/۱۹، ۰/۳۳ و ۰/۶۷ به عنوان مقدار ملاک برای مقادیر ضعیف، متوسط و قوی R^2 در نظر گرفته می‌شود (داوری و رضازاده، ۱۳۹۳). مطابق با جدول (۷) مقدار R^2 برای متغیر درون‌زای پژوهش محاسبه شده است که با توجه به مقادیر ملاک، می‌توان مناسب بودن برازش مدل ساختاری پژوهش را تأیید نمود. لازم به ذکر است که این ضریب برای متغیرهای برون‌زا محاسبه نمی‌گردد.

جدول (۷) - نتایج معیار R^2 متغیر درون‌زا

متغیر درون‌زا	عنوان در مدل	R^2
هزینه سرمایه	COE	۰/۳۶۳

دومین معیار برای بررسی برازش مدل ساختاری پژوهش، مقدار Q^2 متغیرهای درون‌زای مدل است. این معیار قدرت پیش‌بینی مدل را مشخص می‌سازد. هینسلر و همکاران (۲۰۰۹) هر یک از سه مقدار ۰/۰۲، ۰/۱۵ و ۰/۳۵ برای این معیار را به ترتیب بیانگر قدرت پیش‌بینی ضعیف، متوسط و قوی در مورد سازه مربوطه معرفی نموده‌اند (داوری و رضازاده، ۱۳۹۳). با توجه به جدول (۸)، مقدار Q^2 متغیر درون‌زا، از ۰/۱۵ بیشتر شده است که نشان از قدرت پیش‌بینی قوی مدل دارد و برازش مناسب مدل ساختاری تحقیق را تأیید می‌کند.

جدول (۸) - نتایج معیار Q^2 در پیش‌بینی مدل

$Q^2 = 1 - \frac{SSE}{SSO}$	SSO	SSE	کل
۰/۳۴۳	۳۸۴	۲۵۲	هزینه سرمایه

۵-۶- برآزش مدل کلی

پس از بررسی برآزش مدل‌های اندازه‌گیری و مدل ساختاری، مدل کلی معادلات ساختاری پژوهش باید با استفاده از معیار نیکویی برآزش (GOF) بررسی گردد. مدل کلی شامل هر دو بخش مدل اندازه‌گیری و ساختاری می‌شود و با تایید برآزش آن، بررسی برآزش در یک مدل کامل می‌شود. برای بررسی برآزش مدل کلی، از معیار GOF به شرح رابطه زیر، استفاده می‌شود:

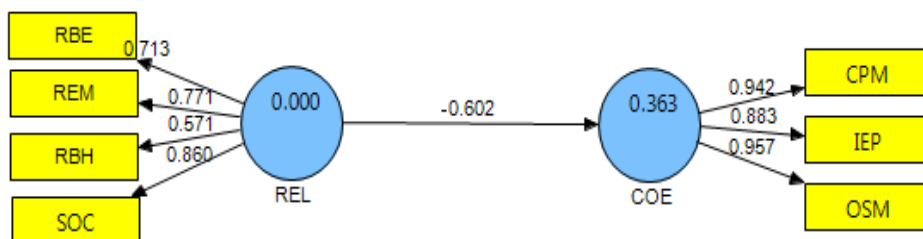
$$GOF = \sqrt{\overline{communalities} \times R^2}$$

که در آن:

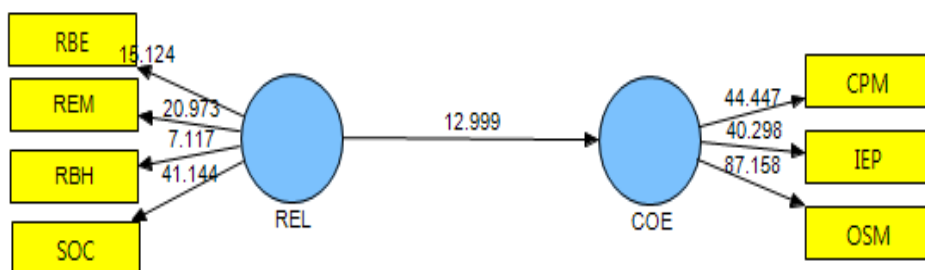
$\overline{Communalities}$: میانگین مقادیر اشتراکی متغیرهای پنهان و $\overline{R^2}$: میانگین مقادیر ضریب تعیین متغیرهای درون‌زای مدل است. سه مقدار ۰/۰۱، ۰/۲۵ و ۰/۳۶ به ترتیب به‌عنوان مقادیر ضعیف، متوسط و قوی برای GOF در نظر گرفته می‌شود. با توجه به این که مقدار بدست آمده برای مدل پژوهش، ۰/۵۰۴ است؛ لذا برآزش بسیار مناسب مدل کلی تحقیق تایید می‌شود.

۶-۶- نتایج آزمون فرضیه‌ها

پس از بررسی برآزش مدل‌های اندازه‌گیری و مدل ساختاری و داشتن برآزش مناسب مدل کلی و با توجه به شکل‌های (۲) و (۳) به بررسی نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش پرداخته می‌شود که نتایج آن در جدول (۹) ارائه شده است:



شکل (۲) - مدل پژوهش همراه با ضریب استاندارد شده مسیر



شکل (۳) - مدل پژوهش همراه با مقادیر t-values

جدول (۹) - نتایج مربوط به آزمون فرضیه پژوهش

مسیر	علامت اختصاری	ضریب مسیر	آماره t	نتیجه آزمون فرضیه
باورهای دینی <--- هزینه سرمایه	REL ---> COE	-۰/۶۰۲	۱۲/۹۹۹	پذیرش فرضیه

همان‌طور که در جدول فوق ملاحظه می‌شود ضریب مسیر بین نگرش باورهای دینی و هزینه سرمایه شرکت، منفی (۰/۶۰۲-) و آماره t آن (۱۲/۹۹۹) بزرگ‌تر از مقدار ۱/۹۶ بوده که حاکی از وجود رابطه منفی معنادار بین باورهای دینی مدیران شرکت و هزینه سرمایه آن‌ها می‌باشد. بر این اساس، فرضیه پژوهش پذیرفته می‌شود.

۷- نتیجه‌گیری و پیشنهادها

دینداری منبع اصلی بروز رفتارهای اخلاقی بوده و تاثیر غیرقابل انکاری بر رفتار افراد دارد. همچنین، دینداری نوعی کنترل اجتماعی بر رفتار افراد درون سازمان اعمال می‌نماید. بر این اساس، پژوهش‌های

مختلف صورت گرفته در حوزه‌های حسابداری و مالی رفتاری به بررسی پیامدهای اقتصادی باورها و باورهای دینی مدیران پرداخته‌اند. از این رو در پژوهش حاضر رابطه بین باورهای دینی مدیران با هزینه سرمایه شرکت به‌عنوان یکی از پیامدهای اقتصادی رفتار مدیران، مورد بررسی قرار گرفت.

نتایج آزمون فرضیه پژوهش بیانگر آن است که باورهای دینی مدیران، هزینه سرمایه شرکت‌ها را کاهش می‌دهد. در خصوص تأیید فرضیه مذکور می‌توان چنین استدلال نمود از آن‌جا که مدیران مذهبی بیشتر از سایر مدیران در صدد نهادینه کردن هنجارهای دینی و اخلاقی در شرکت هستند، لذا سرمایه‌گذاران در مواجهه با شرکت‌های دارای مدیران مذهبی با ریسک اطلاعاتی و عدم اطمینان کمتری روبه‌رو گشته و نرخ بازده کمتری را تقاضا می‌کنند که این کاهش نرخ بازده مورد انتظار سهامداران، هزینه سرمایه شرکت را کاهش می‌دهد. علاوه بر این، دینداری مدیران شرکت‌ها باعث افزایش میزان اعتماد سرمایه‌گذاران به شرکت گشته که این به نوبه خود از طریق کاهش عدم اطمینان و افزایش مشارکت سرمایه‌گذاران در بازار منجر به کاهش هزینه سرمایه شرکت‌ها می‌گردد. این نتایج با یافته‌های پژوهش القول و همکاران (El Ghoul et al, 2012) مبنی بر وجود رابطه منفی بین باورهای دینی مدیران و هزینه سرمایه شرکت، همخوانی دارد. هو و همکاران (Hu et al, 2018) نیز در پژوهش خود به نتایج مشابهی با این تحقیق دست یافته و بیان نمودند که هزینه سرمایه در شرکت‌های دارای مدیران متدین، به مراتب کمتر از سایر شرکت‌ها است.

بر اساس یافته‌های پژوهش حاضر، به سرمایه‌گذاران و تحلیل‌گران مالی پیشنهاد می‌گردد که هنگام تجزیه و تحلیل صورت‌های مالی در کنار متغیرهای مالی به باورهای دینی مدیران شرکت‌ها نیز توجه نموده و آن را به‌عنوان شاخص ریسک اطلاعاتی و عاملی موثر بر هزینه سرمایه شرکت‌ها در مدل‌های تصمیم‌گیری خود لحاظ نمایند. همچنین، به مجمع عمومی صاحبان سهام و هیئت مدیره شرکت‌ها پیشنهاد می‌گردد که با انتخاب مدیران مذهبی، هزینه سرمایه را کاهش دهند. علاوه بر این با توجه به نتایج تحقیق، از آنجا که دینداری مدیران باعث کاهش رفتار فرصت‌طلبانه آنان در فرآیند گزارشگری مالی می‌گردد، لذا به موسسات حسابرسی پیشنهاد می‌گردد که در ارزیابی خود از سطح ریسک شرکت صاحبکار و برنامه‌ریزی عملیات حسابرسی در کنار سایر عوامل، دینداری مدیران را نیز مدنظر قرار دهند. محدودیت اصلی پژوهش حاضر، محدودیت ذاتی پرسشنامه است که برای جمع‌آوری داده‌های مربوط به باورهای دینی مدیران از آن استفاده شده است. از مهم‌ترین محدودیت‌های پرسشنامه، می‌توان به میزان ادراک، تفسیر و تحلیل پاسخ دهندگان از موضوع اشاره نمود. به پژوهشگران آتی نیز توصیه می‌شود که تاثیر سایر ویژگی‌های شخصیتی نظیر توانایی مدیران

بر هزینه سرمایه شرکت‌ها بررسی گردد. همچنین، پیشنهاد می‌شود که نقش تعدیل‌کنندگی حاکمیت شرکتی به‌عنوان یکی از ابزارهای نظارتی بر رابطه بین باورهای دینی مدیران و هزینه سرمایه شرکت مورد مطالعه قرار گیرد.

منابع و مآخذ

۱. ایروانی، جواد. (۱۳۹۲). اسلام درباره اخلاق کار و تجارت چه می گوید؟، انتشارات دانشگاه علوم اسلامی رضوی، مشهد.
۲. ثقفی، علی؛ رحمانی، علی و معتمدی فاضل، مجید. (۱۳۸۹). هزینه سرمایه و متغیرهای حسابداری محرک ریسک، دانش حسابداری، ۱(۲)، ۹-۳۲.
۳. حاجیها، زهره؛ سبحانی، ندا. (۱۳۹۲). بررسی تاثیر کیفیت حسابرسی بر هزینه سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران، دانش حسابداری، ۴(۱۴)، ۱۲۹-۱۴۶.
۴. خدایاری فرد، محمد؛ شکوهی یکتا، محسن؛ غباری بناب، باقر؛ اکبری زردخانه، سعید؛ پاک‌نژاد، محسن؛ هومن، حیدرعلی. (۱۳۹۲). ساخت فرم کوتاه مقیاس دینداری برای جمعیت دانشجویی (گزارش پژوهشی)، تهران: دانشکده روانشناسی و علوم تربیتی دانشگاه تهران.
۵. داوری، علی و رضازاده، آرش. (۱۳۹۳). مدل‌سازی معادلات ساختاری با نرم‌افزار PLS، انتشارات جهاد دانشگاهی، تهران، چاپ دوم.
۶. رحمانی، علی؛ فلاح‌نژاد، فرهاد. (۱۳۸۹). تأثیر کیفیت ارقام تعهدی بر هزینه سرمایه سهام عادی، پژوهش‌های حسابداری مالی، ۲(۳)، ۱۷-۳۰.
۷. سپاسی، سحر؛ حسنی، حسن. (۱۳۹۵). رابطه باورهای دینی مدیران با رفتار مدیریت سود. فصلنامه حسابداری ارزشی و رفتاری، ۱(۲)، ۱۷-۴۰.
۸. سیف‌اللهی، مهدیه. (۱۳۸۸). بررسی مقایسه‌ای هوش هیجانی و نگرش مذهبی در دختران محروم از والدین با دختران معمولی شهر کرمان، پایان نامه کارشناسی ارشد روانشناسی عمومی، دانشگاه الزهراء.
۹. صالحی، حمید؛ سجادی، سید حسین؛ خدادادی، ولی و راسخ، عبدالرحمن. (۱۳۹۶). الگویابی عوامل مؤثر در هزینه سرمایه سهام عادی: شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران، مدیریت دارایی و تامین مالی، ۱۷، ۱۸۴-۱۶۷.
۱۰. صفری گرایلی، مهدی؛ رضائی پسته نوئی، یاسر. (۱۳۹۶). ارائه مدل رابطه دینداری مدیران و ریسک سقوط قیمت سهام با تأکید بر نقش تعدیلی حاکمیت شرکتی، فصلنامه حسابداری مالی، ۹(۳۵)، ۴۹-۷۲.
۱۱. فیروزصمدی، ملیحه؛ آقاجانی، طهمورث؛ شاطریان، فاطمه؛ شوقی، بهزاد و صادقی، جمال. (۱۳۹۲). ارتباط میان نگرش مذهبی و شایستگی اجتماعی والد-فرزندی با فراشناخت هیجانی

(مورد مطالعه: دبیرستان‌های شهر ساوه). فصلنامه مطالعات جامعه‌شناختی جوانان، ۴(۱۱)، ۱۱۰-۹۵.

۹۵.

۱۲. کریمی، عبدالعظیم. (۱۳۸۱). راهبردهای روانشناختی تبلیغ، قم، نشر اقامه نماز.

۱۳. نگارش، حمید. (۱۳۸۰). هویت دینی و انقطاع فرهنگی، مرکز تحقیقات اسلامی، نمایندگی ولی

فقیه در سپاه.

۱۴. وکیلی فرد، حمیدرضا، حسین پور، فاطمه. (۱۳۹۶). بررسی اثر شدت نگرش مذهبی حسابداران

بر مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت، فصلنامه حسابداری ارزشی و رفتاری، ۲(۳)، ۱۸۵-۲۱۴.

15. Agle, B.R., and H. Van Buren. (1999). God and Mammon: The Modern Relationship. *Business Ethics Quarterly* 9: 563-582.
16. Arrun~ada, B. (2010). Protestants and Catholics: Similar work ethic, different social ethic, *Economic Journal*, 120, 890-918.
17. Barro, R. J., & McCleary, R. M. (2003). Religion and economic growth across countries, *American Sociological Review*, 68, 760-781.
18. Benjamin, D. J., Choi, J. J., & Fisher, G. (2010). Religious identity and economic behavior. Working paper.
19. Calkins, M. (2000). Recovering Religion's Prophetic Voice for Business Ethics, *Journal of Business Ethics*, 23, 339-352.
20. Callen, J. L., and Fang, X. (2015). Religion and Stock Price Crash Risk. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 50(1/2), 169-195.
21. Du, X. (2013). Does religion matter to owner-manager agency costs? Evidence from China, *Journal of Business Ethics*, 118 (2), 319-347.
22. Du, X., Jian, W., Lai, S., Du, W., and Pei, H., (2015). Does religion mitigate earnings management? Evidence from China. *Journal of Business Ethics*, 131(3), 699-749.
23. Dyreng, S. D., Mayew, W. J., and Williams, C. D. (2012). Religious Social Norms and Corporate Financial Reporting. *Journal of Business Finance & Accounting*, 39 (8), 845-875.
24. El Ghouli, S., Guedhami, O., Ni, Y., Pittman, J., & Saadi, S. (2012). Does Religion Matter to Equity Pricing? *Journal of Business Ethics*, 111, 491-518.
25. Ferris, S. P., Javakhadzeb, D., & Rajkovic, T. (2017). The international effect of managerial social capital on the cost of equity, *Journal of Banking Finance*, 64, 69-84.

26. Fornell, C., Larcker, D. F. (1981). Evaluating structural equation models with unobservable variables and measurement error, *Journal of Marketing Research*, 18(1), 39-50.
27. Georgarakos, D., & Pasini, G. (2010). Trust, sociability and stock market participation, Working paper.
28. Grullon, G., G. Kanatas, and J. Weston (2010). Religion and Corporate (Mis) Behavior. Working paper, Rice University.
29. Guiso, L., Sapienza, P., & Zingales, L. (2008). Alfred Marshall Lecture social capital as good culture, *Journal of the European Economic Association*, 6, 295–320.
30. Hilary, G., & Hui, K. W. (2009). Does religion matter in corporate decision making in America? *Journal of Financial Economics*, 93, 455–473.
31. Hu, N., Chen, H., & Liu, M. (2018). Religious atmosphere and the cost of equity capital: Evidence from China, *China Journal of Accounting Research*, 11(2), 151–169.
32. Hulland, J. (1999). Use of partial least squares (PLS) in strategic management research: A review of four recent studies. *Strategic Management Journal*, 20(2), 195-204.
33. Kennedy, E.J., and L. Lawton. (1998). Religiousness and Business Ethics. *Journal of Business Ethics* 17: 163–175.
34. Li, S., Zhao, Y., Tong, J., (2013). Does a social responsibility report reduce the cost of equity capital?, *Accounting Research*, 9, 64–70.
35. Li, W. & Cai, G. (2016). Religion and stock price crash risk: Evidence from China. *China Journal of Accounting Research*, 9(3), 235–250.
36. Mazzotta, R., & Veltri, S. (2014). The relationship between corporate governance and the cost of equity capital: Evidence from the Italian stock exchange, *Journal of Management and Governance*, 18(2), 419–448.
37. McCleary, R. M., & Barro, R. J. (2006). Religion and economy, *Journal of Economic Perspectives*, 20, 49–72.
38. McGuire, S. T.; T. C. Omer; & N. Y. Sharp. (2012). The Impact of Religion on Financial Reporting Irregularities, *Accounting Review*, 87, 645–673.
39. Montenegro, T. M., (2017). Religiosity and corporate financial reporting: evidence from a European country. *Journal of Management, Spirituality & Religion*, 14 (1), 48-80.
40. Renneboog, L., & Spaenjers, C. (2011). Religion, economic attitudes, and household finance, *Oxford Economic Papers*.

41. Turner, J. H. (1997). *The Institutional Order*. New York, NY: Addison-Wesley Educational Publishers .
42. Welch, M. R., Sikkink, D., & Loveland, M. T. (2007). The radius of trust: Religion, social embeddedness and trust in strangers, *Social Forces*, 86, 23–46.

Managers' religious beliefs and Cost of capital: A Model with Islamic Finance Approach

Mehdi Safari Gerayli⁶
Yasser Rezaei Pitenoiei⁷

Abstract:

In recent years, religiosity as an important part of human culture has attracted the attention of many researchers. The present study thus employs structural equation modeling approach with the aim of investigating the relationship between managers' religious beliefs and corporate cost of capital. In doing so, three various methods including OSM, capital asset pricing model and earnings-to-adjusted industry price were employed to measure the cost of capital. To compute the religious beliefs, the questionnaire designed by Khodayarifard et al (2013) was used. The questionnaire of interest is sent to 141 managers, among which 92 ones were answered back. Having ensured the good-fitness of the structural and measurement models, the research found that manager' religious beliefs increases investors' trust and market participation, which, in turn, mitigates cost of capital. The research findings not only fill research gap within the domain of Islamic finance, but also help investors, capital market regulators and other stakeholders make informed decisions.

Keywords: Religiosity, Managers' Religious Beliefs, Cost Of Capital, Islamic Finance Approach, Structural Equation.

JEL Classification: N3, Z12, D63

6. Associate Professor Department of accounting, Bandargaz Branch, Islamic Azad University, Bandargaz, Iran. (Corresponding Author) safari83@yahoo.com

7. Assistant Professor of Accounting, University of Guilan, Rasht, Iran.