

The Moderating Role of Social Capital in the Impact of Corporate Governance on Investment Efficiency

Mahla Akbari

MSc. Student, Department of Accounting, ShahinShahr Branch, Islamic Azad University, ShahinShahr, Iran, mahla.akbari1987@gmail.com

Maryam Emamimibody* 

Professor, Department of Accounting, ShahinShahr Branch, Islamic Azad University, ShahinShahr, Iran, 1111759154@iau.ir

Abstract

Purpose: This research aims to investigate the moderating role of social capital in the impact of corporate governance on investment efficiency in companies listed on the Tehran Stock Exchange.

Method: The sample for this study consists of 161 companies from those listed on the Tehran Stock Exchange over the period of 2015 to 2022. To analyze the data and test the hypotheses, multivariate regression models with panel data methodology were employed.

Results: The results of the study indicated that corporate governance has a positive and significant impact on investment efficiency. Additionally, the findings showed that social capital strengthens the positive effect of corporate governance on the investment efficiency of companies listed on the Tehran Stock Exchange.

Conclusion: Based on these results, it can be concluded that companies should focus on enhancing corporate governance and improving social capital by implementing effective corporate governance mechanisms and committing to social needs, which will ultimately lead to increased investment efficiency.

Contribution: Most of the existing research in Iran has focused on identifying factors influencing investment efficiency. This study, however, complements previous research by examining the moderating role of social capital in the relationship between corporate governance and investment efficiency.

Keywords: Investment Efficiency, Corporate Governance, Social Capital, Interactive Effect.

Research Article

Cite this article: Akbari & Emamimibody (2025) The Moderating Role of Social Capital in the Impact of Corporate Governance on Investment Efficiency, *Journal of Financial Accounting Knowledge*, Vol.12, NO.2, Summer, 145-165

DOI: 10.30479/jfak.2025.21597.3275

Received on 16 January, 2025 **Accepted on** 17 June, 2025

© The Author(s). 

Publisher: Imam Khomeini International University.

Corresponding Author: Maryam Emamimibody (1111759154@iau.ir)

نقش تعدیلگری سرمایه اجتماعی در تاثیر حاکمیت شرکتی بر کارایی سرمایه گذاری

مهلا اکبری

دانشجوی کارشناسی ارشد، گروه حسابداری، واحد شاهین شهر، دانشگاه آزاد اسلامی، شاهین شهر، ایران،

mahla.akbari1987@gmail.com

مریم امامی میبیدی 

استادیار، گروه حسابداری، واحد شاهین شهر، دانشگاه آزاد اسلامی، شاهین شهر، ایران، 1111759154@iau.ir

چکیده

هدف: این پژوهش بررسی تعیین نقش تعدیلگری سرمایه اجتماعی در اثر ساختار حاکمیت شرکتی بر بهینه سازی عملکرد سرمایه گذاری در شرکت های فعال در بورس اوراق بهادار تهران است.

روش: نمونه آماری این پژوهش بر روی ۱۶۱ شرکت های فعال در بورس اوراق بهادار تهران طی سال های ۱۳۹۴ تا ۱۴۰۱ متمرکز است. جهت تجزیه و تحلیل داده ها و آزمون فرضیه ها، از مدل های رگرسیون چندگانه با استفاده از داده های پانل بهره گرفته شده است.

یافته ها: یافته های پژوهش نشان داد که حاکمیت شرکتی اثر مثبت و معناداری بر بهبود کارایی سرمایه گذاری دارد. همچنین یافته های پژوهش بیانگر این بوده است که سرمایه اجتماعی سبب تشدید اثر مثبت حاکمیت شرکتی بر کارایی سرمایه گذاری شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران شده است.

نتیجه گیری: بر این اساس می توان نتیجه گرفت که شرکت ها باید به تقویت حاکمیت شرکتی و همچنین ارتقاء سرمایه اجتماعی شرکت از طریق استقرار صحیح سازو کارهای راهبری شرکت و تعهد نسبت به نیازهای اجتماعی اقدام نمایند تا در نهایت به افزایش کارایی سرمایه گذاری منجر شود.

دانش افزایی: اکثر پژوهش های صورت گرفته در ایران در رابطه با شناسایی عوامل موثر بر کارایی سرمایه گذاری بوده، در این پژوهش در تکمیل پژوهش های صورت گرفته نقش تعدیلگر سرمایه اجتماعی در تاثیر حاکمیت شرکتی بر کارایی سرمایه گذاری بررسی شده است.

واژگان کلیدی: کارایی سرمایه گذاری، حاکمیت شرکتی، سرمایه اجتماعی، اثر تعاملی.

مقاله پژوهشی

*استناد: اکبری و امامی میبیدی (۱۴۰۴)؛ نقش تعدیلگری سرمایه اجتماعی در تاثیر حاکمیت شرکتی بر کارایی سرمایه گذاری، فصلنامه علمی دانش حسابداری

مالی، مقاله پژوهشی، دوره ۱۲، شماره ۲، پیاپی ۴۵، تابستان ۱۴۰۴، ۱۴۵-۱۶۵

تاریخ دریافت مقاله: ۱۴۰۳/۱۰/۲۷ تاریخ پذیرش نهایی: ۱۴۰۴/۳/۲۷

ناشر: دانشگاه بین المللی امام خمینی (ره) © حق مؤلف نویسندگان



۱- مقدمه

تصمیمات سرمایه‌گذاری از جمله کلیدی‌ترین تصمیمات شرکت‌ها به حساب می‌آید، چرا که رشد، سودآوری و موفقیت بلندمدت آن‌ها را تعیین می‌کند و ارتباط مستقیمی با افزایش ارزش شرکت دارد. به منظور اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری مؤثر، شرکت‌ها باید عواملی همچون حضور تیم‌های مدیریتی با مهارت و تعهد بالا و همچنین دسترسی به منابع مالی کافی را مد نظر قرار دهند (تریپاتی و همکاران^۱، ۲۰۲۴؛ ۱۳۴۳).

اگر تمام شرایط بهینه و بدون هیچ‌گونه اختلالی در بازار مهیا باشد، شرکت‌ها با دنبال کردن پروژه‌هایی که دارای ارزش فعلی خالص مثبت هستند، سرمایه‌گذاری‌های مؤثری انجام خواهند داد (مودیگیلانی و میلر^۲، ۱۹۵۸؛ ۲۸۰). سرمایه‌گذاری مؤثر زمانی محقق می‌شود که شرکت تنها در پروژه‌هایی با ارزش فعلی خالص مثبت باید سرمایه‌گذاری کند. با این حال؛ این وضعیت تنها در صورتی تحقق می‌یابد که بازار به طور کامل باشد و هیچ‌یک از مشکلات ناشی از بازار ناقص، از جمله گزینش نادرست و هزینه‌های نمایندگی، وجود نداشته باشد. فراتر از فرصت‌های سرمایه‌گذاری با ارزش فعلی خالص مثبت، سرمایه‌گذاری ناکافی یا انتخاب پروژه‌هایی با ارزش فعلی خالص منفی نمایانگر عدم کارایی در فرآیند سرمایه‌گذاری است، چرا که مدیران باید به طور بهینه در طرح‌هایی سرمایه‌گذاری کنند که ارزش افزوده‌ای برای شرکت ایجاد نمایند؛ به این معنی که طرح‌های با ارزش خالص مثبت را انتخاب کرده و طرح‌های با ارزش خالص منفی را رد نمایند (خالقی زاده و همکاران، ۱۴۰۳؛ ۱۶۲).

از سوی دیگر، سرمایه‌گذاری می‌تواند منجر به بروز هزینه‌های اخلاقی و هزینه‌های نمایندگی شود. بنابراین، عواملی که قادر به کنترل این نوع هزینه‌ها هستند، می‌توانند تأثیر قابل توجهی بر کارایی سرمایه‌گذاری داشته باشند. در سال‌های اخیر، مفهوم حاکمیت شرکتی به عنوان یک مکانیزم برای توسعه اقتصادی، شامل رویه‌ها و مدیریت افراد مرتبط در سازمان‌ها، مورد توجه ویژه قرار گرفته است و به ویژه از سوی مقامات نظارتی و کنترلی اهمیت زیادی پیدا کرده است. حاکمیت شرکتی به دلیل نقایصی که در قوانین و مقررات حاکم بر فعالیت‌های تجاری وجود داشت و منجر به ورشکستگی‌ها و مشکلات مالی برای بسیاری از شرکت‌های بزرگ شد و هزاران سهامدار و سرمایه‌گذار را تحت تأثیر قرار داد، شکل گرفته است (جفیل و همکاران^۳، ۲۰۲۳؛ ۲۰). بنابراین، حاکمیت شرکتی به عنوان راه‌حلی برای حل مشکل نمایندگی و تضاد منافع بین مدیریت شرکت، سهامداران و سایر ذینفعان معرفی شده است (چانگ و همکاران^۴، ۲۰۲۲؛ ۲۰).

حاکمیت شرکتی صحیح فرآیندی است که شرکت را در جهت بهبود عملکرد خود با توجه به منافع ذینفعان برای دستیابی به اهدافش تنظیم و نظارت می‌کند. اعمال اصول حاکمیت شرکتی صحیح در یک شرکت می‌تواند موجب بهبود عملکرد مالی آن شود، شرکت را از تقلب محافظت

کند و اعتماد سهامداران و عموم مردم را افزایش دهد. یکی از مشکلات رایجی که شرکت‌ها با آن مواجه هستند، فقدان ساختار نظارت حرفه‌ای در اداره امور شرکت است. اجرای حاکمیت شرکتی صحیح می‌تواند با ایجاد فشار بر مدیران برای استفاده بهینه از منابع، موجب افزایش کارایی سرمایه‌گذاری گردد (عفرین و رحمان^۵، ۲۰۲۴؛ ۷۸۰). با این حال، هنجارها و مؤلفه‌های شبکه‌های سرمایه اجتماعی، رفتارهای خودخواهانه مدیران را تنظیم کرده و انتقال اطلاعات را تسهیل می‌کنند که در نهایت موجب افزایش کارایی سرمایه‌گذاری می‌شود. بر اساس نظریه هنجارهای اجتماعی، مؤلفه‌های هنجاری سرمایه اجتماعی، رفتارهای مدیریتی را با تشویق به انجام معاملات صادقانه و اعمال ابزارهای انضباطی برای مقابله با نادرستی در ساختار اجتماعی، تنظیم می‌کنند (بوپان و همکاران^۶، ۲۰۲۲؛ ۱۸). سرمایه اجتماعی به عنوان یک عامل اجتماعی- رفتاری می‌تواند هزینه‌های اضافی شرکت را در حد قابل قبولی حفظ کند. بنابراین، هنگامی که سرمایه اجتماعی یک شرکت در سطح بالایی باشد، مدیران تمایل کمتری به بروز رفتارهای فرصت طلبانه نشان می‌دهند و تمایل بیشتری به همکاری و تعامل در شرکت دارند. بنابراین، کاهش رفتارهای فرصت طلبانه مدیران از طریق سرمایه اجتماعی می‌تواند بر افزایش کارایی سرمایه‌گذاری شرکت تأثیرگذار باشد (ابراهیمی و همکاران، ۱۴۰۱؛ ۳۰۰).

از دیدگاه نظریه پرداز ساختاری سرمایه اجتماعی، این تأثیر از طریق دو کانال کاهش می‌یابد. اولین کانال، ارائه اطلاعات با کیفیت به افراد داخلی شرکت است. بخش عمده‌ای از سرمایه انسانی در سازمان‌ها از جامعه محلی تأمین می‌شود. بنابراین، کارکنان متصل که از شبکه‌های اجتماعی خود بهره می‌برند، احتمالاً به مجموعه وسیع‌تری از اطلاعات دسترسی خواهند داشت که به آن‌ها امکان بهبود کیفیت محیط اطلاعاتی شرکت‌ها را می‌دهد (بچیر و جوپرو^۷، ۲۰۲۱؛ ۶۰۰). کانال دوم به کاهش فاصله اطلاعاتی میان شرکت و سهامداران خارجی آن می‌پردازد. سرمایه اجتماعی زیاد به ذینفعان محلی شرکت نظیر مشتریان، تأمین‌کنندگان، بانک‌ها، سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان این فرصت را فراهم کرده که اطلاعات واضحی در مورد عملکرد، سودآوری، اعتبار و شهرت شرکت جمع‌آوری کنند (هوسین^۸، ۲۰۱۷؛ ۳۳۰). بنابراین، اگر یک شرکت از سرمایه اجتماعی بالایی برخوردار باشد، می‌تواند این گونه استدلال کرد که در چنین شرکتی، حاکمیت شرکتی نیز به طور مؤثرتری بر بهبود کارایی سرمایه‌گذاری تأثیر خواهد گذاشت. از طرفی، اکثر پژوهش‌های صورت گرفته در ایران در رابطه با شناسایی عوامل موثر بر کارایی سرمایه‌گذاری بوده، در این پژوهش در تکمیل پژوهش‌های صورت گرفته نقش تعدیلگر سرمایه اجتماعی در تأثیر حاکمیت شرکتی بر کارایی سرمایه‌گذاری بررسی شده است، این احتمالات و ادعاها به عنوان هدف اصلی پژوهش حاضر مطرح شده است تا در بین شرکت‌های فعال در بورس اوراق بهادار تهران، نقش میانجی‌گری سرمایه اجتماعی در تأثیر حاکمیت شرکتی بر کارایی سرمایه‌گذاری بررسی شود. ساختار پژوهش به این صورت سازماندهی شده است: ابتدا مبانی

نظری و فرضیه‌های پژوهش تشریح می‌شود و سپس روش‌شناسی پژوهش تبیین می‌گردد. پس از آن، یافته‌های تجربی مورد تحلیل قرار می‌گیرد و در نهایت، نتیجه‌گیری و پیشنهادها ارائه خواهد شد.

۲- مبانی نظری

حاکمیت شرکتی و کارایی سرمایه‌گذاری

تصمیمات سرمایه‌گذاری از مهم‌ترین تصمیمات مالی مدیران هستند و گسترش سرمایه‌گذاری برای حل مشکلات اقتصادی در سطوح مختلف ضروری است. برای سنجش کارایی سرمایه‌گذاری، دو شاخص مطرح است: اول اینکه تأمین مالی هیچ تضمینی برای سرمایه‌گذاری صحیح ندارد و ممکن است مدیران پروژه‌های نادرست را انتخاب کنند. دوم، شرکت‌ها باید منابع مالی را برای فرصت‌های سرمایه‌گذاری جمع‌آوری کنند. در بازار کارآمد، پروژه‌های با ارزش فعلی خالص مثبت اولویت دارند، اما محدودیت‌های مالی می‌تواند توانایی مدیران را در تأمین مالی پروژه‌ها محدود کرده و منجر به کاهش سرمایه‌گذاری شود (سلیمانی امیری و همکاران، ۱۳۹۹؛ ۱۷۶). بنابراین، کارایی سرمایه‌گذاری در زمینه‌های کم و بیش سرمایه‌گذاری پیامدهای اقتصادی قابل توجهی دارد. به عنوان مثال، بنلملیه و بی‌تار^۹ (۲۰۱۸؛ ۶۵۴) معتقدند که کارایی سرمایه‌گذاری از کانال کنترل نوسانات قیمت سهام بر رشد ارزش شرکت و کاهش عدم تقارن اطلاعاتی اثر دارد. در واقع، کارایی سرمایه‌گذاری با کاهش تضاد منافع میان گروه‌های مختلف ذینفع، شکاف اطلاعاتی را کاهش داده و با هم‌راستاسازی منافع آن‌ها، عدم تقارن اطلاعاتی را کم کرده و در نهایت ارزش شرکت را افزایش می‌دهد. در همین راستا، طبق استدلال بیمو و همکاران^{۱۰} (۲۰۲۰؛ ۳۸۰)، هزینه‌های نمایندگی بالا به همراه افزایش عدم تقارن اطلاعاتی سبب سرمایه‌گذاری بیش از حد می‌شود، در این زمینه، افزایش نقدینگی در دست مدیران و هزینه‌های ناشی از کنترل رفتارهای فرصت‌طلبانه آن‌ها از جمله عواملی هستند که بر این موضوع تأثیر می‌گذارند. از جهت دیگر، مدیران در شرکت‌هایی که ناتوان در تأمین مالی برای بدهی‌ها افزایش یافته در ساختار سرمایه هستند حجم سرمایه‌گذاری شرکت را کاهش می‌دهند. در هر صورت چه سرمایه‌گذاری بیشتر از حد مطلوب و یا سرمایه‌گذاری کمتر از حد مطلوب معرف ناکارایی سرمایه‌گذاری است (کوهن و همکاران^{۱۱}، ۲۰۲۰؛ ۱۱۸۵).

اما در سال‌های اخیر، مفهوم حاکمیت شرکتی به عنوان حاکمیت شرکتی به عنوان مکانیزمی برای توسعه اقتصادی و بهبود مدیریت در سازمان‌ها شکل گرفته و به دلیل نقص‌های قوانین تجاری، برای پیشگیری از ورشکستگی‌ها و مشکلات مالی اهمیت یافته است (الدوایس و همکاران^{۱۲}، ۲۰۲۳؛ ۲۸). بنابراین، حاکمیت شرکتی به عنوان پاسخی به مشکلات نمایندگی و تضاد منافع بین مدیریت شرکت، سهامداران و سایر ذینفعان مطرح شده است (گونزالس‌پرز و

همکاران^{۱۳}، ۲۰۲۲؛ ۴۲۸). حاکمیت شرکتی خوب با تنظیم و کنترل شرکت، عملکرد مالی را بهبود می‌دهد، ثقل را کاهش می‌دهد و اعتماد سهامداران را افزایش می‌کند، در حالی که کارایی سرمایه‌گذاری را افزایش می‌دهد (عفرین و رحمان، ۲۰۲۴؛ ۷۸۲). بنابراین، حاکمیت شرکتی با کاهش مخاطرات اخلاقی و هزینه‌های نمایندگی، شفافیت را افزایش می‌دهد و مدیران را به انتخاب پروژه‌های با نرخ سرمایه‌گذاری بالا ترغیب می‌کند، که در نهایت کارایی سرمایه‌گذاری را بهبود می‌بخشد (چن و همکاران^{۱۴}، ۲۰۱۹؛ ۱۰۰). تئوری نمایندگی و هم‌سوسازی با کاهش رفتار فرصت‌طلبانه مدیران و عدم تقارن اطلاعاتی، اهداف مدیران و سهامداران را هم‌سو کرده و کارایی سرمایه‌گذاری و عملکرد مالی شرکت را بهبود می‌بخشد (البری و حسینی^{۱۵}، ۲۰۲۰؛ ۳۲۰). یادگاری و نعمت‌ال‌ه‌زاده (۱۴۰۳؛ ۱۰۸۰) اثر حاکمیت شرکتی بر کارایی سرمایه‌گذاری را با توجه به نقش تعدیل‌گری رقابت در بازار بررسی نموده‌اند. یافته‌های پژوهش مشخص نمود که حاکمیت شرکتی بر کارایی سرمایه‌گذاری اثر مثبت و معناداری داشته است؛ به عبارت دیگر، افزایش حاکمیت شرکتی منجر به افزایش کارایی سرمایه‌گذاری می‌شود. یافته‌های مطالعه‌ی وارث و همکاران (۱۴۰۱؛ ۵۲۱) به‌صورت تجربی رابطه‌ی حاکمیت شرکتی بر کارایی تخصیص سرمایه شرکت‌های عمومی مشخص نمود است که حاکمیت شرکتی ارتباط معناداری با کارایی سرمایه‌گذاری دارد. در نتیجه، فرضیه اول پژوهش به شرح ذیل ارائه می‌شود؛
فرضیه اول: حاکمیت شرکتی بر کارایی سرمایه‌گذاری تأثیر مثبت و معناداری دارد.

نقش سرمایه اجتماعی در رابطه بین حاکمیت شرکتی بر کارایی سرمایه‌گذاری

سرمایه اجتماعی از دیدگاه جامعه‌شناسی آمریکایی به سطح اعتماد میان گروه‌ها و جوامع اشاره دارد که ناشی از تعهدات و هنجارهاست. در مقابل، از دیدگاه جامعه‌شناسی اروپایی، سرمایه اجتماعی به تقویت پیوندها و شبکه‌ها و همچنین سلسله‌مراتب اجتماعی پرداخته است. هر دو دیدگاه بر سودمندی سرمایه اجتماعی در ارتقای آموزش، تحرک اجتماعی، رشد اقتصادی و توسعه تأکید دارند. بانک جهانی نیز سرمایه اجتماعی را تأثیر روابط انسانی و هنجارها بر تعاملات اجتماعی و توسعه اقتصادی می‌داند (الیلی^{۱۶}، ۲۰۲۲؛ ۱۱۰۵). سرمایه اجتماعی در تعاملات هنجاری گروه‌ها و جامعه تبلور می‌یابد و به‌طور فیزیکی قابل مشاهده نیست. افزایش آن باعث کاهش هزینه‌های اداره جامعه و عملیاتی سازمان‌ها می‌شود. شاخص‌های عملیاتی سرمایه اجتماعی شامل رفتارهای جمعی مناسب، تشریک مساعی برای رسیدن به اهداف مشترک، و رشد اعتماد و همکاری در شبکه‌ها و کارهای گروهی است. در نهایت، اعتماد، تعاملات متقابل، هویت جمعی و تشریک مساعی برای دستیابی به اهداف مشترک، حاصل سرمایه اجتماعی هستند (قائد و همکاران، ۱۴۰۳؛ ۳۳۳). نظریه‌پردازان رویکرد سازمانی ابعاد سرمایه اجتماعی را به سه بخش تقسیم کرده‌اند: (۱) بعد ساختاری که به روابط شبکه‌ای و دسترسی افراد به یکدیگر می‌پردازد، (۲) بعد رابطه‌ای که شامل اعتماد، هنجارها، الزامات و هویت در روابط

است، و ۳) بعد شناختی که به منابع مشترک مانند زبان، کدها و معانی در گروه‌ها اشاره دارد. این ابعاد به صورت هم‌افزا، می‌توانند به تقویت سرمایه اجتماعی و تسهیل همکاری‌های مؤثر در سازمان‌ها کمک کنند (مولوی، ۱۴۰۳؛ ۲۶۰).

ادبیات پیشین مشکلات نمایندگی و عدم تقارن اطلاعاتی را به عنوان موانع اصلی کارایی سرمایه‌گذاری شناسایی کرده که موجب انحراف از تصمیمات بهینه و کاهش بهره‌وری و ارزش شرکت‌ها می‌شود (بهاندراری و بویان^{۱۷}، ۲۰۲۳؛ ۱۴۵۰). مطابق با دیدگاه سرمایه اجتماعی ارائه شده توسط وولکاک^{۱۸} (۱۹۹۸) و پاتنام^{۱۹} (۱۹۹۳) سرمایه اجتماعی بر رفتار شرکتی و فرهنگ سازمانی تأثیر می‌گذارد. هنجارهای شبکه‌های اجتماعی می‌توانند رفتار مدیران را هدایت کرده و تضادهای نمایندگی را کاهش دهند. این امر باعث بهبود هماهنگی منافع و افزایش اثربخشی سرمایه‌گذاری می‌شود (الاولقی و همکاران^{۲۰}، ۲۰۲۳؛ ۴۰۱). هنجارهای سرمایه اجتماعی رفتارهای مدیریتی را با تشویق به صداقت و اعمال ابزارهای انضباطی منظم می‌کنند. این هنجارها باعث افزایش اعتماد، شفافیت و بهبود عملکرد سازمان می‌شوند (چن و لی^{۲۱}، ۲۰۲۴؛ ۷).

سرمایه اجتماعی بالا هزینه‌های اضافی شرکت را کنترل کرده و مدیران را به همکاری مؤثرتر ترغیب می‌کند. این امر باعث کاهش رفتارهای فرصت‌طلبانه و بهبود کارایی سرمایه‌گذاری و عملکرد مالی می‌شود (ابراهیمی و همکاران، ۱۴۰۱؛ ۳۰۲؛ گروبر و همکاران^{۲۲}، ۲۰۲۴؛ ۲۵). شبکه‌های سرمایه اجتماعی با کاهش عدم تقارن اطلاعاتی از طریق ارائه اطلاعات با کیفیت و دسترسی به منابع گسترده، شفافیت و عملکرد کلی سازمان را بهبود می‌بخشند و تصمیم‌گیری بهتری ایجاد می‌کنند (همرت و همکاران^{۲۳}، ۲۰۲۲؛ ۱۴).

سرمایه اجتماعی بالا به سهامداران خارجی کمک می‌کند تا اطلاعات شفاف و دقیق درباره عملکرد شرکت به دست آورند، که منجر به تصمیم‌گیری آگاهانه و افزایش اعتماد و اعتبار سازمان می‌شود. (کریگر و همکاران، ۲۰۲۱؛ ۶۵۵). ابراهیمی و همکاران (۱۴۰۲؛ ۶۰) بررسی‌های مختلفی در رابطه با ارتباط بین سرمایه اجتماعی و کارایی سرمایه‌گذاری انجام شده است. یافته‌های فرضیه‌های این پژوهش‌ها نشان می‌دهند که سرمایه اجتماعی می‌تواند باعث افزایش کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها شود. به عنوان مثال، در مطالعه‌ی محمدزاده ساطه و همکاران (۱۳۹۹؛ ۲۲۸) در پی بررسی اثر افشاء سرمایه اجتماعی بر هزینه سرمایه در شرکت‌های با عدم تقارن اطلاعاتی مشخص گردید که اثر افشاء سرمایه اجتماعی بر هزینه سرمایه منفی و معنادار بوده، بر این اساس، در جهت کاهش هزینه سرمایه لازم است که ارزش‌های اجتماعی در روابط اجتماعی در سازمان تقویت شود. این یافته‌ها نشان می‌دهند که افشای اطلاعات مرتبط با سرمایه اجتماعی می‌تواند به کاهش ریسک‌ها و بهبود دسترسی به منابع مالی ارزان‌تر کمک کند. در نتیجه فرضیه دوم پژوهش به شرح زیر ارائه می‌شود:

فرضیه دوم: سرمایه اجتماعی تاثیر مثبت حاکمیت شرکتی بر کارایی سرمایه‌گذاری را تشدید می‌نماید.

۳- روش‌شناسی

جامعه آماری و نمونه

پژوهش حاضر، توصیفی بوده و از نظر هدف کاربردی و در حیطه پژوهش‌های قیاسی و گذشته‌نگر با استفاده از داده‌های کمی می‌باشد. برای آزمون رابطه بین متغیرها و معنادار بودن مدل، از تحلیل رگرسیون چند متغیره در نرم‌افزار استاتا استفاده گردید. جامعه آماری پژوهش شامل شرکت‌های فعال در بورس اوراق بهادار تهران است که باید شرایط زیر را داشته باشند:

۱. شرکت در طی دوره زمانی ۱۳۹۴ تا ۱۴۰۱ به‌طور مستمر در بورس اوراق بهادار تهران حضور داشته باشد.

۲. به منظور افزایش قابلیت مقایسه‌پذیری، سال مالی شرکت به پایان اسفند ماه ختم شده باشد.
۳. شرکت از گروه شرکت‌های مالی، سرمایه‌گذاری، واسطه‌گری، بانک، هلدینگ و بیمه نباشد.
۴. اطلاعات مورد نیاز برای اندازه‌گیری متغیرهای پژوهش توسط شرکت منتشر شده باشد.
۵. شرکت در طی دوره پژوهش تغییر سال مالی نداشته باشد.

در جدول (۱)، با توجه به توضیحات با غربالگری ۱۶۱ شرکت از ۶۰۳ شرکت انتخاب شده است. از این رو، مشاهدات پژوهش حاضر طی بازه زمانی ۱۳۹۴ لغایت ۱۴۰۱ به ۱۲۸۸ سال-شرکت (۸ سال $\times$ ۱۶۱ شرکت) می‌رسد.

جدول ۱: نحوه تشکیل نمونه آماری پژوهش

تعداد کل شرکت های پذیرفته شده در بورس در پایان سال ۱۴۰۱	۶۰۳
معیارها:	
تعداد شرکت هایی که در قلمرو زمانی ۱۳۹۴-۱۴۰۱ در بورس فعال نبوده اند	(۲۱۷)
تعداد شرکت هایی از سال ۱۳۹۴ به بعد در بورس پذیرفته شده اند	(۱۱۳)
تعداد شرکت هایی که جز هلدینگ، سرمایه گذاری ها، واسطه گری های مالی، بانک ها و یا لیزینگ ها بوده اند	(۵۳)
تعداد شرکت هایی که سال مالی آن ها منتهی به ۲۹ اسفند نبوده و یا در قلمرو زمانی تحقیق تغییر سال مالی داده اند	(۵۶)
تعداد شرکت هایی که در قلمرو زمانی تحقیق اطلاعات مورد آن ها در دسترس نمی باشد	(۳)
تعداد شرکت های نمونه	۱۶۱

مدل و متغیرها

برای آزمون فرضیه اول این پژوهش مبنی تاثیر مثبت حاکمیت شرکتی بر کارایی سرمایه‌گذاری، به پیروی از مطالعه‌ی داک آدزاکلو و وانگ^{۲۴} (۲۰۲۴)، از الگوی رگرسیون (۱) در این تحقیق استفاده شده است؛

$$Inv.Effec_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 CG_{i,t} + \alpha_2 Size_{i,t} + \alpha_3 Q.Tobin_{i,t} + \alpha_4 Lev_{i,t} + \alpha_5 Liq_{i,t} + \alpha_6 Cash.Flow_{i,t} + \alpha_7 Tang_{i,t} + \alpha_8 Accruals_{i,t} + \alpha_9 Div_{i,t} + \alpha_{10} Au.Quality_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

برای آزمون فرضیه دوم پژوهش مبنی بر نقش تعدیل‌گری سرمایه اجتماعی بر تاثیر حاکمیت شرکتی بر کارایی سرمایه‌گذاری، به پیروی از مطالعه‌ی داک آدزاکلو و وانگ (۲۰۲۴)، از الگوی رگرسیون (۲) استفاده شده است؛

$$Inv.Effec_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CG_{i,t} + \beta_2 SC_{i,t} + \beta_3 (CG_{i,t} \times SC_{i,t}) + \beta_4 Size_{i,t} + \beta_5 Q.Tobin_{i,t} + \beta_6 Lev_{i,t} + \beta_7 Liq_{i,t} + \beta_8 Cash.Flow_{i,t} + \beta_9 Tang_{i,t} + \beta_{10} Accruals_{i,t} + \beta_{11} Div_{i,t} + \beta_{12} Au.Quality_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

در ادامه؛ متغیرهای الگوهای (۱) و (۲) که شامل متغیر وابسته، متغیر مستقل اصلی، متغیر تعدیلگر و متغیرهای کنترلی است، معرفی می‌شود.

متغیر وابسته

کارایی سرمایه‌گذاری ($Inv.Effec_{i,t}$)؛ در این پژوهش از مدل ارائه شده توسط بیدل و همکاران^{۲۵} (۲۰۰۹) برای اندازه‌گیری کارایی سرمایه‌گذاری استفاده شده است. بنابراین؛ فرض می‌شود که سرمایه‌گذاری تابعی از فرصت‌های رشد (که از طریق رشد فروش اندازه‌گیری می‌شود) است و از باقیمانده برآورد مدل (۳)، انحرافات از سرمایه‌گذاری مشخص می‌شود.

$$Investment_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 Growth_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

که در آن؛ سرمایه‌گذاری $t+1$ ($Investment_{i,t+1}$)؛ نمایانگر کل سرمایه‌گذاری است و رشد فروش t ($Growth_{i,t}$)؛ تغییر درصدی فروش از سال $t-1$ به t را نشان می‌دهد. مدل (۳)، با توجه به طبقه‌بندی فاما و فرنچ^{۲۶} برآورد می‌شود. مدل فاما و فرنچ به شرح مدل (۴) است؛

$$R_{pt} - R_{ft} = \alpha_i + \beta_i MKT_t + s_i SMB_t + h_i HML_t + \varepsilon_t \quad (4)$$

در مدل (۴)، R_{pt} ؛ بازده سهام، R_{ft} ؛ نرخ بازده بدون ریسک، α_i ؛ بازده غیر عادی یا اضافه بازده شرکت، MKT_t ؛ ریسک صرف بازار، SMB_t ؛ اندازه شرکت و HML_t ؛ ریسک ارزش دفتری به ارزش بازار است. پس از تخمین مدل (۴)، با توجه به باقیمانده مدل بازده مورد انتظار یک سهم طبقه‌بندی می‌شود. مدل فاما و فرنچ در تحلیل‌های مالی کاربردهای گسترده‌ای دارد و اگرچه در اصل برای توضیح بازده سهام توسعه یافته است، اما می‌توان از آن در زمینه‌هایی مانند ارزیابی کارایی سرمایه‌گذاری نیز استفاده کرد. بنابراین؛ با توجه به مبانی تئوریک مدل فاما و فرنچ باقیمانده تخمین مدل (۳)، پایین‌ترین باقیمانده‌ها یعنی بیشترین باقیمانده‌های منفی به عنوان شرکت‌های کم‌سرمایه‌گذار و بالاترین باقیمانده‌ها یعنی بیشترین باقیمانده‌های مثبت به عنوان شرکت‌های بیش‌سرمایه‌گذار دسته‌بندی می‌شوند. درواقع؛ این باقیمانده‌ها مشخص می‌کنند که سرمایه‌گذاری واقعی شرکت چقدر با مقدار پیش‌بینی شده تفاوت دارد و این تفاوت معرف ناکارایی سرمایه‌گذاری است.

متغیر مستقل

حاکمیت شرکتی ($CG_{i,t}$): حاکمیت شرکتی دارای مفهومی گسترده است و در پژوهش‌های پیشین برای اندازه‌گیری آن، از روش‌های مختلفی بهره‌برداری شده است. در این پژوهش به پیروی از مطالعه‌ی نیکبخت و احمدخان بیگی (۱۳۹۷) شاخص حاکمیت شرکتی بر اساس چهار مؤلفه به‌ترتیب؛ ۱. مؤلفه‌های هیئت مدیره، ۲. مؤلفه‌های حسابرسی، ۳. مؤلفه‌های حقوق سهامداران، ۴. مؤلفه‌های شفافیت و افشا هر پاسخ به شرط احراز شرایط، مثبت یک نمره به شاخص حاکمیت شرکتها اضافه می‌کند. به این ترتیب امتیاز حاکمیت شرکتی هر شرکت تعیین شده که از صفر تا شانزده می‌شود. پس از اندازه‌گیری هر کدام از مؤلفه‌ها، با استفاده از روش تحلیل مؤلفه‌های اصلی^{۲۷}، این چهار متغیر به یک متغیر تبدیل شده و به عنوان نمادی از حاکمیت شرکتی استفاده می‌شود. لذا؛ میانگین امتیاز حاکمیت شرکتی هر شرکت از صفر تا چهار خواهد شد. بنابراین؛ شرکت‌های با امتیاز بالاتر، حاکمیت با کیفیت بهتری دارند.

۱. مؤلفه‌های هیئت مدیره (B.Ind): بر اساس اعضای غیرموظف هیئت مدیره، جدا کردن نقش مدیر عامل از ریاست هیئت مدیره، ثبات مدیر عامل و استفاده از اعضای متخصص مالی در هیئت مدیره

۲. مؤلفه‌های حسابرسی (AC.Size): بر اساس چرخش حسابرسان مستقل (دوره تصدی حسابرسان مستقل، تخصص حسابرسان در صنعت، نوع حسابرسان) سازمان حسابرسی و مؤسسه حسابرسی مفید راهبر در مقابل سایر مؤسسات حسابرسی و وجود حسابرسی داخلی.

۳. مؤلفه‌های حقوق سهامداران (C.Size): بر اساس تمرکز مالکیت، معامله با اشخاص وابسته، دعاوی قانونی علیه شرکت و وجود بدهیهای احتمالی.

۴. مؤلفه‌های شفافیت و افشا (B.Size): بر اساس زمان‌بندی تهیه اطلاعات، قابلیت اتکای اطلاعات مندرج در گزارش‌های مالی، نوع اظهار نظر حسابرسان و وجود درگاه اینترنتی است.

متغیر تعدیل‌گر

سرمایه اجتماعی ($SC_{i,t}$): در این پژوهش به تبعیت از پژوهش محمدزاده سالطه و همکاران (۱۳۹۹)، با توجه به سه بعد شناختی، رابطه‌ای و ساختاری که در جدول (۲) بیان شده، تخمین زده می‌شود. بر این اساس تمامی مؤلفه‌های جدول (۲)، در قالب سه بُعد سرمایه اجتماعی شامل سرمایه شناختی، رابطه‌ای و ساختاری، با استفاده از یک چک لیست ۲۰ سؤالی ارزیابی می‌شود. امتیازدهی بر اساس اطلاعات مالی افشاء شده شرکت‌ها انجام می‌گیرد و برای هر شاخص، در صورت وجود، امتیاز یک و در غیر این صورت امتیاز صفر تعلق می‌گیرد. سپس امتیاز هر بخش نسبت به تعداد کل سؤالات آن محاسبه می‌شود. بر اساس چک لیست زیر، سرمایه شناختی با بررسی صورت‌های مالی و یادداشت‌های توضیحی و ارزیابی عملکرد شرکت در خصوص ۸ مؤلفه اول چک لیست مورد سنجش قرار گرفته است. همچنین سرمایه رابطه‌ای

از طریق بررسی عملکرد شرکت در مولفه‌های ۷ گانه بخش دوم چک لیست اندازه‌گیری شده و در نهایت سرمایه‌گذاری با ارزیابی عملکرد شرکت در خصوص مولفه‌های ۵ گانه بخش سوم چک لیست مورد سنجش قرار گرفته است.

جدول ۲: مولفه‌های اندازه‌گیری سرمایه اجتماعی

ردیف	موضوع
سرمایه شناختی (افشای اطلاعات مرتبط با رفاه کارکنان، دانش مرتبط با کار و آموزش کارکنان)	
۱	هزینه استخدام و آموزش کارکنان فعلی یا جدید
۲	مزایای کارکنان در شرکت
۳	سهام عادی و... کارکنان شرکت (انواع سهام ارائه شده به کارکنان)
۴	هزینه های ایمنی و بهداشت محیط کار
۵	کمک هزینه مهدکودک و...
۶	ارائه بورس تحصیلی به کارکنان
۷	پاداش کارکنان
۸	هزینه حقوق کارکنان
سرمایه رابطه ای (افشای اطلاعات مرتبط با مشتری مداری، سهم بازار شرکت، قراردادهای شرکت، گواهینامه ها و تقدیرنامه های شرکت)	
۱	هزینه تخفیفات فروش
۲	کمک مالی غیرموظف به افشار مختلف جامعه (مانند فقیران و مستمندان)
۳	کمک مالی به مؤسسات خیریه
۴	افشای مربوط به قراردادهای عمده منعقد شده شرکت
۵	خدمات پس از فروش
۶	هزینه های تضمین کیفیت محصول (مثل ایزو و بازرسی و...)
۷	هزینه های ایزو
سرمایه ساختاری (افشای اطلاعات مرتبط با سیستم های اطلاعاتی استفاده از فناوری و هزینه های تحقیق و توسعه)	
۱	هزینه‌های توسعه محصول و ایجاد محصول جدید
۲	خرید نرم افزار و دارایی‌های نامشهود
۳	هزینه‌های مرتبط با بهسازی تجهیزات و تأسیسات
۴	هزینه‌های تحقیق و پژوهش نظیر برگزاری سمینار و همایش
۵	هزینه‌های مرتبط با کنترل کیفیت محصولات و خدمات

متغیرهای کنترلی

اندازه شرکت ($Size_{i,t}$): این مقدار معادل لگاریتم طبیعی مجموع دارایی‌های شرکت در پایان دوره مالی است.

نسبت کیوتوبین ($Q.Tobin_{i,t}$): برای اندازه‌گیری این متغیر که معیاری از ارزش شرکت است، از رابطه (۵) استفاده گردیده است.

$$Q.Tobin_{i,t} = \frac{\text{ارزش بازار حقوق صاحبان سرمایه} + \text{مجموع بدهی‌های شرکت}}{\text{ارزش دفتری حقوق صاحبان سرمایه}} \quad (5)$$

اهرم مالی ($Lev_{i,t}$): برابر است با نسبت بدهی‌های شرکت به دارایی‌های شرکت در انتهای دوره مورد بررسی.

نقدینگی ($Liq_{i,t}$): برابر است با نسبت مجموع وجوه نقد و شبه نقد بر مجموع دارایی‌های شرکت در انتهای دوره مالی.

وجوه نقد عملیاتی ($Cash.Flow_{i,t}$): معادل مجموع سود خالص، تعدیلات مربوط به ارقامی است که سود را تحت تأثیر قرار داده‌اند، ولی جنبه نقدی نداشته‌اند و تغییرات در حساب‌های جاری عملیاتی (سرمایه در گردش به استثنای وجه نقد) است.

دارایی مشهود ($Tang_{i,t}$): برابر است با نسبت دارایی‌های مشهود بر مجموع دارایی‌های شرکت در انتهای دوره مالی.

اقلام تعهدی اختیاری ($Accruals_{i,t}$): برای اندازه‌گیری اقلام تعهدی اختیاری با توجه به رابطه (۶) به شرح زیر است؛

$$\frac{TACC_{i,t}}{TA_{i,t-1}} = \beta_1 \frac{1}{TA_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{\Delta REV_{i,t} - \Delta REC_{i,t}}{TA_{i,t-1}} + \beta_3 \frac{PPE_{i,t}}{TA_{i,t-1}} + \beta_4 ROA_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (6)$$

که در رابطه (۶)، اقلام تعهدی^{۲۸} ($TACC_{i,t}$)، مجموع دارایی‌ها دوره قبل ($TA_{i,t-1}$)، تغییر در درآمدها ($\Delta REV_{i,t}$)، تغییر در حساب‌های دریافتنی ($\Delta REC_{i,t}$)، دارایی‌های مشهود شرکت ($PPE_{i,t}$)، بازده دارایی‌های شرکت ($ROA_{i,t}$) است. باقیمانده رابطه (۶) به عنوان اقلام تعهدی اختیاری در نظر گرفته می‌شود.

سود تقسیمی ($Div_{i,t}$): برابر است با نسبت سود تقسیمی بر سود خالص شرکت.

کیفیت حسابرسی ($Au. Quality_{i,t}$): یک متغیر موهومی بوده بدین صورت که اگر در دوره مورد بررسی حسابررس مستقل شرکت سازمان حسابرسی یا موسسات حسابرسی درجه الف باشد، مقدار ۱ و در غیر اینصورت مقدار صفر می‌گیرد.

۴- یافته‌ها

آمار توصیفی

نتایج آمار توصیفی متغیرهای تحقیق شامل مشاهداتی از ۱۶۱ شرکت در دوره زمانی ۸ ساله از سال ۱۳۹۴ تا ۱۴۰۱ است که در جدول (۲)، به تفکیک متغیرهای پژوهش بیان شده است. گزارش ارائه شده مربوط به با توجه به مشاهده داده‌های پرت در داده‌های اولیه، با اعمال دستور وینزورایز نسبت به ترمیم داده‌های پرت اقدام و آمار توصیفی بر این اساس تهیه شده است. میانگین کارایی سرمایه‌گذاری، ($-۰/۰۶۳$) است. به هر میزان این عدد به صفر نزدیک‌تر باشد، بیانگر کارایی سرمایه‌گذاری بیشتر است. کمینه این متغیر ($-۰/۲۷۴$) و بیشینه آن ($-۰/۰۰۷$) است. حاکمیت شرکتی نیز که برآیندی از سه متغیر استقلال هیات مدیره، اندازه هیات مدیره و استقلال کمیته حسابرسی است، به طور میانگین $۳/۶۳۹$ است و حاکمیت شرکتی در وضعیت قابل قبولی قرار دارد. سرمایه اجتماعی نیز که بر اساس روش امتیازدهی محاسبه گردیده دارای میانگین $۰/۷۴۰$ است. عدد گزارش شده حاکی از آن است که سرمایه اجتماعی در بین شرکت‌های مورد بررسی در وضعیت مطلوبی قرار داشته و تقریباً ۷۵ درصد از امتیازات توسط شرکت‌ها در شاخص‌های ۲۰ گانه سرمایه اجتماعی کسب شده است.

جدول ۳: آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

نام متغیر	نماد	میانگین	انحراف معیار	کمینه	بیشینه	چولگی	کشدگی
کارایی سرمایه‌گذاری	Inv.Eff ^e	-۰/۰۶۳	۰/۰۶۲	-۰/۲۷۴	-۰/۰۰۷	-۲/۲۷۶	۸/۰۸۳
حاکمیت شرکتی	CG	۳/۶۳۹	۰/۲۰۱	۳/۲۹۴	۴/۱۵۰	۰/۷۹۹	۳/۸۳۱
سرمایه اجتماعی	SC	-۰/۷۴۰	۰/۱۰۱	۰/۶۰۰	۰/۹۵۰	۰/۵۱۲	۲/۲۰۸
اندازه شرکت	Size	۱۵/۱۸۹	۱/۵۲۸	۱۲/۸۲۳	۱۸/۵۶۷	۰/۵۷۵	۲/۶۴۸
کیوتوبین	Q.Tobin	۲/۸۹۰	۱/۹۹۵	۱/۰۹۸	۸/۴۳۰	۱/۵۰۲	۴/۳۹۳
اهرم مالی	Lev	-۰/۵۲۶	۰/۱۹۲	۰/۱۸۵	۰/۸۵۴	-۰/۰۷۶	۲/۰۵۸
تقدینگی	Liq	-۰/۰۷۶	۰/۰۷۸	۰/۰۰۵	۰/۲۹۴	۱/۵۰۰	۴/۳۶۲
وجوه نقد عملیاتی	Cash.F	-۰/۶۴۳	۱/۵۳۷	-۰/۰۸۳	۶/۲۸۰	۲/۹۵۷	۸/۳۶۳
دارایی مشهود	Tang	-۰/۲۵۶	۰/۱۷۰	۰/۰۳۷	۰/۶۱۶	۰/۵۹۸	۲/۱۸۵
آفلام تعهدی اختیاری	Acc	۰/۰۰۸	۰/۱۵۸	-۰/۲۳۹	۰/۳۷۶	۰/۶۶۷	۲/۹۸۵
سود تقسیمی	Div	۰/۰۵۳	۰/۰۲۸	۰/۰۰۰	۰/۰۹۶	-۰/۴۳۴	۲/۲۹۱
کیفیت حسابرسی	Au.Q	۱۱۲۰	تعداد وجود	تعداد عدم وجود	درصد وجود	درصد عدم وجود	
		۱۱۲۰	۱۶۸	۸۷	۱۳		

کمینه این متغیر ۰/۶۰۰ و بیشینه آن ۰/۹۰۰ است. سود تقسیمی کمترین انحراف معیار و نسبت کیوتوبین دارای بیشترین انحراف معیار است. کارایی سرمایه‌گذاری، اهرم مالی و سود تقسیمی دارای چولگی منفی و مابقی متغیرها دارای چولگی مثبت بوده‌اند. وجوه نقد عملیاتی نیز دارای بیشترین کشیدگی بوده که پراکندگی بالای داده‌ها را نشان می‌دهد.

آمار استنباطی

برای آزمون فرضیه‌های تحقیق، از مدل رگرسیون خطی چندگانه استفاده گردیده است. در ابتدا قبل از برآزش الگو لازم است، برای جلوگیری از رگرسیون کاذب و اطمینان آزمون‌های تشخیصی انجام شود که در جدول (۴) بیان شده است.

جدول ۴: آزمون‌های تشخیصی الگوهای پژوهش

مدل	آزمون	آماره	احتمال	نتیجه تست
(۱)	چاو	۱/۹۴	۰/۰۰۰	روش تابلویی
	هاسن	۱۸۰/۱۱	۰/۰۰۰	اثرات ثابت
	جارج برا	۰/۹۸۹	۰/۶۷۵	نرمال
(۲)	چاو	۲/۲۹	۰/۰۰۰	روش تابلویی
	هاسن	۱۱۶/۷۰	۰/۰۰۰	اثرات ثابت
	جارج برا	۰/۷۹۸	۰/۷۸۹	نرمال

در ادامه، به منظور بررسی میزان اعتبار فرضیه‌ها، نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ها تشریح شده است. نتایج آزمون الگوی اول بعد از کنترل آزمون تشخیصی و فرضیه‌های زیربنایی رگرسیون در جدول (۴)، بیان شده است.

با توجه به جدول (۴)، در الگوی اول ضریب تشخیص برابر ۰/۶۸۱۴ است. این بدین معنا است که متغیرهای توضیحی مدل توانایی پیش‌بینی ۶۸/۱۴ درصد از تغییرات کارایی سرمایه‌گذاری را برخوردار هست. براین اساس، مقدار ضریب حاکمیت شرکتی ۰/۰۹۸ است و احتمال آماری آن کمتر از ۰/۰۵ است، حاکمیت شرکتی تاثیر مثبت و معناداری بر کارایی سرمایه‌گذاری

دارد و فرضیه اول پژوهش رد نمی‌شود. به عبارتی حاکمیت شرکتی کارایی سرمایه‌گذاری را افزایش می‌دهد.

جدول ۵: نتایج آزمون فرضیه اول پژوهش

نام متغیر	نماد	ضریب	آماره-Z	احتمال
حاکمیت شرکتی	CG	۰/۰۹۸	۱۴/۶۹	۰/۰۰۰
اندازه شرکت	Size	۰/۰۰۰۱	۰/۰۹	۰/۹۳۱
کیوتوبین	Q.Tobin	-۰/۰۰۱	-۱/۱۶	۰/۲۴۶
اهرم مالی	Lev	۰/۰۲۹	۲/۶۲	۰/۰۰۹
نقدینگی	Liq	۰/۰۱۷	۰/۷۵	۰/۴۵۲
وجوه نقد عملیاتی	Cash.F	-۰/۰۰۱	-۰/۹۷	۰/۳۳۱
دارایی مشهود	Tang	-۰/۱۶۵	-۱۴/۴۹	۰/۰۰۰
آقلام تعهدی اختیاری	Acc	۰/۰۰۲	-۰/۲۷۰	۰/۷۹۰
سود تقسیمی	Div	۰/۰۴۱	۰/۶۴	۰/۵۲۳
کیفیت حسابرسی	Size	-۰/۰۰۱	-۰/۲۷	۰/۷۸۸
عرض از مبدا	C	-۰/۳۹۳	-۱۱/۳۴	۰/۰۰۰
ضریب تشخیص=۰/۶۸۱۴				
آماره F(احتمال)=۵۷۵/۱۶(۰/۰۰۰)				

اما، در جدول (۶)، نتایج تخمین الگوی (۲)، برای تفسیر فرضیه دوم بیان شده است. مطابق نتایج در جدول (۶)، در الگوی دوم ضریب تشخیص برابر با ۰/۶۵۹۱ است، بدان معنا که متغیرهای توضیحی مدل توانایی پیش‌بینی ۶۵/۹۱ درصد از تغییرات کارایی سرمایه‌گذاری را تفسیر می‌نمایند. با توجه به اینکه مقدار ضریب متغیر تعاملی (حاکمیت شرکتی* سرمایه اجتماعی) برابر با ۰/۷۸۱ و از مقدار ضریب متغیر حاکمیت شرکتی که برابر با ۰/۰۵۹ است، بیشتر است و نیز سطح احتمال معناداری آن کمتر از ۰/۰۵ است، فرضیه دوم، مبنی بر سرمایه اجتماعی تاثیر مثبت حاکمیت شرکتی بر کارایی سرمایه‌گذاری را تشدید می‌نماید، رد نمی‌شود.

جدول ۶: نتایج آزمون فرضیه دوم پژوهش

نام متغیر	نماد	ضریب	آماره-Z	احتمال
حاکمیت شرکتی	CG	۰/۰۵۹	۸/۷۰	۰/۰۰۰
سرمایه اجتماعی	SC	۰/۱۰۵	۷/۰۳	۰/۰۰۰
حاکمیت شرکتی* سرمایه اجتماعی	CG×SC	۰/۷۸۱	۱۲/۰۲	۰/۰۰۰
اندازه شرکت	Size	-۰/۰۰۱	-۱/۵۶	۰/۱۱۸
کیوتوبین	Q.Tobin	-۰/۰۱	-۱/۵۷	۰/۱۱۵
اهرم مالی	Lev	۰/۰۱۵	۱/۴۱	۰/۱۵۷
نقدینگی	Liq	۰/۰۰۵	۰/۲۴	۰/۸۰۹
وجوه نقد عملیاتی	Cash.F	-۰/۰۰۱	-۱/۱۰	۰/۲۷۳
دارایی مشهود	Tang	-۰/۱۲۷	-۱۱/۶۷	۰/۰۰۰
آقلام تعهدی اختیاری	Acc	۰/۰۰۲	۰/۳۵	۰/۷۲۴
سود تقسیمی	Div	۰/۰۳۹	۰/۶۵	۰/۵۱۷
کیفیت حسابرسی	Size	-۰/۰۰۰۹	-۰/۲۰	۰/۸۴۱
عرض از مبدا	C	-۰/۲۹۵	-۸/۶۹	۰/۰۰۰
ضریب تشخیص=۰/۶۵۹۱				
آماره F(احتمال)=۵۷۵/۱۶(۰/۰۰۰)				

۵- بحث و نتیجه‌گیری

هدف اصلی این پژوهش بررسی نقش تعدیلگری سرمایه اجتماعی در تأثیر حاکمیت شرکتی بر کارایی سرمایه‌گذاری در ۱۶۱ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در طی سال‌های ۱۳۹۴ تا ۱۴۰۱ بوده است. یافته‌های حاصل از آزمون فرضیه اول پژوهش نشان می‌دهد که حاکمیت شرکتی تأثیر مثبت و معناداری بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران دارد. تئوری نمایندگی به وجود هزینه‌هایی اشاره دارد که در نتیجه نبود، نظارت مؤثر بر مدیران، منافع مالکان را تهدید می‌کند. یکی از مهم‌ترین نمودهای این هزینه‌ها، تصمیمات نادرست در زمینه سرمایه‌گذاری است؛ جایی که مدیران ممکن است منابع را به پروژه‌هایی اختصاص دهند که سودآوری کافی نداشته یا حتی به دلیل انگیزه‌های شخصی، از فرصت‌های مناسب صرف‌نظر کنند. این تصمیم‌گیری‌های نادرست موجب کاهش خالص ارزش فعلی پروژه‌ها نسبت به انتظارات مالکان می‌شود. برای مقابله با این مشکل، مفهوم حاکمیت شرکتی مطرح شده است که مجموعه‌ای از سازوکارها را برای تنظیم روابط میان مدیران و ذی‌نفعان فراهم می‌کند. حاکمیت شرکتی مؤثر می‌تواند از طریق شفاف‌سازی اطلاعات، ارتقای پاسخگویی و ایجاد ساختارهای کنترلی، زمینه‌ساز کاهش رفتارهای فرصت‌طلبانه شود. از سوی دیگر، با تقویت هم‌راستایی میان منافع مدیر و مالک، حساسیت تصمیم‌گیری در خصوص سرمایه‌گذاری افزایش یافته و منابع با کارایی بیشتری تخصیص می‌یابند. نبود ساختار نظارتی مناسب، یکی از چالش‌های اساسی در شرکت‌هاست که با استقرار اصول حاکمیت شرکتی، می‌توان بر آن غلبه کرد. در نتیجه، پیاده‌سازی صحیح حاکمیت شرکتی، نقشی اساسی در بهبود عملکرد مالی، افزایش اعتماد عمومی و ارتقای بهره‌وری سرمایه‌گذاری ایفا می‌کند. یافته‌های آزمون فرضیه اول پژوهش با نتایج مطالعات یادگاری و نعمت‌زاده (۱۴۰۳)، وارث و همکاران (۱۴۰۱)، عفرین و رحمان (۲۰۲۴)، الدوایس و همکاران (۲۰۲۳)، گونزالس (۲۰۲۲)، بیمو و همکاران (۲۰۲۰) و البری و حسینی (۲۰۲۰) هم‌سو است. با توجه به نتایج پژوهش مبنی بر تأثیر مثبت و معنادار حاکمیت شرکتی بر کارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، پیشنهاداتی برای بهبود وضعیت حاکمیت شرکتی در ایران ارائه می‌شود. در گام نخست، شرکت‌ها باید به تقویت استقلال هیئت‌مدیره بپردازند و از افراد متخصص و مستقل در حوزه‌های مالی، حقوقی و صنعتی بهره‌برند تا تصمیم‌گیری‌ها منطبق بر منافع بلندمدت سهامداران صورت گیرد. تشکیل کمیته‌های حسابرسی، ریسک و پاداش نیز می‌تواند نظارت مؤثرتری را بر عملکرد مدیران اجرایی اعمال کند. همچنین، استفاده از حسابرسان مستقل و معتبر و اجرای حسابرسی‌های داخلی منظم، به شفافیت اطلاعات مالی و کاهش تخلفات کمک می‌کند. برای حفظ حقوق سهامداران، به‌ویژه سهامداران اقلیتی، تدوین سیاست‌های حمایتی و ایجاد بسترهای الکترونیکی جهت مشارکت در مجامع عمومی ضروری است. شرکت‌ها باید اطلاعات

مالی و غیرمالی خود را به صورت شفاف، دقیق و به موقع منتشر کنند و از استانداردهای بین‌المللی گزارشگری مالی بهره گیرند. در نهایت، افشای اطلاعات مسئولیت‌پذیری اجتماعی و محیط‌زیستی می‌تواند به افزایش اعتماد عمومی و ارتقاء اعتبار شرکت منجر شود.

نتایج آزمون فرضیه دوم پژوهش نشان می‌دهد که سرمایه اجتماعی تأثیر مثبت حاکمیت شرکتی بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را تشدید می‌کند. بر اساس نظریه مشروعیت، شرکت‌هایی که با رعایت اصول اخلاقی، توجه به محیط‌زیست و پاسخگویی به نیازهای جامعه فعالیت می‌کنند، از مشروعیت اجتماعی بیشتری برخوردار بوده و در نتیجه سرمایه اجتماعی بالاتری کسب می‌کنند. چنین شرکت‌هایی برای حفظ وجهه عمومی و جلب اعتماد ذی‌نفعان، بخشی از منابع خود را صرف مسئولیت‌های اجتماعی می‌نمایند. این اقدامات گرچه خارج از حوزه فعالیت اصلی شرکت است، اما در بلندمدت با کاهش هزینه‌های نمایندگی و افزایش اعتبار سازمان، منافع اقتصادی برای مالکان به همراه دارد. از منظر تئوری ذی‌نفعان، سرمایه اجتماعی زمانی تقویت می‌شود که شرکت منافع تمامی گروه‌های درگیر را در تصمیم‌گیری‌ها لحاظ کند. این رویکرد سبب کاهش تصمیمات احساسی یا مغرضانه و در نتیجه بهبود کارایی سرمایه‌گذاری می‌شود. در این میان، سرمایه اجتماعی نقش مؤثری در بهبود دسترسی ذی‌نفعان به اطلاعات دقیق از عملکرد شرکت ایفا می‌کند و با ارتقای شفافیت، کیفیت تصمیم‌گیری‌ها را افزایش می‌دهد. مطابق دیدگاه سرمایه اجتماعی، وجود هنجارهای رفتاری درون شبکه‌های اجتماعی و تعاملات مستمر میان اعضا، زمینه‌ساز نظم‌پذیری مدیران و تسهیل تبادل اطلاعات است. این عوامل به طور مستقیم بر کاهش تضاد منافع و نابرابری اطلاعاتی اثرگذارند. از این رو، سرمایه اجتماعی از یک سو با کنترل رفتارهای منفعت‌طلبانه، مانع سرمایه‌گذاری‌های افراطی یا محافظه‌کارانه می‌شود و از سوی دیگر، با کاهش عدم تقارن اطلاعاتی، تخصیص منابع را هدفمندتر می‌سازد. در نهایت، تقویت سرمایه اجتماعی می‌تواند با ارتقای کارایی تخصیص سرمایه، به رشد پایدار و عملکرد بهتر شرکت‌ها منجر شود. یافته‌های این فرضیه با نتایج پژوهش‌های قائد و همکاران (۱۴۰۳)، مولوی (۱۴۰۳)، ابراهیمی و همکاران (۱۴۰۲)، محمدزاده سالطه و همکاران (۱۳۹۹)، گرویر و همکاران (۲۰۲۴)، چن و لی (۲۰۲۴)، الاولقی و همکاران (۲۰۲۳) و بهانداری و بویان (۲۰۲۳) هم‌سو است. بر اساس نتایج فرضیه دوم پژوهش، سرمایه اجتماعی نقش تقویتی در اثرگذاری مثبت حاکمیت شرکتی بر کارایی سرمایه‌گذاری دارد. در این راستا، شرکت‌ها باید با ایجاد و تقویت روابط مستحکم و مؤثر با کارکنان، مدیران و سایر ذینفعان، شبکه‌های اجتماعی داخلی و خارجی خود را توسعه دهند. این روابط موجب کاهش عدم تقارن اطلاعاتی، تسهیل فرآیند تصمیم‌گیری و در نهایت بهبود کارایی سرمایه‌گذاری می‌شود. گسترش تعامل با مشتریان، تأمین‌کنندگان و سرمایه‌گذاران نیز به افزایش شفافیت اطلاعات و جلب اعتماد عمومی کمک می‌کند. انتشار منظم اطلاعات مالی، گزارش‌های

غیرمالی و مسئولیت‌های اجتماعی می‌تواند سرمایه اجتماعی شرکت را تقویت کند. همچنین بهره‌گیری از دانش مشاوران و نخبگان در تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری، موجب افزایش دقت و کاهش ریسک می‌شود. تقویت فرهنگ سازمانی مبتنی بر صداقت، شفافیت و مسئولیت‌پذیری نیز می‌تواند رفتارهای ناسالم مدیریتی را کاهش داده و کارایی سرمایه‌گذاری را ارتقا بخشد. درنهایت؛ خاطرنشان می‌گردد که باتوجه به محدود بودن جامعه آماری به ۱۶۱ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در طی سال‌های ۱۳۹۴ تا ۱۴۰۱ بوده است، تسری نتایج به سایر شرکت‌ها بایستی با احتیاط انجام گیرد.

یادداشت‌ها

1. Tripathi et al
 2. Modigliani and Miller
 3. Jafeel et al
 4. Chung et al
 5. Afrin and Rahman
 6. Bhuyan et al
 7. Bechir and Jouirou
 8. Houcine
 9. Benlemlih and Bitar
 10. Bimo et al
 11. Cohen et al
 12. Alduais et al
 13. Gonzalez-Perez et al
 14. Chen et al
 15. Elberry and Hussainey
 16. Ellili
 17. Bhandari and Bhuyan
 18. Woolcock
 19. Putnam
 20. Al-Awlaqi et al
 21. Chen and Li
 22. Gruber et al
 23. Hemmert et al
 24. Dak-Adzaklo and Wong
 25. Biddle et al
 26. Fama and French
 27. Principle Components Analysis (PCA)
۲۸. اقلام تعهدی برابر است با مابه تفاوت (تغییرات در حساب‌های دریافتی+ موجودی کالا+ پیش‌پرداخت‌ها) از (تغییرات در حساب‌های پرداختی+ هزینه‌های پرداخت نشده) است.

کتابنامه

- ابراهیمی، اسماعیل؛ رضایی، فرزین؛ قادری، صلاح الدین. (۱۴۰۱). سرمایه اجتماعی، چسبندگی سود سهام و کارایی سرمایه‌گذاری. *دانش سرمایه‌گذاری*، ۱۱(۴۴): ۲۹۷-۳۱۴.
- ابراهیمی، اسماعیل؛ رضایی، فرزین؛ قادری، صلاح الدین. (۱۴۰۲). سرمایه اجتماعی و کارایی سرمایه‌گذاری شرکت. *دانش سرمایه‌گذاری*، ۱۲(۴۵): ۵۳-۷۱.
- خالقی‌زاده دهکردی، مریم؛ صراف، فاطمه؛ نجفی مقدم، علی. (۱۴۰۳). نقش معیارهای عملکرد در تبیین کارایی سرمایه‌گذاری با تأکید بر روش هوش مصنوعی. *دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت*، ۱۳(۵۱): ۱۵۱-۱۶۸.
- سلیمانی امیری، غلامرضا؛ وحید افتخاری؛ دانشیار، فاطمه. (۱۳۹۹). بررسی رابطه اطمینان بیش از حد مدیریت و کارایی سرمایه‌گذاری با تأکید بر نقش میانجی تأمین مالی داخلی. *نشریه دانش حسابداری*، ۴۳: ۱۷۱-۱۸۶.

طهمورثی، زهرا؛ طالب نیا، قدرت الله؛ برادران حسن زاده، رسول؛ موسوی، نعمت الله؛ وکیلی فرد، حمیدرضا. (۱۴۰۳). مدل سازی متغیرهای اثرگذار بر کارایی سرمایه گذاری: شواهدی از شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *دانش سرمایه گذاری*، ۱۳(۵۱): ۳۶۱-۳۸۴.

قائد، مریم؛ خدادادی، ولی؛ جرجرزاده، علیرضا؛ کعب عمیر، احمد. (۱۴۰۳). راهبری شرکتی و کارایی سرمایه گذاری: با تأکید بر محافظه کاری مدیریتی. *دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت*، ۱۳(۵۱): ۳۲۳-۳۴۴.

محمدزاده سالطه، حیدر؛ ابیضی، عیسی؛ محبعلی پور، مهدی. (۱۳۹۹). تأثیر سرمایه اجتماعی بر هزینه سرمایه با تأکید بر عدم تقارن اطلاعاتی. *پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی*، ۱۲(۴۶): ۲۰۳-۲۳۱.

مولوی، زینب. (۱۴۰۳). ضعف سرمایه اجتماعی و چالش بوروکراسی هراسی در ایران. *مدیریت سرمایه اجتماعی*، ۱۱(۳): ۲۵۶-۲۶۷.

وارث، حامد؛ صلوات زاده، علی؛ بناء زاده، محمد جواد (۱۴۰۱). بررسی تجربی تأثیر حاکمیت شرکتی در کارایی تخصیص سرمایه شرکتهای عمومی. *مدیریت دولتی*، ۱۴(۴): ۵۰۹-۵۳۰. یادگاری، سعید؛ نعمت اله زاده، مرجان (۱۴۰۲). تأثیر حاکمیت شرکتی بر کارایی سرمایه گذاری و همچنین نقش تعدیل گری رقابت در بازار. *نشریه علمی رویکردهای پژوهشی نوین مدیریت و حسابداری*، ۷(۲۵): ۱۰۷۰-۱۰۹۴.

نیکبخت، محمدرضا؛ احمد خان بیگی، مصطفی. (۱۳۹۷). تأثیر حاکمیت شرکتی بر کیفیت گزارشگری مالی: رویکرد یکپارچه. *بررسی های حسابداری و حسابرسی*، ۲۵(۳): ۴۳۳-۴۵۵.

References

- Afrin, S. & Rahman, M.M. (2024). Does CSR affect investment efficiency? The moderating role of company reputation. *PSU Research Review*, 8(3), 774-793. <https://doi.org/10.1108/PRR-03-2023-0024>.
- Al-Awlaqi, M. A., Aamer, A. M., Barahmah, M. M., & Alsanabani, A. S. (2023). Moderating effect of human capital factors on the relationship between entrepreneurship training and entrepreneurial orientation: an empirical study on micro-sized businesses. *International Journal of Entrepreneurship and Small Business*, 48(4), 389 – 407. <https://doi.org/10.1504/IJESB.2022.10034690>.
- Alduais, F.; Alsawalhah, J.; Almasria, N.A. (2023). Examining the Impact of Corporate Governance on Investors and Investee Companies: Evidence from Yemen. *Economies*, 11(1), 13-34. <https://doi.org/10.3390/economies11010013>.

- Benlemlih, M., & Bitar, M. (2018). Corporate social responsibility and investment efficiency. *Journal of Business Ethics*, 148(3), 647–671. <https://doi.org/10.1007/s10551-016-3020-2>.
- Bhandari, A., Bhuyan, M, N, H., (2023). Social capital and capital allocation efficiency. *Journal of Business Finance & Accounting*, 50 (7-8), 1439-1466. <https://DOI:10.1111/jbfa.12662>.
- Bhandari, A., Bhuyan, M, N, H., (2023). Social capital and capital allocation efficiency. *Journal of Business Finance & Accounting*, 50 (7-8), 1439-1466. <https://doi.org/10.1111/jbfa.12662>.
- Bhuyan, M. N. H., Okafor, C. E., & Cho, E. (2022). Do friendly boards impact the value of real options?. *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 33(c), 1-23. DOI: 10.1016/j.jbef.2021.100623.
- Biddle, G. C., Hilary, G., & Verdi, R. S. (2009). How does financial reporting quality relate to investment efficiency? *Journal of Accounting and Economics*, 48(2–3), 112–131. <https://doi.org/10.1016/J.JACCECO.2009.09.001>.
- Bimo, I. D., Silalahi, E. E., & Kusumadewi, N. L. G. L. (2021). Corporate governance and investment efficiency in Indonesia: The moderating role of industry competition. *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 20(2), 371–384. <https://doi.org/10.1108/JFRA-12-2020-0351>.
- Chen, D., Y, N. J., Tsang, A., & Tsang, A. (2019). Cross-listings and voluntary disclosure: International evidence. *Journal of Financial Reporting*. 4(2), 89–113. <https://doi.org/10.2308/jfir-52576/>.
- Chen, M., & Li, W. (2024). Social capital development on interest-based networks: examining its antecedents, process, and consequences. *Humanities and Social Sciences Communications*, 11(1), 1-10. <https://DOI:10.1057/s41599-024-02609-1>.
- Chung, Chune Young, Hyeik Kim, and Kainan Wang. (2022). Do Domestic or Foreign Institutional Investors Matter? The Case of Firm Information Asymmetry in Korea. *Pacific-Basin Finance Journal*, 72(c), 1-23 . DOI:10.1016/j.pacfin.2022.101727.
- Cohen, D., Pandit, S., Wasley, C. E., & Zach, T. (2020). Measuring real activity management. *Contemporary Accounting Research*, 37(2), 1172–1198 . DOI:10.1111/1911-3846.12553.
- Dak-Adzaklo, C, S, P., Wong, R, M, K., (2024). Corporate governance reforms, societal trust, and corporate financial policies. *Journal of Corporate Finance*. 84. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2023.102507>.
- Ebrahimi, E., Rezaei, F., & Qaderi, S. (2022). Social Capital, Dividend Stickiness, and Investment Efficiency. *Investment Knowledge*, 11(44), 297-314. (In Persian).
- Ebrahimi, E., Rezaei, F., & Qaderi, S. (2023). Social Capital and Corporate Investment Efficiency. *Investment Knowledge*, 12(45), 53-71. (In Persian).

- Elberry, N., & Hussainey, K. (2020). Does corporate investment efficiency affect corporate disclosure practices?. *Journal of Applied Accounting Research*, 21(2), 309–327. <https://doi.org/10.1108/JAAR-03-2019-0045>.
- Ellili, N. O. D. (2022). Impact of ESG disclosure and financial reporting quality on investment efficiency. *Corporate Governance the International Journal of Business in Society*, 22(5), 1094–1111. <https://doi.org/10.1108/CG-06-2021-0209>.
- Ghaed, M., Khodadadi, V., Jarjarzadeh, A. R., Kaeb Omir, A. (2024). Corporate Governance and Investment Efficiency: Focusing on Managerial Conservatism. *Journal of Managerial Accounting and Auditing*, 13(51), 323-344. (In Persian).
- Gonzalez-Perez, M.A., Gomez-Trujillo, A.M. and Velez-Ocampo, J. (2020). A literature review on the causality between sustainability and corporate reputation. *Management of Environmental Quality: An International Journal*. 31(2). 406-430, DOI:[10.1108/MEQ-09-2019-0207](https://doi.org/10.1108/MEQ-09-2019-0207).
- Gruber, M., Dencker, J. C., & Nikiforou, A. (2024). How founder human capital and founding conditions shape new firm performance: a study of necessity entrepreneurship during times of economic crisis. *Academy of Management Journal*, 67(2), 1-54. [https://DOI:10.5465/amj.2022.0405](https://doi.org/10.5465/amj.2022.0405).
- Hemmert, M., Cross, A. R., Cheng, Y., Kim, J. J., Kotosaka, M., Waldenberger, F., & Zheng, L. J. (2022). The influence of founders' human capital on the performance of new technology-based firms in China, South Korea and Japan: an exploratory study. *Asia Pacific Business Review*, 30(5), 1-25. [https://DOI:10.1080/13602381.2022.2151711](https://doi.org/10.1080/13602381.2022.2151711).
- Houcine, A. (2017). *The effect of financial reporting quality on corporate investment efficiency: Evidence from the Tunisian stock market*, *Research in International Business and Finance*, 42(C), 321-337. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.07.066>.
- Jafeel, A. Y., Abdalla, Y. A., Alaa Amin Abdalla, A. A., & Warsame, M. H. (2023). How corporate governance quality affects investment efficiency? An empirical analysis of nonfinancial companies in the Gulf Cooperation Council 2015-2020. *Cogent Business & Management*, 10(1), 1-23. <https://doi.org/10.1080/23311975.2023.2198061>.
- Khaleghi-Zadeh Dehkordi, M., Sarraf, F., & Najafi Moghadam, A. (2024). The Role of Performance Metrics in Explaining Investment Efficiency with Emphasis on Artificial Intelligence Methods. *Journal of Managerial Accounting and Auditing*, 13(51), 151-168. (In Persian).
- Krieger, A., Stuetzer, M., Obschonka, M., & Salmela-Aro, K. (2021). The growth of entrepreneurial human capital: origins and development of skill variety. *Small Business Economics*, 59(2), 645-664. [https://DOI:10.1007/s11187-021-00555-9](https://doi.org/10.1007/s11187-021-00555-9).
- Modigliani, F & Miller, M. H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261-297.

- Mohammadzadeh Saltah, H., Abyazi, I., & Mahbali Pour, M. (2020). The Impact of Social Capital on the Cost of Capital with Emphasis on Information Asymmetry. *Financial Accounting and Auditing Research*, 12(46), 203-231. (In Persian).
- Moulavi, Zeinab. (2024). Weak Social Capital and the Bureaucracy Phobia Challenge in Iran. *Social Capital Management*, 11(3), 256-267. (In Persian).
- Nikbakht, M. R., & Ahmad Khani Bigi, M. (2018). The impact of corporate governance on financial reporting quality: An integrated approach. *Accounting and Auditing Reviews*, 25(3), 433-455. <https://doi.org/10.22059/acctgrev.2018.205747.1007306>. (In Persian).
- Putnam, R. D. (1995). Bowling Alone: America's Declining Social Capital. *Journal of Democracy*, 6(1), 1-10. <https://DOI:10.1353/jod.1995.0002>.
- Soleimani, Amiri, G., Vahid, E., & Daneshyar, F. (2020). Investigating the Relationship Between Managerial Overconfidence and Investment Efficiency, Emphasizing the Mediating Role of Internal Financing. *Accounting Knowledge Journal*, 43, 171-186. (In Persian).
- Tahmouresi, Z., Talebnia, G., Baradaran Hasan Zadeh, R., Mousavi, N., & Vakili Fard, H. (2024). Modeling Variables Influencing Investment Efficiency: Evidence from Companies Listed on the Tehran Stock Exchange. *Investment Knowledge*, 13(51), 361-384. (In Persian).
- Tripathi, V., Goodell, J. W., Madhavan, V., & Kumar, S. (2024). Moderating effect of capital structure on the relationship between corporate governance mechanisms and firm value: Evidence from India. *International Review of Economics & Finance*, 92, 1336- 1350.
- Varess, H., Salavat-Zadeh, A., & Banaazadeh, M. Ja. (2022). An Empirical Examination of the Impact of Corporate Governance on the Capital Allocation Efficiency of Public Companies. *Public Management*, 14(4), 509-530. (In Persian).
- Woolcock, M. (1998). Social capital and economic development: Toward a theoretical synthesis and policy framework. *Theory and Society*, 27, 151-208. <https://doi.org/10.1023/A:1006884930135>.
- Yadgari, S., & Nematollah-Zadeh, M. (2023). The Impact of Corporate Governance on Investment Efficiency and the Moderating Role of Market Competition. *Journal of New Research Approaches in Management and Accounting*, 7(25), 1070-1094. (In Persian).