

The Effect of Voluntary Corporate Social Responsibility Disclosure on the Cost of Capital: The Moderating Role of CEO Overconfidence in Firms Listed on the Tehran Stock Exchange¹

Alireza Fazlzadeh², Vahid Ahmadian³, Sajad Naghdi⁴, Sahra Kalibari⁵

Received: 2024/06/20

Accepted: 2025/11/01

Research Paper

Abstract

Objective: Overconfident chief executive officers (CEOs) tend to overestimate their abilities, make riskier decisions, and direct corporate resources toward short-term profitable projects. This behavior often leads them to pay less attention to long-term and non-financial initiatives such as corporate social responsibility (CSR). On the other hand, CSR disclosure—especially voluntary disclosure—can improve a company's image, increase investor confidence, reduce information asymmetry, and consequently lower the cost of capital. However, CEO overconfidence may play a dual role in this relationship by either amplifying or weakening the influence of CSR disclosure. Therefore, the present study aims to investigate the effect of voluntary CSR disclosure on the cost of capital with an emphasis on the moderating role of CEO overconfidence in firms listed on the Tehran Stock Exchange (TSE).

Methods: This study is applied in purpose and descriptive-correlational in method. The statistical population included all companies listed on the Tehran Stock Exchange from 2016 to 2023. After applying screening criteria, 135 companies (equivalent to 1,080 firm-year observations) were selected as the final sample. Data were collected from audited financial statements and management commentary reports published on the Codal database. CSR disclosure was measured using the Kinder, Lydenberg, and Domini (KLD) framework

¹ 10.30466/JFCS.2025.55411.1007

². Associate Professor, Department of Economics, Management and Accounting, University of Tabriz, Tabriz, Iran. (Corresponding Author). (fazlzadeh@tabrizu.ac.ir).

³. Assistant Professor, Department of Economics, Management and Accounting, University of Tabriz, Tabriz, Iran.

⁴ Assistant Professor, Department of Economics, Management and Accounting, University of Tabriz, Tabriz, Iran.

⁵ Master of Business Administration, Finance, Department of Economics, Management and Accounting, University of Tabriz, Tabriz, Iran.

across four dimensions: employee relations, community involvement, product responsibility, and environmental protection. These activities were divided into voluntary and non-voluntary categories based on managerial discretion. CEO overconfidence was measured using the degree of overinvestment, following the asset growth-to-sales growth model. The cost of capital was calculated as the weighted average cost of debt and equity. The hypotheses were tested using multiple regression and panel data analysis, controlling for industry and year effects to ensure robustness.

Results: The results indicate a significant and negative relationship between CSR disclosure and the cost of capital. Firms with higher levels of CSR disclosure experience lower financing costs, primarily because CSR transparency reduces information asymmetry and perceived investment risk among investors. When CSR is divided into voluntary and non-voluntary disclosure, both types show a negative association with the cost of capital; however, the effect of voluntary CSR disclosure is stronger and statistically more significant. Moreover, the moderating role of CEO overconfidence was confirmed. Overconfidence strengthens the negative effect of voluntary CSR disclosure on the cost of capital, implying that this behavioral trait enhances the positive influence of transparency on reducing financing costs. In contrast, CEO overconfidence does not significantly affect the relationship between non-voluntary CSR disclosure and the cost of capital. These findings suggest that managerial behavioral traits can magnify the effectiveness of voluntary CSR disclosure in improving financing conditions.

Conclusion: According to the results, companies that voluntarily and transparently disclose their CSR activities tend to face lower capital costs. Broader CSR disclosure builds investor trust and reduces their required rate of return, thereby decreasing firms' financing expenses. CEO overconfidence plays an essential role in this relationship. Although overconfidence can lead to risky decisions, it may also convey a signal of managerial assurance and long-term commitment when accompanied by transparent CSR reporting—ultimately reducing perceived risk and the cost of capital.

Innovation: The main innovation of this study lies in highlighting the behavioral characteristics of managers, particularly CEO overconfidence, as a moderating factor that explains differences in the impact of voluntary CSR disclosure on the cost of capital. By combining insights from behavioral finance and non-financial disclosure research, this study provides a novel understanding of how managerial traits affect corporate financing outcomes. Practically, companies are encouraged to adopt proactive CSR disclosure strategies emphasizing clarity, social engagement, and accountability to strengthen investor confidence and reduce financing costs. Furthermore, regulators and institutional investors can use behavioral indicators such as CEO overconfidence to assess the credibility of corporate disclosures and predict financing risks. This study offers a new perspective for future research in emerging markets by integrating managerial psychology with financial and non-financial disclosure mechanisms.

Keywords: Voluntary and non-voluntary CSR disclosure, CEO overconfidence, cost of capital, Tehran Stock Exchange.

تأثیر افشای مسئولیت اجتماعی اختیاری بر هزینه سرمایه با نقش تعدیل‌گری بیش‌اعتمادی مدیرعامل در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران^۱

علیرضا فضل‌زاده^۲، وحید احمدیان^۳، سجاد نقدی^۴، صحرا کلیری^۵

تاریخ دریافت: ۱۴۰۳/۰۳/۳۱

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۴/۰۸/۱۰

مقاله پژوهشی

چکیده

هدف: مدیران عامل با اعتمادبه‌نفس بیش‌ازحد معمولاً توانایی‌های خود را بیش از حد واقعی ارزیابی می‌کنند، تصمیمات پرریسک‌تری اتخاذ می‌نمایند و منابع مالی شرکت را به سمت پروژه‌های سودآور و کوتاه‌مدت هدایت می‌کنند. این رفتار می‌تواند باعث کاهش تمایل آنان به سرمایه‌گذاری در فعالیت‌های مسئولیت اجتماعی شرکتی (CSR) شود که ماهیت بلندمدت و غیرمالی دارند. از سوی دیگر، مسئولیت اجتماعی شرکتی و افشای داوطلبانه آن می‌تواند با بهبود تصویر شرکت، افزایش اعتماد سرمایه‌گذاران، و کاهش عدم‌تقارن اطلاعاتی منجر به کاهش هزینه سرمایه گردد. در چنین شرایطی، بیش‌اعتمادی مدیرعامل ممکن است در این رابطه نقش دوگانه‌ای ایفا کند. بر همین اساس، هدف این پژوهش بررسی تأثیر افشای مسئولیت اجتماعی اختیاری شرکتی بر هزینه سرمایه و تحلیل نقش تعدیل‌گر بیش‌اعتمادی مدیرعامل در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است.

روش: پژوهش حاضر از نظر هدف، کاربردی و از نظر روش، توصیفی-همبستگی است. جامعه آماری شامل شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۵ تا ۱۴۰۲ بوده و پس از اعمال معیارهای غربال‌گری، ۱۳۵ شرکت (معادل ۱۰۸۰ شرکت-سال) انتخاب شد. داده‌ها از صورت‌های مالی حسابرسی‌شده و گزارش‌های تفسیری مدیریت استخراج

^۱ 10.30466/JFCS.2025.55411.1007

^۲ دانشجویار، گروه حسابداری، دانشکده اقتصاد، مدیریت و حسابداری، دانشگاه تبریز، تبریز، ایران. (نویسنده مسئول).

(fazlzadeh@tabrizu.ac.ir).

^۳ استادیار، گروه حسابداری، دانشکده اقتصاد، مدیریت و حسابداری، دانشگاه تبریز، تبریز، ایران.

^۴ استادیار، گروه حسابداری، دانشکده اقتصاد، مدیریت و حسابداری، دانشگاه تبریز، تبریز، ایران.

^۵ کارشناس ارشد مدیریت کسب‌وکار، دانشکده اقتصاد، مدیریت و حسابداری، دانشگاه تبریز، تبریز، ایران.

شد. افشای مسئولیت اجتماعی با استفاده از چارچوب KLD در چهار بعد روابط کارکنان، جامعه، محصول و محیط زیست سنجیده شد و بر اساس میزان اختیاری یا غیراختیاری بودن فعالیت‌ها به دو بخش تفکیک گردید. بیش‌اعتمادی مدیرعامل با شاخص سرمایه‌گذاری بیش از حد بر مبنای مدل رشد دارایی‌ها نسبت به رشد فروش اندازه‌گیری شد. هزینه سرمایه نیز بر اساس میانگین موزون هزینه بدهی و حقوق صاحبان سهام محاسبه گردید. داده‌ها با بهره‌گیری از مدل رگرسیون داده‌های ترکیبی و با کنترل اثر صنعت و سال تحلیل شدند.

یافته‌ها: نتایج تحلیل‌ها نشان داد که افشای مسئولیت اجتماعی شرکتی رابطه منفی و معناداری با هزینه سرمایه دارد؛ به‌طوری‌که افزایش سطح افشای مسئولیت اجتماعی، موجب کاهش هزینه تأمین مالی شرکت‌ها می‌شود. تفکیک مسئولیت اجتماعی به دو نوع اختیاری و غیراختیاری نیز بیانگر آن بود که هر دو نوع افشا باعث کاهش هزینه سرمایه می‌شوند، اما اثر افشای اختیاری قوی‌تر و از لحاظ آماری معنادارتر است. افزون بر این، نقش تعدیل‌گر بیش‌اعتمادی مدیرعامل تأیید شد؛ به این معنا که بیش‌اعتمادی مدیرعامل اثر منفی افشای اختیاری مسئولیت اجتماعی بر هزینه سرمایه را تقویت می‌کند. در مقابل، این ویژگی رفتاری در رابطه میان افشای غیراختیاری و هزینه سرمایه تأثیر معناداری ندارد. این یافته نشان می‌دهد که ویژگی‌های شخصیتی مدیرعامل می‌تواند اثربخشی افشاهای داوطلبانه را در بهبود شرایط تأمین مالی شرکت‌ها افزایش دهند.

نتیجه‌گیری: بر اساس نتایج، شرکت‌هایی که در زمینه مسئولیت اجتماعی عملکرد شفاف‌تر و داوطلبانه‌تری دارند، از هزینه سرمایه پایین‌تری برخوردارند؛ زیرا افشای گسترده‌تر CSR، عدم تقارن اطلاعاتی را کاهش داده و اعتماد سرمایه‌گذاران را تقویت می‌کند. این امر سبب می‌شود سرمایه‌گذاران نرخ بازده مورد انتظار خود را کاهش دهند و هزینه تأمین مالی شرکت کمتر شود. همچنین، بیش‌اعتمادی مدیرعامل در این رابطه نقش مهمی دارد. این ویژگی رفتاری، هرچند ممکن است منجر به تصمیمات پرریسک شود، اما در حضور افشای داوطلبانه و مؤثر CSR می‌تواند پیام مثبتی از اعتماد مدیریت به توانایی و پایداری شرکت به بازار منتقل کند و به‌صورت غیرمستقیم هزینه سرمایه را کاهش دهد.

نواآوری: نوآوری اصلی پژوهش در تمرکز بر ویژگی‌های رفتاری مدیران عامل، به‌ویژه بیش‌اعتمادی، به‌عنوان عامل توضیح‌دهنده تفاوت در اثرگذاری افشای اختیاری مسئولیت اجتماعی بر هزینه سرمایه است. این مطالعه با ترکیب دو حوزه مالی رفتاری و افشای غیرمالی، دیدگاهی جدید نسبت به چگونگی تأثیر رفتار مدیران بر تصمیمات تأمین مالی ارائه می‌دهد. از منظر کاربردی، یافته‌ها بیانگر آن است که شرکت‌ها باید سیاست‌های افشای داوطلبانه مسئولیت اجتماعی را در دستور کار قرار دهند و گزارش‌های CSR خود را به‌صورت شفاف، منظم و با تأکید بر جنبه‌های اجتماعی و محیط‌زیستی تدوین کنند. همچنین، نهادهای ناظر و سرمایه‌گذاران نهادی می‌توانند از شاخص‌های رفتاری مدیران، نظیر بیش‌اعتمادی، در ارزیابی اعتبار افشاهای شرکتی و پیش‌بینی هزینه سرمایه بهره‌گیرند. این پژوهش می‌تواند مبنایی برای تحقیقات آتی در زمینه ترکیب ویژگی‌های شخصیتی مدیران و سازوکارهای افشای اطلاعات غیرمالی در بازارهای نوظهور باشد.

واژه‌های کلیدی: افشای اختیاری و غیراختیاری مسئولیت اجتماعی، بیش‌اعتمادی مدیرعامل، هزینه سرمایه، بورس اوراق بهادار تهران.

مقدمه

تقاضای فزاینده ذینفعان از شرکت‌ها برای پذیرش مسئولیت‌های اجتماعی، شرکت‌ها را با مسئولیت‌های زیست‌محیطی و اجتماعی درگیر کرده است. مسئولیت‌های اجتماعی به انجام فعالیت‌هایی در راستای منافع ذینفعان مانند سهامداران، مشتریان، سرمایه‌گذاران و عموم جامعه اشاره دارد (مرنجوری و علیخانی^۱، ۲۰۱۴). این مسئولیت‌ها می‌توانند با کاهش ریسک‌های شرکت‌ها همراه باشند (اکبری و همکاران، ۱۳۹۵). مدیران معمولاً در پروژه‌های مسئولیت اجتماعی سرمایه‌گذاری می‌کنند تا وظایف خود را در قبال ذینفعان انجام دهند (ایل گوئل و همکاران^۲، ۲۰۱۱). برخی مدیران نیز از مسئولیت اجتماعی به عنوان ابزاری برای تقویت روابط تجاری و کاهش ریسک‌های درک‌شده توسط سرمایه‌گذاران استفاده می‌کنند (چوینگ و پوک^۳، ۲۰۱۹). با این حال، تعدادی از مدیران به دلیل خوش‌بینی بیش‌ازحد خود، تمایل دارند توانایی‌های خود را اغراق کنند و انتظار دارند که تصمیمات آن‌ها نتایج بهتری در پی داشته باشد، درحالی که در عمل چنین انتظاراتی ممکن است تحقق نیابد (بهنداری و دیوز^۴، ۲۰۰۶). این اغراق باعث می‌شود که مدیران ریسک‌های مرتبط با سیاست‌های شرکت را دست کم بگیرند (براون و سارما^۵، ۲۰۰۷).

تئوری تعالی سازمانی بیان می‌کند که ویژگی‌های شخصیتی مدیران بر رفتار سازمان‌ها تأثیرگذار است (همبریک و میسون^۶، ۱۹۸۴). مدیران عامل با اعتماد به نفس بیش‌ازحد معمولاً توانایی‌های درآمدزایی شرکت خود را بیشتر از آنچه که هستند ارزیابی می‌کنند و همین امر باعث ایجاد تفاوت بین درآمدهای مورد انتظار و عملکرد واقعی شرکت می‌شود (گوئل و تاکور^۷، ۲۰۰۸). این اختلاف می‌تواند منجر به تغییر در گزارش‌های مالی به منظور برآورده کردن انتظارات مدیران شود (هریبار و یانگ^۸، ۲۰۱۶). همچنین مدیران با اعتماد به نفس بیش‌ازحد، تمایل دارند که ریسک‌ها و زیان‌های احتمالی را کمتر از آنچه که واقعاً هستند برآورد کنند و در نتیجه، با خوش‌بینی بیش‌ازحد خود، تلاش می‌کنند که ارزش شرکت را بالا ببرند. این پدیده موجب کاهش افشای مسئولیت‌پذیری اجتماعی در شرکت‌ها می‌شود (بن-دایوید و همکاران^۹، ۲۰۱۳).

¹ Maranjury & Alikhani

² El Ghoul et al.

³ Cheung & Pok

⁴ Bhandari, & Deaves

⁵ Brown & Sarma

⁶ Hambrick & Mason

⁷ Goel & Thakor

⁸ Hribar & Yang

⁹ Ben-David et al.

شرکت‌هایی که سطح افشای مسئولیت اجتماعی بالاتری دارند، معمولاً هزینه‌های سرمایه‌گذاری خود را کاهش می‌دهند، چراکه با جذب سرمایه‌گذاران نهادی، ریسک‌های درک‌شده توسط سهامداران کاهش می‌یابد (تی سانگ و دمیرکن^۱، ۲۰۲۱). شارفمن و فرناندو^۲ (۲۰۰۸) نشان داده‌اند که شرکت‌های با مسئولیت اجتماعی بیشتر، ریسک درک‌شده کمتری دارند و به همین دلیل هزینه سرمایه آن‌ها پایین‌تر است. علاوه بر این، افشای اطلاعات مربوط به مسئولیت اجتماعی می‌تواند عدم تقارن اطلاعاتی بین سرمایه‌گذاران را کاهش دهد (چو و همکاران^۳، ۲۰۱۳). طبق پیش‌بینی‌های نظری، کاهش هزینه سرمایه یکی از دلایلی است که شرکت‌ها تمایل به افشا و شفافیت بیشتر دارند (بیلیو و همکاران^۴، ۲۰۰۶) و کیفیت افشای اطلاعات مالی و غیرمالی می‌تواند هزینه سرمایه را کاهش دهد (حساس یگانه و همکاران، ۱۳۹۷).

بیش‌اعتمادی مدیران می‌تواند از دو جنبه به مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها تأثیر بگذارد. اول اینکه مدیران با اعتمادبه‌نفس زیاد، تمایل دارند که تقاضای سرمایه بیشتری برای تأمین مالی پروژه‌های خود داشته باشند، و این امر باعث می‌شود که سرمایه‌گذاری‌های سودآور را در اولویت قرار دهند و منابع کمتری را به پروژه‌های مسئولیت اجتماعی اختصاص دهند (ریچاردسون^۵، ۲۰۰۶). دوم اینکه، این مدیران ریسک‌های سرمایه‌گذاری را دست‌کم می‌گیرند که منجر به کاهش مسئولیت اجتماعی به عنوان ابزاری برای کاهش ریسک می‌شود (مک‌کارتی و همکاران^۶، ۲۰۱۷). بر اساس این استدلال، می‌توان نتیجه گرفت که مدیران با اعتمادبه‌نفس بیش‌ازحد تمایل دارند منابع کمتری را به مسئولیت اجتماعی اختصاص دهند (تای سانگ و دمیرکن، ۲۰۲۱). برای بررسی بیشتر تأثیر مسئولیت اجتماعی بر هزینه سرمایه، مسئولیت اجتماعی شرکتی به دو دسته غیراختیاری و اختیاری تقسیم می‌شود. مسئولیت اجتماعی غیراختیاری به فعالیت‌هایی اطلاق می‌شود که تحت تأثیر عوامل اقتصادی قرار دارند، مانند هزینه‌های مرتبط با رشد کارکنان در شرکت‌هایی که نیروی انسانی بیشتری دارند (لیز و همکاران^۷، ۲۰۱۵). مسئولیت اجتماعی اختیاری شامل فعالیت‌هایی است که تحت اختیار مدیران است، مانند آموزش‌ها یا برنامه‌های مبارزه با بیکاری (کارول^۸، ۱۹۹۱). هر دو نوع مسئولیت اجتماعی، منابع شرکت را برای کاهش ریسک سرمایه‌گذاری اختصاص می‌دهند، اما

¹ Tseng & Demirkan

² Sharfman & Fernando

³ Cho et al.

⁴ Bailey et al.

⁵ Richardson

⁶ McCarthy et al.

⁷ Lys et al.

⁸ Carroll

سرمایه گذاران به مسئولیت اجتماعی غیراختیاری بیشتر اعتماد دارند، زیرا مسئولیت اجتماعی اختیاری ممکن است به دلیل فرصت طلبی یا تعصب مدیریتی کمتر معتبر باشد (کاهان و همکاران^۱، ۲۰۱۵). با توجه به اولویت پایین مدیران با اعتماد به نفس بیش از حد برای پروژه های مسئولیت اجتماعی، احتمال کاهش عملکرد مسئولیت اجتماعی و نگرانی سرمایه گذاران در مورد تخصیص منابع به پروژه های غیر واقعی وجود دارد (لیز و همکاران، ۲۰۱۵). عملکرد ضعیف مسئولیت اجتماعی نشان دهنده دست کم گرفتن ریسک های مرتبط با ذینفعان است و موجب افزایش نگرانی های سرمایه گذاران از ریسک پذیری بیش از حد مدیران می شود، که در نهایت هزینه سرمایه شرکت را کاهش می دهد (کلی و همکاران^۲، ۲۰۱۹). با توجه به این مطالب، بررسی تأثیر افشای مسئولیت اجتماعی اختیاری بر هزینه سرمایه و نقش تعدیل گری اعتماد به نفس بیش از حد مدیران در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، ضروری به نظر می رسد.

پیشینه پژوهش

در مطالعات مختلفی که در زمینه رابطه بین مسئولیت اجتماعی، بیش اعتمادی مدیران و هزینه سرمایه انجام شده است، نتایج متفاوتی به دست آمده است. هونگ^۳ (۲۰۲۴) نشان داد که شهرت شرکتی ارتباط منفی با هزینه سرمایه دارد و مدیران با بیش اعتمادی می توانند تأثیر منفی شهرت شرکتی بر هزینه سرمایه را تقویت کنند. سیتیوان و یونیتا^۴ (۲۰۲۳) نیز در مطالعه خود نشان دادند که افشای مسئولیت اجتماعی شرکتی تأثیر منفی بر هزینه سرمایه دارد و می تواند به کاهش هزینه های تأمین مالی کمک کند. موندی و کواری^۵ (۲۰۲۲) به تأثیر بیش اعتمادی مدیران بر تصمیمات ساختار سرمایه اشاره کردند و نشان دادند که این مدیران ترجیح می دهند از بدهی به جای حقوق صاحبان سهام استفاده کنند. گونزالس و همکاران^۶ (۲۰۲۲) نیز تأکید کردند که عملکرد زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیتی (ESG) تأثیرات متنوعی بر هزینه سرمایه دارد، به ویژه در ارتباط با هزینه حقوق صاحبان سهام. تسنگ و دمیرکن (۲۰۲۱) همچنین نشان دادند که بیش اعتمادی مدیرعامل و مسئولیت اجتماعی به طور مشترک تأثیر منفی بر هزینه سرمایه دارند. علاوه بر این این مطالعه نشان می دهد که بیش اعتمادی مدیرعامل، تفاوت های معناداری بین مسئولیت اجتماعی شرکت اختیاری و غیر اختیاری در کاهش هزینه سرمایه ایجاد می کند. در نهایت، یه و همکاران^۷ (۲۰۲۰) بر

¹ Cahan et al.

² Kelley et al.

³ Hong

⁴ Setiawan & Yunita

⁵ Mundi & Kaur

⁶ Gonçalves et al.

⁷ Yeh et al.

تأثیر مسئولیت اجتماعی بر هزینه سرمایه در چین متمرکز شدند و دریافتند که شرکت‌های چینی با عملکرد بالاتر مسئولیت اجتماعی می‌توانند هزینه بدهی خود را کاهش دهند.

در ایران نیز جفائی رهنی و صالحی (۱۴۰۳) نشان دادند که کیفیت سیستم کنترل داخلی و افشای اختیاری با هزینه سرمایه رابطه معناداری دارند و کیفیت کنترل داخلی تأثیر افشای اختیاری را بر هزینه سرمایه تعدیل می‌کند. شقاقی و مشایخ (۱۴۰۲) به بررسی رابطه بین بیش‌اعتمادی مدیران و مسئولیت اجتماعی پرداخته و دریافتند که بیش‌اعتمادی مدیران تأثیر مثبتی بر مسئولیت اجتماعی دارد و رابطه آن را با عملکرد شرکت تضعیف می‌کند. در پژوهش دیگری، معدنی‌پور و سعیدی (۱۴۰۱) نشان دادند که بیش‌اعتمادی مدیرعامل تأثیر معکوسی بر مسئولیت اجتماعی شرکت دارد و نمی‌تواند ارتباط معکوس بین مسئولیت اجتماعی و هزینه سرمایه سهام را تقویت کند. رحمانیان کوشککی و ایمان روی (۱۴۰۰) نشان دادند که بیش‌اعتمادی مدیرعامل تأثیر معناداری بر مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها دارد و مالکیت نهادی رابطه بین آن‌ها را تعدیل می‌کند. خواجه‌وی و همکاران (۱۴۰۰) نیز نشان دادند که هر دو بیش‌اعتمادی مدیران و مسئولیت‌پذیری اجتماعی تأثیر معکوس و معناداری بر هزینه سرمایه دارند. در نهایت، ایمانی (۱۳۹۹) نشان داد که افشای مسئولیت اجتماعی و اخلاقی با هزینه حقوق صاحبان سهام رابطه منفی و معناداری دارد و مالکیت مدیران تأثیر منفی بر این رابطه دارد. به طور کلی، این پژوهش‌ها بر اهمیت تأثیر ویژگی‌های شخصیتی مدیران و مسئولیت اجتماعی بر تصمیمات مالی و ساختار سرمایه تأکید دارند و تأثیرات مختلف عوامل مدیریتی و مالکیتی را بر هزینه سرمایه مورد بررسی قرار داده‌اند.

تفاوت پژوهش حاضر در مقایسه با مطالعات پیشین در این است که به‌طور خاص به بررسی تأثیر افشای مسئولیت اجتماعی اختیاری بر هزینه سرمایه می‌پردازد و نقش تعدیل‌گر بیش‌اعتمادی مدیران را در این رابطه تحلیل می‌کند. درحالی‌که بسیاری از پژوهش‌های قبلی بر روی ارتباط عمومی میان مسئولیت اجتماعی و هزینه سرمایه، یا تأثیر بیش‌اعتمادی مدیران بر تصمیمات مالی متمرکز شده‌اند، مطالعه حاضر به ابعاد خاص‌تری از این روابط توجه دارد و تلاش می‌کند تا نشان دهد که چگونه افشای مسئولیت اجتماعی اختیاری و بیش‌اعتمادی مدیران به‌صورت مشترک بر هزینه سرمایه تأثیر می‌گذارند. علاوه بر این، درحالی‌که برخی از پژوهش‌ها به تأثیرات منفی یا مثبت مسئولیت اجتماعی و بیش‌اعتمادی مدیران بر هزینه سرمایه اشاره کرده‌اند، این پژوهش با توجه به ویژگی‌های خاص مسئولیت اجتماعی اختیاری و نقش تعیین‌کننده رفتارهای مدیریتی، به تفاوت‌های موجود در این روابط پرداخته و بر تأثیرات پیچیده‌تری که ممکن است این دو عامل بر هزینه‌های تأمین مالی داشته باشند، تأکید می‌کند. همچنین، نقش تعدیل‌گر

بیش اعتمادی مدیران در رابطه بین مسئولیت اجتماعی اختیاری و هزینه سرمایه در پژوهش‌های گذشته کمتر مورد توجه قرار گرفته است، و این نقطه نظر از نوآوری‌های اصلی پژوهش حاضر به شمار می‌رود.

مبانی نظری و توسعه فرضیه‌ها

مسئولیت اجتماعی شرکتی ارزش سهامداران را از چند جهت افزایش می‌دهد. وادوک و گریوز^۱ (۱۹۹۷) نشان می‌دهند که عملکرد اجتماعی شرکت به‌طور مثبت با عملکرد مالی گذشته و آینده شرکت مرتبط است. گرگوری و همکاران^۲ (۲۰۱۶) دریافتند که سرمایه‌گذاری‌های مسئولیت اجتماعی شرکتی ارتباط ارزشی را از طریق افزایش مداوم درآمد فراهم می‌کنند. مک کارتی و همکاران (۲۰۱۷) نشان می‌دهد که مخارج مسئولیت اجتماعی شرکتی به سرمایه‌گذاران کمک می‌کند تا شرکت‌هایی را که با ارزش‌ها و نگرش‌های آنان در مورد ریسک همسو هستند شناسایی کنند. دالیوال و همکاران^۳ (۲۰۱۱) دریافتند که شرکت‌هایی با عملکرد مسئولیت اجتماعی شرکتی برتر هزینه سرمایه سهام را از طریق جذب سرمایه‌گذاران نهادی کاهش می‌دهند.

به‌طور کلی می‌توان دریافت که مسئولیت اجتماعی شرکتی (CSR) و افشای آن نقش مهمی در بهبود عملکرد مالی و کاهش هزینه سرمایه شرکت‌ها دارد. پژوهش‌های متعددی از جمله مطالعات خارجی نشان داده‌اند که شرکت‌هایی که به‌صورت مؤثر فعالیت‌های مسئولیت اجتماعی خود را افشا می‌کنند، اعتماد سرمایه‌گذاران را جلب کرده و در نتیجه هزینه سرمایه آن‌ها کاهش می‌یابد. به‌عنوان مثال، طبق تحقیقات انجام‌شده توسط دالیوال و همکاران (۲۰۱۱)، افشای مسئولیت اجتماعی باعث بهبود اطلاعات غیرمالی و افزایش شفافیت می‌شود که این امر به کاهش ریسک سرمایه‌گذاری و افزایش علاقه سرمایه‌گذاران نهادی منجر می‌شود. همچنین، مطالعات داخلی همچون محمدحسینی (۱۴۰۰) و موسوی و عظیمی آشتیانی (۱۴۰۰)، نیز تأکید دارند که در محیط‌های اقتصادی با نوسانات بالا، کیفیت افشای مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها می‌تواند پایداری مالی آن‌ها را تقویت کرده و در بلندمدت باعث کاهش هزینه‌های تأمین مالی شود.

علاوه بر این، مطالعاتی همچون پژوهش ایل گوئل و همکاران (۲۰۱۱) نشان داده‌اند که شرکت‌های دارای امتیاز بالاتر در شاخص‌های مسئولیت اجتماعی، از هزینه سرمایه کمتری برخوردارند. این یافته‌ها به‌ویژه در شرکت‌های بزرگ‌تر یا شرکت‌هایی که دارای مالکیت دولتی هستند، مشهودتر است، زیرا این دسته از شرکت‌ها به دلیل تأثیرگذاری بیشتر بر جامعه و محیط‌زیست، توجه بیشتری به مسئولیت اجتماعی معطوف

^۱ Waddock & Graves

^۲ Gregory et al.

^۳ Dhaliwal et al.

می کنند. به طور کلی، می توان نتیجه گرفت که افشای مسئولیت اجتماعی شرکت ها، علاوه بر بهبود اعتبار و افزایش ارزش سهامداران، ابزاری کلیدی برای جذب سرمایه گذاران و مدیریت بهینه منابع مالی است. به همین خاطر می تواند بر هزینه سرمایه اثر گذار باشد. لذا فرضیه یک به صورت زیر مطرح می شود:

فرضیه ۱: افشای مسئولیت اجتماعی بر هزینه سرمایه سهام تأثیر معنی داری دارد.

مطالعات به طور کلی نشان می دهد که سرمایه گذاران هزینه سرمایه سهام کمتری را برای شرکت هایی با عملکرد مسئولیت اجتماعی بهتر دریافت می کنند. دالیوال و همکاران (۲۰۱۱) دریافتند که شرکت هایی با عملکرد مسئولیت اجتماعی شرکتی برتر هزینه سرمایه سهام را از طریق جذب سرمایه گذاران نهادی کاهش می دهند. این پژوهش در تلاش است تا با نشان دادن تأثیر مسئولیت اجتماعی شرکتی بر هزینه سرمایه سهام در زمانی که تصمیم گیرندگان مسئولیت اجتماعی شرکتی بیش از حد اعتماد دارند، این خط از پژوهش ها را تکمیل کند.

فرضیه دوم بر اساس ترکیبی از مبانی نظری و شواهد تجربی شکل گرفته است. مطالعات پیشین نشان داده اند که شرکت هایی با عملکرد بهتر در زمینه مسئولیت اجتماعی شرکتی قادر به کاهش هزینه سرمایه سهام خود هستند، چرا که افشای فعالیت های مسئولیت اجتماعی، شفافیت شرکت را افزایش داده و اعتماد سرمایه گذاران نهادی را جلب می کند (دالیوال و همکاران، ۲۰۱۱). این یافته ها بیانگر اثر مثبت افشای مسئولیت اجتماعی بر بهبود شرایط تأمین مالی شرکت ها است.

با این حال، پژوهش ها همچنین به اهمیت عوامل رفتاری مدیران در تأثیر گذاری بر تصمیمات مالی شرکت ها اشاره دارند (هی و همکاران^۱، ۲۰۱۹). یکی از این عوامل، بیش اعتمادی مدیر عامل است که می تواند رابطه بین افشای مسئولیت اجتماعی و هزینه سرمایه را تحت تأثیر قرار دهد. مدیران بیش اعتماد ممکن است باور داشته باشند که عملکرد آن ها مستقل از افشای مسئولیت اجتماعی بر تأمین مالی تأثیر دارد یا ممکن است اطلاعات افشا شده را به گونه ای ارائه دهند که سرمایه گذاران را گمراه کند. بنابراین، فرضیه دوم با هدف بررسی این نقش تعدیل گری تدوین شده است تا ابعاد پیچیده تری از تأثیر مسئولیت اجتماعی و رفتار مدیران بر هزینه سرمایه را روشن کند. لذا فرضیه دوم به شرح زیر است:

فرضیه دوم: بیش اعتمادی مدیر عامل رابطه بین افشای مسئولیت اجتماعی و هزینه سرمایه را تعدیل می کند. مطالعات اخیر نشان می دهد که مسئولیت اجتماعی شرکتی به مسئولیت اجتماعی شرکتی غیر اختیاری (توسط عوامل اقتصادی شرکت هدایت می شود) در مقابل مسئولیت اجتماعی اختیاری (با اختیارات مدیریتی) طبقه بندی می شود، زیرا این تمایز از مسئولیت اجتماعی شرکتی با عملکرد مالی آتی شرکت

¹ He et al.

مرتبط است (لیز و همکاران، ۲۰۱۵). تجزیه مسئولیت اجتماعی شرکتی به مسئولیت اجتماعی غیراختیاری و مسئولیت اجتماعی اختیاری سبب می‌شود که رابطه ریسک‌های درک شده سرمایه‌گذاران با رفتارهای مدیران عامل با اعتماد بیش از حد بهتر ارزیابی شود. هر دو فعالیت مسئولیت اجتماعی شرکتی غیراختیاری و مسئولیت اجتماعی شرکتی اختیاری از طریق کاهش ریسک‌های درک شده ذینفعان، هزینه سرمایه سهام را کاهش می‌دهند، اما سهامداران، ریسک نمایندگی کمتری را برای منابع صرف شده در مسئولیت اجتماعی شرکتی غیراختیاری نسبت به منابع صرف شده برای مسئولیت اجتماعی شرکتی اختیاری درک می‌کنند (کاهان و همکاران، ۲۰۱۵). فعالیت‌های مسئولیت اجتماعی شرکتی غیراختیاری، مانند نوآوری محصول، توسعه کارکنان و حفاظت از محیط‌زیست، توسط سرمایه‌گذاران ضروری تلقی می‌شوند که باعث نگرانی کمتری در مورد ایجاد شهرت مدیریتی یا پیشرفت شغلی در مقایسه با فعالیت‌های مسئولیت اجتماعی شرکتی اختیاری می‌شود (کاهان و همکاران، ۲۰۱۵). پیش‌بینی می‌شود که وقتی سرمایه‌گذاران سرمایه خود را در اختیار شرکت‌هایی که توسط مدیران اجرایی با اعتماد به نفس بیش از حد، قرار می‌دهند، ریسک‌های کمتری از مسئولیت اجتماعی غیراختیاری نسبت به مسئولیت اجتماعی اختیاری درک کنند. فعالیت‌های مسئولیت اجتماعی شرکتی غیراختیاری با تخصیص منابع به فعالیت‌های ضروری مسئولیت اجتماعی (تای سانگ و دمیرکن، ۲۰۲۱) و در نتیجه کاهش شانس تخصیص این منابع به پروژه‌های مخاطره آمیز به دلیل اعتماد بیش از حد مدیر عامل به سرمایه‌گذاران آرامش می‌دهد.

به طور کلی فرضیه سوم با استفاده از تفکیک فعالیت‌های مسئولیت اجتماعی شرکتی به دو نوع اختیاری و غیراختیاری و شواهد مرتبط با تأثیر آن‌ها بر ریسک و هزینه سرمایه شکل گرفته است. مطالعات پیشین نشان داده‌اند که مسئولیت اجتماعی غیراختیاری، شامل اقداماتی چون نوآوری، توسعه کارکنان، و حفاظت محیط‌زیست، به دلیل ضرورت اقتصادی و ارتباط مستقیم با کاهش ریسک‌های ذینفعان، اثر بیشتری بر کاهش هزینه سرمایه دارد. این در حالی است که مسئولیت اجتماعی اختیاری، به دلیل ارتباط با شهرت مدیریتی یا پیشرفت شغلی مدیران، بیشتر به عنوان اقدامی انتخابی در نظر گرفته می‌شود و ممکن است نگرانی‌هایی پیرامون سوءمدیریت منابع ایجاد کند (کاهان و همکاران، ۲۰۱۵).

افزون بر این، شواهد حاکی از آن است که رفتار مدیران، به ویژه اعتماد بیش از حد، می‌تواند رابطه بین این دو نوع مسئولیت اجتماعی و هزینه سرمایه را تحت تأثیر قرار دهد. مدیران بیش‌اعتماد ممکن است منابع بیشتری را به فعالیت‌های اختیاری اختصاص دهند که از نگاه سرمایه‌گذاران خطرناک‌تر به نظر می‌رسد، در حالی که فعالیت‌های غیراختیاری، به دلیل ماهیت ضروری‌شان، چنین نگرانی‌هایی را ایجاد نمی‌کنند. بر این اساس، فرضیه سوم ارائه این تمایز مسئولیت اجتماعی اختیاری و غیراختیاری، به درک عمیق‌تری از رابطه

بین رفتارهای مدیران و مسئولیت اجتماعی شرکتی کمک می‌کند. لذا فرضیه سوم به شرح زیر مطرح می‌شود:

فرضیه سوم: نقش تعدیلگر بیش‌اعتمادی مدیر عامل، در تأثیر مسئولیت اجتماعی اختیاری بر هزینه سرمایه، بیش از مسئولیت اجتماعی غیراختیاری است.

روش‌شناسی پژوهش

این پژوهش از نظر هدف، یک پژوهش کاربردی، از نظر زمانی پس‌رویدادی و از نظر ماهیت، توصیفی از نوع همبستگی است که خواص و ویژگی‌های متغیرها و رابطه بین متغیرها را از طریق تحلیل رگرسیون بررسی می‌کند. در گام بعدی پس از جمع‌آوری داده‌ها از نمونه‌ی جامعه آماری، تجزیه و تحلیل داده‌ها به منظور آزمون فرضیه‌ها انجام می‌شود. با توجه به حجم زیاد داده‌ها و نیاز به پردازش آن‌ها، از نرم‌افزار اکسل ۲۰۱۳ و ایویوز ۹ برای برآورد آمار توصیفی و پارامترهای مدل و تحلیل و استنباط آماری استفاده می‌شود. مدل پژوهش از طریق داده‌های ترکیبی با کنترل اثرات صنعت و سال به روش حداقل مربعات معمولی با خطای استاندارد مقاوم برآورد شده است.

جامعه آماری در پژوهش پیش رو شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در پایان اسفند ۱۴۰۲ هستند. دوره زمانی نیز ۱۳۹۵ تا ۱۴۰۲ است که پس از اعمال شرایط غربالگری جامعه، ۱۳۵ شرکت (۱۰۸۰ شرکت-سال) به عنوان نمونه در نظر گرفته شد. همچنین باید به این نکته اشاره کرد که داده‌ها از صورت‌های مالی حسابرسی شده شرکت‌ها که در سایت کدال منتشر شده است، به صورت دستی جمع‌آوری شده است. شرایط مورد نظر برای تعیین نمونه به شرح زیر است: ۱- طی دوره پژوهش شرکت تغییر سال مالی نداده باشد و سال مالی منتهی به پایان اسفند باشد. ۲- شرکت مورد نظر در همه سال‌های مورد بررسی جزء شرکت‌های بورسی باشد. ۳- شرکت مورد بررسی از نوع سرمایه‌گذاری، واسطه‌گری مالی، هلدینگ و بیمه نباشد، ۴- شرکت‌های که در سال‌های مورد نظر بیش از ۴ ماه متوقف نشده باشند و در نهایت ۵- اطلاعات و داده‌های آن‌ها در دسترس و قابل استفاده باشد.

مدل‌های پژوهش برای آزمون فرضیه‌های اول تا سوم به ترتیب مدل ۱ تا ۳ می‌باشد.

مدل ۱:

$$CoE = \beta_0 + \beta_1 CSR + \beta_2 DebtMV + \beta_3 Ret + \beta_4 Beta + \beta_5 SaleGRW + \beta_6 LOSS + \beta_7 Dispersion + \beta_8 lRisk + \beta_9 Inventory + \sum Year \& Industry + \varepsilon$$

در مدل ۱، ضریب β_1 برای بررسی فرضیه اول آزمون می‌شود. با توجه به اینکه در این پژوهش افشای مسئولیت اجتماعی اختیاری و غیراختیاری نیز مورد توجه بوده است، لذا بر اساس دو نوع مسئولیت اجتماعی اختیاری (DCSR) و غیراختیاری (NCSR) نیز مدل ۱ برآورد می‌شود.

مدل ۲:

$$CoE = \beta_0 + \beta_1 CSR + \beta_2 CEO_OCF + \beta_3 CSR \times CEO_OCF + \beta_5 DebtMV + \beta_6 Ret + \beta_7 Beta + \beta_8 SaleGRW + \beta_9 LOSS + \beta_{10} Dispersion + \beta_{11} lRisk + \beta_{12} Inventory + \sum Year \& Industry + \varepsilon$$

در مدل ۲، ضریب β_3 برای بررسی فرضیه دوم آزمون می‌شود. در این مدل در صورتی که این ضریب معنادار باشد بیانگر تأیید نقش تعدیلگر بیش‌اعتمادی مدیرعامل است.

مدل ۳:

$$CoE = \beta_0 + \beta_1 DCSR + \beta_2 NCSR + \beta_3 CEO_OCF + \beta_4 DCSR \times CEO_OCF + \beta_5 NCSR \times CEO_OCF + \beta_6 DebtMV + \beta_7 Ret + \beta_8 Beta + \beta_9 SaleGRW + \beta_{10} LOSS + \beta_{11} Dispersion + \beta_{12} lRisk + \beta_{13} Inventory + \sum Year \& Industry + \varepsilon$$

در مدل ۳، ضریب β_4 و β_5 آزمون می‌شود. در صورتی که ضریب اثرات تعاملی برای مسئولیت اجتماعی اختیاری قوی‌تر باشد، فرضیه سوم تأیید می‌شود.

متغیرهای پژوهش نیز به صورت زیر محاسبه شد:

هزینه سرمایه (CoE): هزینه سرمایه بر اساس رابطه ۱ محاسبه می‌شود.

رابطه ۱:

$$COE = \left(\frac{D}{D+E}\right) * Kd(1 - T) + Ke * \left(\frac{E}{D+E}\right)$$

که در آن D ارزش بازاری بدهی شرکت، E ارزش بازاری سهام عادی شرکت، Kd نرخ بازده مورد انتظار وام دهندگان، T نرخ مالیات و Ke نرخ بازده مورد انتظار سهامداران می‌باشد (تیم تحریریه، ۱۴۰۰).

بیش‌اعتمادی مدیر عامل (CEO_OCF): برای اندازه‌گیری بیش‌اعتمادی مدیرعامل از سرمایه‌گذاری بیش از حد استفاده می‌شود. در این راستا مطابق با پژوهش احمد و دوئلمن^۱ (۲۰۱۳) رشد دارایی‌ها نسبت به رشد فروش در سطح صنعت به صورت رگرسیون غلتان برآورد می‌شود (مدل ۴). باقیمانده مدل ۴، بیانگر سرمایه‌گذاری بیش از حد و یا کمتر از حد است. بدین ترتیب اگر باقیمانده مدل مثبت باشد به این معناست که در آن شرکت سرمایه‌گذاری بیش از حد انجام شده و برای متغیر عدد یک در نظر گرفته می‌شود و در غیر این صورت عدد صفر لحاظ می‌شود (ریاحی درچه و ترابی، ۱۴۰۳).

¹ Ahmed & Duellman

مدل ۴:

$$AG_{it} = \beta_0 + \beta_1 SG_{it} + \varepsilon_{it}$$

SG رشد فروش، AG رشد دارایی‌ها و ε_{it} باقیمانده رگرسیونی در پایان دوره مالی t برای شرکت i است.

افشای مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها (CSR): در این پژوهش بر اساس مطالعات چاترجی و همکاران^۱ (۲۰۰۹) برای محاسبه مسئولیت‌پذیری اجتماعی از رتبه‌بندی جامع ارائه شده توسط کیندر، لیدنبرگ و دومینی (KLD)^۲ استفاده می‌شود، که بصورت نگاره ۱، قابل محاسبه است. در این جدول هر یک از معیارها بر اساس گزارش‌های تفسیری مدیریت و به صورت متن کاوی، استخراج می‌شود. اگر موارد بصورت کمی و جزئیات آن بصورت اعداد، شرح مفصلی از فعالیت و در صورت امکان تصاویر، نمودارها، جداول، نمره افشا ۳ می‌باشد. اگر اطلاعات بصورت غیر کمی و توضیحات به صورت بند باشد، نمره افشا ۲ می‌باشد. اگر موارد افشاء به صورت کیفی و توضیحات به صورت جمله با پاراگراف، نمره افشا ۱ می‌باشد. اگر موردی افشاء نشود، نمره افشا صفر می‌باشد. با توجه به اینکه ۲۰ معیار وجود دارد، حداکثر نمره قابل کسب ۶۰ است. لذا با تقسیم نمره اکتسابی به حداکثر نمره، امتیاز افشای مسئولیت اجتماعی محاسبه می‌شود.

نگاره ۱: نحوه اندازه‌گیری چهار بعد مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها

Table1: HOW TO MEASURE THE FOUR DIMENSIONS OF CORPORATE SOCIAL RESPONSIBILITY

ابعاد	CSR = EMPD + COMD + PROD+ ENVD
روابط کارکنان (EMPD)	شامل شش معیار: ۱. سلامت محیط کارکنان ۲. آموزش کارکنان ۳. مزایای کارکنان ۴. مشخصات کارکنان ۵. مالکیت سهام ۶. ایمنی و بهداشت کارکنان.
مشارکت اجتماعی یا جامعه (COMD)	شامل شش معیار: ۱. برنامه اهدا وجه نقد ۲. برنامه خیریه ۳. برنامه بورس تحصیلی ۴. حامیان مالی برای فعالیت ورزشی ۵. حامیان غرور ملی ۶. پروژه‌های عمومی.
تولید یا محصول (PROD)	شامل چهار معیار: ۱. ایمنی محصول ۲. کیفیت محصول ۳. توسعه محصول ۴. خدمات پس از فروش
محیط زیست (ENVD)	شامل چهار معیار: ۱. کنترل آلودگی هوا ۲. برنامه پیشگیری و جبران خسارت ۳. حفاظت و استفاده از محصولات ناشی از بازیافت ۴. جایزه در زمینه محیط زیست

در این پژوهش برای بررسی دقیق‌تر، افشای مسئولیت اجتماعی به دو بخش اختیاری و غیراختیاری تفکیک شد. افشای اختیاری به مواردی اطلاق می‌شود که شرکت‌ها بدون الزام قانونی و به صورت داوطلبانه اقدام به افشا یا انجام آن‌ها می‌کنند؛ مانند حمایت از فعالیت‌های خیریه، طرح‌های اجتماعی یا فرهنگی، انتشار گزارش‌های محیط‌زیستی فراتر از الزامات قانونی و ارائه اطلاعات داوطلبانه درباره رفاه کارکنان. این نوع

¹ Chatterji

² Kinder, Lydenberg, and Domini (KLD)

افشا بیشتر تحت تأثیر نگرش و تصمیم مدیرعامل بوده و با هدف بهبود تصویر شرکت نزد ذی‌نفعان انجام می‌شود. در مقابل، افشای غیراختیاری شامل اطلاعاتی است که به دلیل الزامات قانونی، مقرراتی یا فشارهای نهادی ناگزیر از افشای آن هستند. نمونه‌هایی از این دسته عبارت‌اند از گزارش‌های ایمنی و بهداشت محیط کار، کنترل آلودگی‌ها، رعایت استانداردهای کیفی محصولات و گزارش عملکرد زیست‌محیطی در چارچوب مقررات رسمی.

در چارچوب KLD، شاخص‌های مربوط به هر دو گروه اختیاری و غیراختیاری شناسایی و به‌طور جداگانه امتیازدهی شدند. در نهایت، شاخص افشای اختیاری (DCSR) و غیراختیاری (NCSR) هر شرکت از تقسیم مجموع امتیازهای کسب‌شده در هر گروه بر حداکثر امتیاز ممکن به دست آمد. این تفکیک امکان مقایسه اثر هر نوع افشا بر هزینه سرمایه را فراهم کرد. مطابق با مبانی نظری، انتظار می‌رود تأثیر افشای اختیاری به دلیل ماهیت داوطلبانه و نقش آن در ایجاد اعتماد و کاهش عدم‌تقارن اطلاعاتی، قوی‌تر از افشای غیراختیاری باشد. در نگاره ۲، ابعاد افشای مسئولیت اجتماعی اختیاری گزارش شده است که شامل ۹ معیار است. بدین ترتیب سایر ابعادی که در نگاره ۲ آورده نشده است (۱۱ معیار)، به عنوان غیراختیاری قلمداد می‌شود. در این راستا همانند نمره افشای کل، افشای اختیاری بر ۲۷ (۹ معیار با حداکثر امتیاز ۳) و افشای غیراختیاری بر عدد ۳۳ (۱۱ معیار با حداکثر امتیاز ۳) تقسیم می‌شود.

نگاره ۲: ابعاد اختیاری مسئولیت اجتماعی شرکت

Table2: PHILANTHROPIC DIMENSIONS OF CORPORATE SOCIAL RESPONSIBILITY

روابط کارکنان (EMPDP):	۱. مزایای کارکنان ۲. مشخصات کارکنان
مشارکت اجتماعی یا جامعه (COMD)	۱. برنامه اهدا وجه نقد ۲. برنامه خیریه ۳. برنامه بورس تحصیلی ۴. حامیان مالی برای فعالیت ورزشی ۵. حامیان غرور ملی، ۶- پروژه‌های عمومی
محیط زیست (ENVDP)	۱. جایزه در زمینه محیط زیست

متغیرهای کنترلی نیز به شرح زیر است:

DebtMV: بدهی بلند مدت تقسیم بر ارزش بازار.

Ret: بازده سهام شرکت در سال تقویمی.

Beta: برابر است با اندازه تغییرات هماهنگ بازدهی سهام و بازدهی بازار (کوواریانس بازده سهام و بازار) تقسیم بر واریانس بازدهی بازار.

SaleGRW: تغییر سالانه در فروش خالص تقسیم بر کل دارایی‌ها.

LOSS: متغیر شاخصی که در صورت منفی بودن سود هر سهم برابر با ۱ و در غیر این صورت صفر است.

Dispersion: متغیر شاخصی که اگر بنگاهی سود یا زیان معاملات ارزی غیر صفر داشته باشد، برابر ۱ و در غیر این صورت ۰ است.

Irisk: انحراف استاندارد باقیمانده‌ها از رگرسیون مدل بازار با استفاده از بازده ماهانه طی پنج سال گذشته.

Inventory: برابر است با موجودی کالا تقسیم بر کل دارایی‌ها.

یافته‌های پژوهش

در ابتدا در نگاره ۳، آمار توصیفی مربوط به متغیرهای پژوهش آورده شده است. لازم به ذکر است که جهت کاهش اثر مشاهدات پرت بر روی نتایج پژوهش، پنج درصد کوچک‌ترین و بزرگ‌ترین داده‌های مربوط به متغیرهای پیوسته، با اعداد نزدیک‌ترین مشاهدات به آن داده‌ها جایگزین شده است.

در این راستا میانگین هزینه سرمایه ۰/۵۸۸ است و بیانگر آن است که شرکت‌ها به طور متوسط، ۵۸/۸ درصد از ارزش کل سرمایه‌گذاری را به عنوان هزینه پرداخت کنند. این مقدار نسبتاً بالا است و می‌تواند نشان‌دهنده ریسک بالای سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها باشد. حداقل هزینه سرمایه منفی (۰/۵۵-) نشان‌دهنده یک وضعیت غیرعادی است. این ممکن است به این معنا باشد که شرکت در شرایط خاصی قرار دارد که هزینه تأمین مالی آن کمتر از صفر است، که به طور معمول به معنای دریافت یارانه یا شرایط خاص مالیاتی است. این وضعیت ممکن است نشان‌دهنده ریسک‌های بالا یا مشکلات مالی در شرکت باشد. این نتایج همراستا با مطالعات اخگر و زاهد دوست (۱۳۹۹) است. مسئولیت اجتماعی به طور میانگین ۰/۲۲۵ است که بیانگر سطح پایین مسئولیت اجتماعی در بین شرکت‌های مورد بررسی است. با این حال با بررسی مسئولیت اجتماعی اختیاری و غیراختیاری مشاهده می‌شود که شرکت‌ها مسئولیت اجتماعی غیراختیاری بیشتری انجام می‌دهند (۲۸/۳ درصد) در حالی که مسئولیت اجتماعی اختیاری به میزان کمتری مورد توجه شرکت‌ها است (۱۵/۴ درصد). سایر متغیرهای پیوسته نیز به همین ترتیب قابل مشاهده است. با بررسی متغیرهای دو ارزشی مشاهده می‌شود که در ۳۸/۳۳ درصد از شرکت‌های نمونه بیش‌اعتمادی مدیران وجود دارد. ۷/۲۲۲ درصد از شرکت‌ها زیان ده بوده و ۶۲/۰۳۷ درصد از شرکت‌ها سود یا زیان ارزی داشته اند.

نگاره ۳: آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

Table3 : DESCRIPTIVE STATISTICS OF RESEARCH VARIABLES

متغیرهای پیوسته						
متغیر	نماد	میانگین	میان	بیشترین	کمترین	انحراف معیار
هزینه سرمایه	COE	۰/۵۸۸	۰/۰۸۰	۴/۸۳۰	-۰/۵۵۰	۱/۳۳۲
افشای مسئولیت اجتماعی	CSR	۰/۲۲۵	۰/۲۳۰	۰/۴۲۰	۰/۰۵۰	۰/۱۱۹

۰/۰۸۵	۰/۰۰۰	۰/۳۳۰	۰/۱۵۰	۰/۱۵۴	DCSR	مسئولیت اجتماعی اختیاری
۰/۱۸۸	۰/۰۰۰	۰/۶۳۶	۰/۲۷۳	۰/۲۸۳	NCSR	مسئولیت اجتماعی غیراختیاری
۰/۰۶۹	۰/۰۰۰	۰/۲۷۰	۰/۰۲۰	۰/۰۴۶	DEBTMV	بدهی بلند مدت
۰/۱۰۸	۰/۰۷۰	۰/۴۸۰	۰/۲۰۰	۰/۲۱۵	IRISK	ریسک بازده
۲/۱۷۶	-۰/۵۲۰	۸/۱۴۰	۰/۴۷۵	۱/۲۸۷	RET	بازده سهام
۰/۸۰۹	-۱/۰۷۰	۲/۴۴۰	۰/۵۳۰	۰/۵۹۴	BETA	بتا
۰/۲۶۰	-۰/۱۱۰	۰/۸۶۰	۰/۲۵۰	۰/۲۹۶	SALEGRW	رشد فروش
۰/۱۳۸	۰/۰۵۰	۰/۵۴۰	۰/۲۲۰	۰/۲۴۶	INVENTORY	موجودی کالا
متغیرهای گسسته						
درصد	درصد	تعداد صفر	تعداد یک	نماد	متغیر	
صفر	یک					
۶۱/۶۶۷	۳۸/۳۳۳	۶۶۶	۴۱۴	CEO_OCF	بیش‌اعتمادی مدیرعامل	
۹۲/۷۷۸	۷/۲۲۲	۱۰۰۲	۷۸	LOSS	زیان	
۳۷/۹۶۳	۶۲/۰۳۷	۴۱۰	۶۷۰	DISPERSION	سود و زیان ارزی	

در راستای بررسی فرضیه اول نتایج بر اساس افشای مسئولیت اجتماعی و همچنین به تفکیک افشای اختیاری و غیراختیاری در نگاره ۴، آورده شده است. بر اساس نتایج مشاهده می‌شود که هر دو مدل پژوهش در حالت کلی معنادار است. چراکه احتمال آماره F در مدل‌ها کمتر از سطح خطای ۵ درصد است. همچنین ضریب تعیین تعدیل شده نشان می‌دهد که ۸۹/۱ درصد از هزینه سرمایه در هر دو مدل بر اساس متغیرهای تعریف شده در مدل قابل پیش‌بینی است.

با بررسی ضریب مسئولیت اجتماعی مشاهده می‌شود که مسئولیت اجتماعی دارای ضریب $-۰/۲۰۷$ در مدل اول است. این ضریب بر اساس آماره t در سطح احتمال ۹۵ درصد معنادار است. لذا می‌توان گفت که افزایش مسئولیت اجتماعی موجب کاهش هزینه سرمایه می‌شود. بدین ترتیب فرضیه اول تأیید می‌شود. در مدل دوم و با تفکیک مسئولیت اجتماعی به دو بخش اختیاری و غیراختیاری مشاهده می‌شود که ضریب افشای مسئولیت اجتماعی اختیاری $-۰/۲۰۳$ است. این ضریب در سطح احتمال ۹۵ درصد معنادار است. لذا می‌توان گفت که مسئولیت اجتماعی اختیاری موجب کاهش هزینه سرمایه می‌شود. همچنین ضریب مسئولیت اجتماعی غیراختیاری $-۰/۰۹۴$ است. این ضریب در سطح احتمال ۹۰ درصد معنادار است. بدین ترتیب مسئولیت اجتماعی غیراختیاری نیز موجب کاهش هزینه سرمایه می‌شود. با این حال میزان تأثیر گذاری مسئولیت اجتماعی غیراختیاری نسبت به اختیاری کمتر است.

نگاره ۴: نتایج آزمون فرضیه اول پژوهش

Table4: RESULTS OF TESTING THE FIRST RESEARCH HYPOTHESIS

متغیر		نماد		مدل اول		مدل دوم	
				ضریب	t آماره	ضریب	t آماره
افشای مسئولیت اجتماعی		CSR		-۰/۲۰۷ ^{۰۰}	-۲/۰۰۵	-	-
مسئولیت اجتماعی اختیاری		DCSR		-	-	-۰/۲۰۳ ^{۰۰}	-۲/۲۰۶
مسئولیت اجتماعی غیر اختیاری		NCSR		-	-	-۰/۰۹۴ ^۰	-۱/۷۰۶
بدهی بلند مدت		DEBTMV		-۰/۲۰۳ ^{۰۰}	-۲/۴۱۳	-۰/۲۱۴ ^{۰۰}	-۲/۵۴۴
بازده سهام		RET		۰/۳۴۲ ^{۰۰}	۸/۵۴۴	۰/۳۴۲ ^{۰۰}	۸/۵۶۴
بتا		BETA		۰/۰۴۱ ^{۰۰}	۲/۵۷۵	۰/۰۴۱ ^{۰۰}	۲/۶۱۱
رشد فروش		SALEGRW		۰/۲۳۶ ^{۰۰}	۳/۲۹۶	۰/۲۴۵ ^{۰۰}	۳/۲۴۵
زیان		LOSS		۰/۰۰۷	۰/۱۴۵	۰/۰۰۸	۰/۱۷۶
سود و زیان ارزی		DISPERSION		-۰/۰۷۳	-۱/۱۳۰	-۰/۰۷۱	-۱/۱۱۴
ریسک بازده		IRISK		-۱/۱۵۴ ^{۰۰}	-۸/۲۲۸	-۱/۱۵۹ ^{۰۰}	-۸/۳۶۵
موجودی کالا		INVENTORY		۰/۰۰۵	۰/۱۰۵	-۰/۰۱۱	-۰/۲۲۸
عرض از مبدا		C		۰/۱۳۹ ^{۰۰}	۲/۱۵۳	۰/۱۴۹ ^{۰۰}	۲/۳۳۵
سال و صنعت		Year&Industry		کنترل شد			
آماره F				۳۵۳/۷۷۵		۳۴۰/۱۹۴	
احتمال آماره F				۰/۰۰۰		۰/۰۰۰	
ضریب تعیین تعدیل شده				۰/۸۹۰		۰/۸۹۱	

* و ** به ترتیب معناداری در سطح احتمال ۹۰ درصد و ۹۵ درصد.

برای بررسی فرضیه دوم، یعنی اثرات تعدیلگر بیش اعتمادی مدیران، نتایج مورد نظر در نگاره ۵، آورده شده است. همانطور که مشاهده می شود، مدل پژوهش در حالت کلی معنادار است. در این راستا افشای مسئولیت اجتماعی موجب کاهش هزینه سرمایه می شود. بیش اعتمادی مدیران نیز موجب کاهش هزینه سرمایه می شود. با این حال به دلیل وجود اثرات تعاملی این دو ضریب چندان مورد تفسیرپذیر نیست. ضریب اثرات تعاملی بیش اعتمادی مدیرعامل و افشای مسئولیت اجتماعی ۰/۲۹۷- است. این ضریب در سطح احتمال ۹۵ درصد معنادار است. بنابراین با توجه به اینکه ضریب اثرات تعاملی منفی و ضریب مسئولیت اجتماعی نیز منفی است، می توان گفت که بیش اعتمادی مدیرعامل موجب تقویت اثرات منفی افشای مسئولیت اجتماعی بر هزینه سرمایه می شود. بدین ترتیب فرضیه دوم نیز تأیید می شود.

نگاره ۵: نتایج آزمون فرضیه دوم پژوهش

Table5: RESULTS OF TESTING THE SECOND RESEARCH HYPOTHESIS

متغیر	نماد	ضریب	انحراف استاندارد	احتمال	
				t آماره	t آماره

افشای مسئولیت اجتماعی	CSR	-۰/۲۳۰	۰/۱۲۸	-۱/۲۹۸	۰/۰۷۲
بیش اعتمادی مدیرعامل	CEO_OCF	-۰/۰۹۸	۰/۰۲۸	-۳/۴۵۲	۰/۰۰۱
بیش اعتمادی مدیرعامل*	CEO_OCF*CSR	-۰/۲۹۷	۰/۱۰۵	-۲/۸۱۷	۰/۰۰۵
مسئولیت اجتماعی					
بدهی بلند مدت	DEBTMV	-۰/۱۹۳	۰/۰۸۶	-۲/۲۵۱	۰/۰۲۵
بازده سهام	RET	۰/۳۴۴	۰/۰۳۸	۹/۰۵۳	۰/۰۰۰
بتا	BETA	۰/۰۳۴	۰/۰۱۴	۲/۴۵۸	۰/۰۱۴
رشد فروش	SALEGRW	۰/۲۲۷	۰/۰۷۶	۲/۹۹۰	۰/۰۰۳
زیان	LOSS	-۰/۰۰۲	۰/۰۴۹	-۰/۰۴۳	۰/۹۶۵
سود و زیان ارزی	DISPERSION	-۰/۰۶۵	۰/۰۶۹	-۰/۹۵۳	۰/۳۴۱
ریسک بازده	IRISK	-۱/۰۶۵	۰/۱۲۱	-۸/۸۱۴	۰/۰۰۰
موجودی کالا	INVENTORY	۰/۰۲۷	۰/۰۴۵	۰/۶۰۸	۰/۵۴۳
عرض از مبدا	C	۰/۱۳۲	۰/۰۶۱	۲/۱۷۳	۰/۰۳۰
سال و صنعت	Year&Industry				کنترل شد
آماره F			۳۲۹/۱۱۹		
احتمال آماره F			۰/۰۰۰		
ضریب تعیین تعدیل شده			۰/۸۹۶		

نتایج بررسی فرضیه سوم در نگاره ۶، آورده شده است. در این جدول نقش بیش اعتمادی مدیرعامل بر افشای مسئولیت اجتماعی اختیاری و غیراختیاری به تفکیک بررسی شده است. نتایج ارائه شده در نگاره ۶ نشان می دهد که ضریب اثرات تعاملی مسئولیت اجتماعی اختیاری و بیش اعتمادی مدیرعامل برابر با ۰/۱۳۰- است. این ضریب بر اساس آماره t در سطح احتمال ۹۵ درصد معنادار است. با توجه به اینکه ضریب مسئولیت اجتماعی اختیاری منفی و این ضریب نیز منفی است می توان گفت که بیش اعتمادی مدیرعامل اثرات منفی مسئولیت اجتماعی بر هزینه بدهی را تقویت می کند. با این حال اثرات تعاملی مسئولیت اجتماعی غیراختیاری و بیش اعتمادی مدیرعامل ۰/۲۸- بوده و در سطح احتمال ۹۵ درصد معنادار نیست. لذا می توان گفت که بیش اعتمادی مدیرعامل بر رابطه افشای مسئولیت اجتماعی غیراختیاری و هزینه سرمایه تأثیر ندارد. بدین ترتیب می توان دریافت که بیش اعتمادی مدیرعامل بر رابطه مسئولیت اجتماعی اختیاری و هزینه سرمایه تأثیر قوی تری نسبت به مسئولیت اجتماعی غیراختیاری دارد. لذا فرضیه سوم نیز تأیید می شود.

نگاره ۶: نتایج آزمون فرضیه سوم پژوهش

Table6: RESULTS OF TESTING THE THIRD RESEARCH HYPOTHESIS

متغیر	نماد	ضریب	انحراف استاندارد	آماره t	احتمال آماره t
مسئولیت اجتماعی اختیاری	DCSR	-۰/۱۸۴	۰/۰۷۶	-۲/۴۲۴	۰/۰۱۶

۰/۲۴۸	-۱/۱۵۵	۰/۰۸۹	-۰/۱۰۳	NCSR	مسئولیت اجتماعی غیر اختیاری
۰/۰۰۱	-۳/۲۹۶	۰/۰۳۱	-۰/۱۰۳	CEO_OCF	بیش اعتمادی مدیرعامل
۰/۰۰۰	-۴/۲۱۱	۰/۰۳۱	-۰/۱۳۰	DCSR* CEO_OCF	مسئولیت اجتماعی اختیاری* بیش اعتمادی مدیرعامل
۰/۳۹۹	-۰/۸۴۵	۰/۳۳۱	-۰/۲۸۰	NCSR* CEO_OCF	مسئولیت اجتماعی غیر اختیاری* بیش اعتمادی مدیرعامل
۰/۰۲۳	-۲/۲۸۵	۰/۰۸۷	-۰/۲۰۰	DEBTMV	بدهی بلند مدت
۰/۰۰۰	۹/۰۴۳	۰/۰۳۸	۰/۳۴۴	RET	بازده سهام
۰/۰۲۲	۲/۲۹۴	۰/۰۱۵	۰/۰۳۵	BETA	بتا
۰/۰۰۳	۲/۹۴۲	۰/۰۸۱	۰/۲۳۸	SALEGRW	رشد فروش
۰/۷۵۰	-۰/۳۱۹	۰/۰۴۶	-۰/۰۱۵	LOSS	زیان
۰/۲۷۴	-۱/۰۹۵	۰/۰۶۳	-۰/۰۶۹	DISPERSION	سود و زیان ارزی
۰/۰۰۰	-۸/۱۵۴	۰/۱۳۱	-۱/۰۶۷	IRISK	ریسک بازده
۰/۶۸۲	۰/۴۱۰	۰/۰۳۹	۰/۰۱۶	INVENTORY	موجودی کالا
۰/۰۰۳	۲/۹۴۲	۰/۰۵۳	۰/۱۵۷	C	عرض از مبدا
کنترل شد				Year&Industry	سال و صنعت
۲۸۲/۹۸۷				آماره F	
۰/۰۰۰				احتمال آماره F	
۰/۸۹۰				ضریب تعیین تعدیل شده	

بحث و نتیجه گیری

این پژوهش به بررسی تأثیر افشای مسئولیت اجتماعی و با تأکید بر مسئولیت اجتماعی اختیاری و غیر اختیاری بر هزینه سرمایه با نقش تعدیل گری بیش اعتمادی مدیرعامل در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخت.

نتایج فرضیه اول نشان داد که یافته های پژوهش نشان داد که افشای بیشتر مسئولیت اجتماعی شرکتی موجب کاهش هزینه سرمایه می شود و افشای اختیاری تأثیر ملموس تری نسبت به افشای غیر اختیاری دارد. این نتیجه نشان دهنده اهمیت شفافیت و تعهد واقعی شرکت به مسئولیت اجتماعی است. افشای اختیاری موجب می شود سرمایه گذاران اطلاعات جامع و هدفمند درباره فعالیت های مسئولیت اجتماعی شرکت دریافت کنند. این شفافیت، ریسک های بالقوه سرمایه گذاری را کاهش می دهد و سرمایه گذاران را به اعتماد به شرکت ترغیب می کند. بنابراین، کاهش هزینه سرمایه نه تنها ناشی از وجود فعالیت های مسئولیت اجتماعی است، بلکه ناشی از کیفیت و نحوه افشای آن نیز هست. افشای اختیاری، برخلاف افشای

غیراختیاری که اغلب ناشی از الزامات قانونی است، با ارائه اطلاعات جامع تر و هدفمندتر به سرمایه گذاران، اعتماد بیشتری ایجاد کرده و ریسک سرمایه گذاری را کاهش می دهد. این کاهش ریسک، نهایتاً به کاهش هزینه سرمایه منجر می شود. این یافته ها با مطالعات گذشته، نظیر تحقیقات دالیوال و همکاران (۲۰۱۱) و ایل گوئل و همکاران (۲۰۱۱) که به نقش شفافیت و کیفیت افشا در کاهش هزینه سرمایه اشاره دارند، همخوانی دارد. مطالعات گونزالس و همکاران (۲۰۲۲) نیز در رابطه با افشای ESG نتایج مشابهی به دست آوردند. پژوهش های داخلی نیز نظیر جفائی رهنی و صالحی (۱۴۰۳) و محمدحسینی (۱۴۰۰) تأکید کرده اند که افشای اطلاعات، از جمله مسئولیت اجتماعی، می تواند به طور مؤثری هزینه های تأمین مالی شرکت ها را کاهش دهد.

نتایج فرضیه دوم نشان داد که بیش اعتمادی مدیرعامل اثرات منفی افشای مسئولیت اجتماعی بر هزینه سرمایه را تقویت می کند. این یافته ها حاکی از آن است که رفتارهای مدیریتی می توانند اثرات افشای مسئولیت اجتماعی را تشدید کرده و تأثیر مثبت بیشتری بر تأمین مالی شرکت ها بگذارند. اما در عین حال، اعتماد بیش از حد ممکن است موجب نادیده گرفتن ریسک های مرتبط با اقدامات پرریسک شود. مدیران بیش اعتماد ممکن است با اعتماد به نفس بیش تر، افشای مسئولیت اجتماعی را برجسته تر کنند و سرمایه گذاران را نسبت به ریسک های شرکت مطمئن تر سازند. این رفتار باعث می شود که اثرات مثبت افشا بر کاهش هزینه سرمایه افزایش یابد. از سوی دیگر، بیش اعتمادی می تواند ریسک های ناشی از پروژه های پرریسک را کم اهمیت جلوه دهد، بنابراین لازم است مکانیزم های پایش مستقل و آموزش های رفتاری برای مدیران در نظر گرفته شود تا تعادل بین اعتماد به نفس و ریسک پذیری منطقی حفظ شود. نتایج با پژوهش های پیشین، از جمله مطالعه تسنگ و دمیرکن (۲۰۲۱)، که نشان دادند اعتماد بیش از حد مدیران تأثیر قابل توجهی بر کاهش هزینه سرمایه دارد، هم راستا است. همچنین، این نتیجه تأیید کننده شواهد ارائه شده توسط دالیوال و همکاران (۲۰۱۱) است که بیان می کنند افشای مسئولیت اجتماعی از طریق بهبود شفافیت و جلب اعتماد سرمایه گذاران نهادی، هزینه سرمایه را کاهش می دهد. با این حال، ویژگی خاص این پژوهش در تمرکز بر تأثیر رفتارهای مدیران بیش اعتماد است که نشان می دهد این مدیران می توانند با برجسته سازی افشای مسئولیت اجتماعی، سرمایه گذاران را نسبت به ریسک های شرکت مطمئن تر کنند. این نتایج همچنین با مطالعات داخلی، مانند پژوهش خواجهی و همکاران (۱۴۰۰)، که به تأثیر معکوس بیش اعتمادی مدیران و مسئولیت اجتماعی بر هزینه سرمایه اشاره داشتند، مطابقت دارد.

نتایج فرضیه سوم نشان داد که بیش اعتمادی مدیرعامل اثرات منفی مسئولیت اجتماعی اختیاری بر هزینه سرمایه را تقویت می کند، در حالی که این اثر در مورد مسئولیت اجتماعی غیراختیاری معنادار نبود. این

تفاوت با ماهیت دو نوع مسئولیت اجتماعی مرتبط است. مسئولیت اجتماعی اختیاری، مانند اقدامات خیرخواهانه یا توسعه برند، داوطلبانه و غیرضروری است و بیشتر تحت تأثیر رفتارهای مدیران بیش‌اعتماد قرار دارد. مدیران بیش‌اعتماد ممکن است منابع بیشتری را به این فعالیت‌ها اختصاص دهند که از نگاه سرمایه‌گذاران پریسک‌تر به نظر می‌رسد و موجب افزایش هزینه سرمایه شود. این با یافته‌های کاهان و همکاران (۲۰۱۵) همخوانی دارد که نشان داده‌اند مسئولیت اجتماعی اختیاری می‌تواند نگرانی‌هایی درباره سوءمدیریت منابع ایجاد کند. در مقابل، مسئولیت اجتماعی غیراختیاری، شامل اقدامات ضروری مانند بهبود شرایط کاری یا نوآوری‌های مرتبط با بازار است که عمدتاً بر اساس الزامات قانونی و اقتصادی انجام می‌شود و نگرانی کمتری برای سرمایه‌گذاران ایجاد می‌کند. بنابراین، بیش‌اعتمادی مدیرعامل مطابق با یافته‌های تسنگ و دمیرکن (۲۰۲۱) تأثیر معناداری بر رابطه افشای غیراختیاری و هزینه سرمایه ندارد.

با توجه به یافته‌های پژوهش، پیشنهادات کاربردی برای ذی‌نفعان مختلف به شرح زیر ارائه می‌شود: از منظر سیاست‌گذاران و نهادهای ناظر بازار، تدوین و تقویت چارچوب‌های استاندارد برای افشای مسئولیت اجتماعی اختیاری می‌تواند شفافیت اطلاعات و اعتماد سرمایه‌گذاران را افزایش دهد و از سوءمدیریت منابع جلوگیری کند. برای مدیران شرکت‌ها توصیه می‌شود در پروژه‌های مسئولیت اجتماعی اختیاری، مکانیزم‌های پایش و ارزیابی مستقل ایجاد کنند و با آموزش‌های رفتاری تعادل میان اعتماد به نفس و ریسک‌پذیری منطقی را حفظ کنند تا تخصیص منابع بهینه صورت گیرد و اثرات مثبت افشا بر کاهش هزینه سرمایه تقویت شود؛ همچنین در فعالیت‌های غیراختیاری، تمرکز بر شفافیت و رعایت الزامات قانونی کافی است. از منظر سرمایه‌گذاران و تحلیل‌گران مالی، توجه به نوع مسئولیت اجتماعی شرکت (اختیاری یا غیراختیاری) و کیفیت افشا، به‌ویژه در شرکت‌هایی که مدیران بیش‌اعتماد دارند، می‌تواند معیار مهمی برای ارزیابی ریسک و تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری باشد و در نتیجه تصمیمات سرمایه‌گذاری مطمئن‌تر و بهینه‌تر شود.

با توجه به نتایج این فرضیه، پیشنهاد می‌شود که شرکت‌ها در پروژه‌های مسئولیت اجتماعی اختیاری خود، به‌ویژه در مواردی که تحت تأثیر رفتارهای مدیریتی و بیش‌اعتمادی مدیران قرار دارند، دقت بیشتری داشته باشند. مدیریت باید آگاه باشد که بیش‌اعتمادی مدیرعامل می‌تواند اثرات منفی این نوع فعالیت‌ها را بر هزینه سرمایه تقویت کند و در نتیجه برنامه‌ریزی‌های مالی و منابع انسانی خود را به گونه‌ای تنظیم کند که نگرانی سرمایه‌گذاران را کاهش دهد. همچنین، برای مسئولیت اجتماعی غیراختیاری که بیشتر به نیازهای اجتماعی و اقتصادی شرکت مرتبط است، توصیه می‌شود که مدیران با توجه به الزامات قانونی و محیطی،

رویکردهای شفاف‌تری در مدیریت و افشای این اقدامات داشته باشند تا از نگرانی‌های غیرضروری سرمایه‌گذاران جلوگیری کنند.

منابع:

- اخگر، محمد امید و زاهد دوست، حمزه (۱۳۹۹). هزینه سرمایه، گردش مدیرعامل و فرصت‌های سرمایه‌گذاری. *مطالعات تجربی حسابداری مالی*، ۱۷(۶۷)، ۱۲۵-۱۵۲.
- اکبری، محسن، قاسمی شمس، معصومه و هوشمند، فاطمه (۱۳۹۵). بررسی تأثیر اعتماد به نفس بیش از حد مدیران بر مسئولیت اجتماعی. *پژوهش‌نامه مدیریت تحول*، ۸(۵۱)، ۱۰۶-۱۳۱.
- ایمانی، حمیدرضا (۱۳۹۹). نقش مالکیت مدیران در رابطه بین افشای مسئولیت اجتماعی و اخلاقی شرکت‌ها و هزینه سرمایه. *اخلاق در علوم و فناوری*، ۱۵(۳)، ۱۳۱-۱۳۷.
- جفائی رهنی، منیر و صالحی، یگانه (۱۴۰۳). اثر تعدیل‌گر کیفیت کنترل داخلی بر رابطه بین افشای اختیاری و هزینه سرمایه. *دومین کنفرانس بین‌المللی و ملی مطالعات مدیریت، حسابداری و حقوق، تهران*.
- حساس یگانه یحیی، باباجانی، جعفر، تقوی فرد، محمد تقی و آراین پور، آرش (۱۳۹۷). تحلیل عملکرد پایدار زیست‌محیطی و تأثیر آن بر هزینه سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *دوفصلنامه علمی حسابداری ارزشی و رفتاری*، ۳(۵)، ۱-۳۹.
- خواجه‌ای، محمدحسن، مرادی، مجید و خوشکار، فرزین (۱۴۰۰). تأثیر بیش‌اعتمادی مدیران و مسئولیت‌پذیری اجتماعی بر هزینه سرمایه. *شبک*، ۷(۵)، ۸۳-۹۲.
- رحمانیان کوشک‌کی، عبدالرسول و ایمان روی، زهرا (۱۴۰۰). تأثیر اعتماد به نفس بیش از حد مدیرعامل بر مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت‌ها با نقش تعدیل‌گر مالکیت نهادی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *حسابداری و منافع اجتماعی*، ۱۱(۳)، ۴۹-۶۸.
- ریاحی درچه، فرشید و ترابی، ایرج (۱۴۰۳). تأثیر بیش‌اعتمادی مدیران بر تغییر طبقه‌بندی هزینه‌ها: نقش تعدیل‌گر قابلیت مقایسه صورت‌های مالی. *نشریه پژوهش‌های حسابداری مالی*، ۱۶(۱)، ۱۰۹-۱۳۰.
- شقایق، محدثه و مشایخ، شهناز (۱۴۰۲). رابطه بین بیش‌اعتمادی مدیریت، مسئولیت‌پذیری اجتماعی، عملکرد شرکت و محدودیت‌های مالی. *پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی*، ۱۵(۴)، ۷۹-۱۰۶.
- محمدحسینی، کامران (۱۴۰۰). کیفیت افشای مسئولیت اجتماعی و هزینه سرمایه شرکت. *دومین کنفرانس بین‌المللی چالش‌ها و راهکارهای نوین در مهندسی صنایع و مدیریت و حسابداری، دامغان*.
- معدنی‌پور، مسعود و سعیدی، مژگان (۱۴۰۱). تأثیر مشترک بیش‌اعتمادی مدیرعامل و مسئولیت اجتماعی شرکت بر هزینه سرمایه سهام. *فصلنامه مطالعات نوین کاربردی در مدیریت، اقتصاد و حسابداری*، ۵(۲)، ۱۲۶-۱۴۱.
- موسوی، سیده زهرا و عظیمی آشتیانی، نرگس (۱۴۰۰). بررسی نقش تعدیلی مالکیت دولت بر رابطه بین کیفیت افشای مسئولیت اجتماعی و هزینه سرمایه شرکت. *دومین کنفرانس بین‌المللی چالش‌ها و راهکارهای نوین در مهندسی صنایع و مدیریت و حسابداری، دامغان*.

References

- Ahmed, A. S., & Duellman, S. (2013). Managerial overconfidence and accounting conservatism. *Journal of Accounting Research*, 51(1), 1–30.
- Akbari, M., Ghasemi Shams, M., & Houshmand, F. (2016). The impact of managerial overconfidence on corporate social responsibility. *Research in Transformation Management*, 8(51), 106–131. [In Persian]
- Akhgar, M. O., & Zaheddoust, H. (2020). Cost of capital, CEO turnover, and investment opportunities. *Empirical Studies in Financial Accounting*, 17(67), 125–152. [In Persian]
- Bailey, W., Karolyi, G. A., & Salva, C. (2006). The economic consequences of increased disclosure: Evidence from international cross-listings. *Journal of Financial Economics*, 81(1), 175–213.
- Ben-David, I., Graham, J. R., & Harvey, C. R. (2013). Managerial miscalibration. *The Quarterly Journal of Economics*, 128(4), 1547–1584.
- Bhandari, G., & Deaves, R. (2006). The demographics of overconfidence. *Journal of Behavioral Finance*, 7(1), 5–11.
- Brown, R., & Sarma, N. (2007). CEO overconfidence, CEO dominance and corporate acquisitions. *Journal of Economics and Business*, 59(5), 358–379.
- Cahan, S. F., De Villiers, C., Jeter, D. C., Naiker, V., & Van Staden, C. J. (2015). Are CSR disclosures value relevant? Cross-country evidence. *European Accounting Review*, 25(3), 1–33.
- Carroll, A. B. (1991). The pyramid of corporate social responsibility: Toward the moral management of organizational stakeholders. *Business Horizons*, 34(4), 39–48.
- Chatterji, A. K., Levine, D. I., & Toffel, M. W. (2009). How well do social ratings actually measure corporate social responsibility? *Journal of Economics & Management Strategy*, 18(1), 125–169.
- Cheung, A., & Pok, W. C. (2019). Corporate social responsibility and provision of trade credit. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 15(3), 100159.
- Cho, S. Y., Lee, C., & Pfeiffer Jr., R. J. (2013). Corporate social responsibility performance and information asymmetry. *Journal of Accounting and Public Policy*, 32(1), 71–83.
- Dhaliwal, D. S., Li, O. Z., Tsang, A., & Yang, Y. G. (2011). Voluntary nonfinancial disclosure and the cost of equity capital: The initiation of corporate social responsibility reporting. *Accounting Review*, 86(1), 59–100.
- El Ghouli, S., Guedhami, O., Kwok, C. Y., & Mishra, D. (2011). Does corporate social responsibility affect the cost of capital? *Journal of Banking & Finance*, 35(9), 2388–2406.
- Goel, A. M., & Thakor, V. J. (2008). Overconfidence, CEO selection, and corporate governance. *Journal of Finance*, 63, 2737–2784.
- Gonçalves, T. C., Dias, J., & Barros, V. (2022). Sustainability performance and the cost of capital. *International Journal of Financial Studies*, 10(3), 63.
- Gregory, A., Whittaker, J., & Yan, X. (2016). Corporate social performance, competitive advantage, earnings persistence and firm value. *Journal of Business Finance & Accounting*, 43(1), 3–30.
- Hambrick, D. C., & Mason, P. (1984). Upper echelons: The organization as a reflection of its top managers. *Academy of Management Review*, 9(2), 193–206.
- Hassas Yeganeh Yahya, B., Babajani, J., Taghavi Fard, M. T., & Arinpour, A. (2018). Analysis of environmental sustainability performance and its impact on the cost of capital of listed companies in Tehran Stock Exchange. *Accounting Value and Behavioral Science*, 3(5), 1–39. [In Persian]
- He, Y., Chen, C., & Hu, Y. (2019). Managerial overconfidence, internal financing, and investment efficiency: Evidence from China. *Research in International Business and Finance*, 47, 501–510.
- Hong, N. T. H. (2024). Does corporate reputation still affect the cost of equity in an emerging market? Evidence from managerial overconfidence. *Global Business & Finance Review*, 29(5), 19–32.

- Hribar, P., & Yang, H. (2016). CEO overconfidence and management forecasting. *Contemporary Accounting Research*, 33(1), 204–227.
- Imani, H. (2020). The role of managerial ownership in the relationship between corporate social and ethical disclosure and cost of capital. *Ethics in Science and Technology*, 15(3), 131–137. [In Persian]
- Jafaei Rahni, M., & Salehi, Y. (2024). The moderating effect of internal control quality on the relationship between voluntary disclosure and cost of capital. *10th International and National Conference on Management, Accounting and Law*, Tehran. [In Persian]
- Kelley, K. J., Hemphill, T. A., & Thams, Y. (2019). Corporate social responsibility, country reputation and corporate reputation: A perspective on the creation of shared value in emerging markets. *Multinational Business Review*, 27(2), 178–197.
- Khajavi, M. H., Moradi, M., & Khoshkar, F. (2021). The effect of managerial overconfidence and social responsibility on cost of capital. *Shabak*, 7(5), 83–92. [In Persian]
- Lys, T., Naughton, J. P., & Wang, C. (2015). Signaling through corporate accountability reporting. *Journal of Accounting and Economics*, 60(1), 56–72.
- Mackey, A., Mackey, T. B., & Barney, J. B. (2007). Corporate social responsibility and firm performance: Investor preferences and corporate strategies. *Academy of Management Review*, 32(3), 817–835.
- Madani Pour, M., & Saeidi, M. (2022). The joint effect of CEO overconfidence and corporate social responsibility on the cost of equity capital. *Journal of Applied Modern Studies in Management, Economics, and Accounting*, 5(2), 126–141. [In Persian]
- Maranjury, M., & Alikhani, R. (2014). Disclosure of social responsibility and corporate governance. *Journal of Accounting and Auditing Reviews*, 21(3), 329–348. (in Persian)
- McCarthy, S., Oliver, B., & Song, S. (2017). Corporate social responsibility and CEO confidence. *Journal of Banking & Finance*, 75, 280–291.
- Mohammadhosseini, K. (2021). The quality of corporate social responsibility disclosure and firm cost of capital. *2nd International Conference on Challenges and New Solutions in Industrial Engineering, Management, and Accounting*, Damghan. [In Persian]
- Mousavi, S. Z., & Azimi Ashtiani, N. (2021). The moderating role of government ownership in the relationship between corporate social responsibility disclosure quality and cost of capital. *2nd International Conference on Challenges and New Solutions in Industrial Engineering, Management, and Accounting*, Damghan. [In Persian]
- Mundi, H. S., & Kaur, P. (2022). CEO overconfidence and capital structure decisions: Evidence from India. *Vikalpa*, 47(1), 19–37.
- Rahmanian Koushkaki, A., & Iman Roy, Z. (2021). The impact of CEO overconfidence on corporate social responsibility with the moderating role of institutional ownership in listed companies on Tehran Stock Exchange. *Accounting and Social Benefits*, 11(3), 49–68. [In Persian]
- Riahi Darcheh, F., & Torabi, I. (2024). The effect of managerial overconfidence on cost reclassification: The moderating role of financial statement comparability. *Journal of Financial Accounting Research*, 16(1), 109–130. [In Persian]
- Richardson, S. (2006). Over-investment and cash flow. *Review of Accounting Studies*, 11, 159–189.
- Setiawan, R., & Yunita, S. R. (2023). Corporate social responsibility dan cost of capital. *Jurnal Akuntansi*, 15(2), 307–318.
- Shaqaqi, M., & Moshayekh, S. (2023). The relationship between managerial overconfidence, social responsibility, firm performance, and financial constraints. *Financial Accounting and Auditing Research*, 15(4), 79–106. [In Persian]
- Sharfman, M. P., & Fernando, C. S. (2008). Environmental risk management and the cost of capital. *Strategic Management Journal*, 29(6), 569–592.
- Tseng, C. Y., & Demirkan, S. (2021). Joint effect of CEO overconfidence and corporate social responsibility discretion on cost of equity capital. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 17(1), 100241.

- Waddock, S., & Graves, S. (1997). The corporate social performance–financial performance link. *Strategic Management Journal*, 18(4), 303–319.
- Yeh, C. C., Lin, F., Wang, T. S., & Wu, C. M. (2020). Does corporate social responsibility affect cost of capital in China? *Asia Pacific Management Review*, 25(1), 1–12.

