



فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری  
دوره ۱۱ / شماره ۴ (پیاپی ۴۴) / زمستان ۱۴۰۱  
صفحه ۲۹۷ تا ۳۱۴

## سرمایه اجتماعی، چسبندگی سود سهام و کارایی سرمایه‌گذاری

اسماعیل ابراهیمی

گروه حسابداری، واحد قزوین، دانشگاه آزاد اسلامی، قزوین، ایران  
esmail\_e63@yahoo.com

فرزین رضایی

دانشیار گروه حسابداری، دانشکده مدیریت و حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد قزوین، قزوین، ایران (نویسنده مسئول)  
farzin.rezaei@qiau.ac.ir

صلاح الدین قادری

استادیار گروه جامعه‌شناسی، دانشکده ادبیات و علوم انسانی، دانشگاه خوارزمی، البرز، ایران  
salahedin.gh@khu.ac.ir

تاریخ دریافت: ۱۴۰۰/۱۰/۱۴ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۰/۱۱/۱۷

### چکیده

سرمایه اجتماعی به منزله یک عامل اجتماعی-رفتاری می‌تواند مشکل هزینه‌های بیش از حد شرکت را در سطح مطلوبی نگه دارد. بنابراین، زمانی که سرمایه اجتماعی یک شرکت در سطح بالایی قرار داشته باشد، مدیران رفتارهای فرصت طلبانه کمتری از خود نشان می‌دهند و برای همکاری و تعامل بیشتر در شرکت می‌کوشند. از این رو، کاهش رفتارهای فرصت طلبانه مدیران از طریق سرمایه اجتماعی می‌تواند بر چسبندگی سود سهام و افزایش کارایی سرمایه‌گذاری شرکت تاثیرگذار باشد. لذا بر پایه این استدلال، پژوهش حاضر به بررسی رابطه بین سرمایه اجتماعی، چسبندگی سود سهام و کارایی سرمایه‌گذاری می‌پردازد. بدین منظور، برای اندازه‌گیری سرمایه اجتماعی از پرسشنامه لوی و لی (۲۰۱۵) استفاده گردید. آزمون فرضیه‌ها با استفاده از روش مدل‌سازی معادلات ساختاری بر اساس اطلاعات ۸۳ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در سال ۱۳۹۸ انجام شده است. یافته‌های فرضیه اول پژوهش حاکی از آن است که سرمایه اجتماعی باعث افزایش کارایی سرمایه‌گذاری شرکت می‌گردد. همچنین سطح بالای سرمایه اجتماعی در شرکت‌ها باعث چسبندگی سود سهام می‌شود.

واژه‌های کلیدی: سرمایه اجتماعی، چسبندگی سود سهام، کارایی سرمایه‌گذاری شرکت.

## ۱- مقدمه

همواره تشریح چسبندگی سود سهام به‌عنوان یک چالش اساسی در ادبیات مالی و حسابداری به‌شمار می‌آید. با توجه به اینکه ثبات و پایداری سود سهام بر اساس پژوهش لیتنر (۱۹۵۶) به‌عنوان یکی از نگرانی‌های اساسی شرکت‌ها محسوب می‌شود، بسیاری از پژوهشگران در این حوزه به بررسی پدیده فراگیر هموارسازی سود پرداخته‌اند. بر اساس پژوهش لمبرشت و مایرز (۲۰۱۲) و بیکر و همکاران (۲۰۱۶) ویژگی‌های مدیریتی مانند شکل‌گیری عادت و ریسک‌گریزی حاوی پیامدهای مهمی برای هموارسازی سود سهام است. با این وجود، محققانی نظیر لیری و مایکل (۲۰۱۱) و میکایی و رابرتز (۲۰۱۲) بر شاخص‌های اقتصادی-اجتماعی در بازار سهام و همچنین ویژگی‌های صنعت و شرکت تأکید کرده‌اند. بنابراین در ارتباط با تأثیر ویژگی‌های مدیریتی بر چسبندگی سود سهام و کارایی سرمایه‌گذاری در ادبیات نظری پژوهش خلاء تحقیقاتی وجود دارد.

در همین راستا گارچیا-فیجائو (۲۰۲۱) بر این باور است که ویژگی شخصیتی مدیریت به‌عنوان سرمایه اجتماعی، می‌تواند پیامدهایی برای هموارسازی سود سهام داشته باشد. از نظر وی، سرمایه اجتماعی به‌عنوان ارزش تعهدات غیررسمی و قراردادهای اجتماعی است. این تعریف بر درک سرمایه اجتماعی از دو منظر خرد و کلان تأکید دارد که در این پژوهش رویکرد سطح خرد را در نظر خواهیم گرفت که سرمایه اجتماعی را به‌عنوان یک دارایی شخصی که به نفع یک فرد یا شرکت است در نظر گرفته شده است. به‌طور کلی سرمایه اجتماعی بر اساس دیدگاه فیدار (۲۰۱۹) مربوط به قوانین اعتماد متقابل روابط بین افراد است. لذا برخلاف سایر اشکال سرمایه، سرمایه اجتماعی در ساختار روابط بین افراد و میان افراد به وجود می‌آید و این نوع سرمایه نه در افراد به‌صورت انفرادی یافت خواهد شد و نه به‌واسطه وسایل فیزیکی تولید می‌شود (آلوارز و رامانی، ۲۰۱۶). از این رو، سرمایه اجتماعی یک کالای با مالکیت مشترک است که در مقابل سرمایه مالی یا انسانی که مالکیت آن شخصی است قرار دارد (هاشمی و همکاران، ۱۴۰۰). به پیروی از لاری و میچائیل (۲۰۱۱) دو نظریه نمایندگی و نظریه عدم تقارن اطلاعات به‌عنوان عامل اصلی پیش‌بینی رقابتی نقش بالقوه سرمایه اجتماعی محسوب می‌گردد. به‌طور نمونه بر اساس پژوهش‌های کومار و لی (۲۰۰۱) و گاتمن و همکاران (۲۰۱۰) مدل‌های عدم تقارن اطلاعات حاکی از آن است که بر اساس نظریه سیگنال‌دهی، شرکت‌هایی که از سطح بالای عدم تقارن اطلاعاتی برخوردار است مدیران اقدام به هموارسازی سود سهام می‌کنند. دی مارزو و سانیکوو (۲۰۰۸) عامل اصلی هموارسازی سود سهام توسط مدیران را عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سهامداران می‌داند. وو (۲۰۱۷) معتقد است که هموارسازی سود سهام عمدتاً توسط نگرانی‌های شغلی مدیران از جایگاه خود انجام می‌شود. علاوه بر این؛ شرکت‌هایی که به تأمین مالی خارجی دسترسی دارند تمایلی به افزایش سود سهام ندارند و شرکت‌هایی که دارای محدودیت مالی نیز هستند بیشتر به هموارسازی سود سهام اقدام می‌کنند (آلمیدا و همکاران، ۲۰۰۴؛ بیتس و همکاران، ۲۰۰۹). گارچیا-فیجائو (۲۰۲۱) بر این باور است که سرمایه اجتماعی شرکت از طریق ایجاد روابط گسترده اجتماعی بین افراد، سود سهام شرکت را نیز کاهش می‌دهد و روابط بیشتری را برای انتشار اخبار و اطلاعات شرکت به بازار فراهم می‌آورد که این امر می‌تواند مشکلات عدم تقارن اطلاعات را از طریق هموارسازی سود کاهش دهد. همچنین کوهن (۲۰۰۹) نشان داد که روابط اجتماعی باعث ایجاد تبادل اطلاعات بین افراد مختلف می‌شود. اشمیت

(۲۰۱۵) معتقد است که اطلاعات مربوط به ادغام‌ها به‌طور مؤثر در شبکه‌های شخصی پخش می‌شود. در یک محیط بین‌المللی، فریس و همکاران (۲۰۱۷) نشان دادند که شبکه‌های اجتماعی از طریق ایجاد روابط اجتماعی بین افراد، خطای پیش‌بینی تحلیل‌گر و هزینه تأمین مالی سهام را کاهش می‌دهند. بنابراین، در چارچوب مدل‌های اطلاعات نامتقارن، از آنجا که ارتباطات اجتماعی بر جریان اطلاعات تأثیر مثبت می‌گذارد، بنابراین عدم تقارن اطلاعات را کاهش داده و از این‌رو نیاز به هموارسازی سود سهام در شرکت کمتر می‌گردد. همچنین بر اساس ادبیات نظری سرمایه اجتماعی از طریق ایجاد ارتباطات اجتماعی، نگرانی‌های شغلی مدیران را کاهش داده و این امر باعث کاهش انگیزه‌های مدیریتی برای هموارسازی سود می‌شود (فالی و همکاران، ۲۰۱۴؛ نگوین، ۲۰۱۲). به‌طور خاص، انگلبرگ و همکاران (۲۰۱۲) بیان کردند که ارتباطات اجتماعی ناشی از سرمایه اجتماعی منجر به کاهش نیاز به فراهم کردن بودجه از خارج شرکت و کاهش مؤثر محدودیت‌های مالی می‌گردد. با توجه به مدل‌های تقسیم سود، هموارسازی سود در بین شرکت‌هایی که دسترسی محدودی به تأمین مالی خارج از شرکت ندارند شیوع بیشتری دارد، بنابراین انتظار می‌رود که رابطه معکوس بین سرمایه اجتماعی و تمایل شرکت به تقسیم سود سهام وجود داشته باشد. لذا، پژوهش حاضر در پی یافتن پاسخی برای این سؤال است که آیا بین سرمایه اجتماعی، چسبندگی سود سهام و کارایی سرمایه‌گذاری شرکت رابطه معناداری وجود دارد یا خیر؟ در صورت مثبت بودن پاسخ فوق، نوع رابطه به چه شکل است؟

## مبانی نظری فرضیه‌ها و پیشینه تحقیق

### مبانی نظری

سرمایه اجتماعی مفهومی نوین و بین‌رشته‌ای است که توجه بسیاری از محققان و صاحب‌نظران علوم اجتماعی را به خود جلب کرده است (مهربان‌پور و جندقی قمی، ۱۳۹۸؛ حسن و همکاران، ۲۰۱۵) و به‌نوعی دارایی اقتصادی، موجب شکل‌گیری همکاری‌های سودمند میان کنشگران اقتصادی و پیدایش هم‌افزایی در جامعه می‌شود. سرمایه اجتماعی مجموعه ویژگی‌های محیطی و روابط اجتماعی است که می‌تواند با تسهیل همکاری و هماهنگی میان افراد، موجب دستیابی به اهداف و منافع مشترک شود (جهها و چن، ۲۰۱۵؛ مهربان‌پور و همکاران، ۱۳۹۷؛ خیرگو و سهیلی، ۱۳۹۷). سرمایه اجتماعی صاحب‌کار، از هنجارها، ارزش‌ها، تمایل‌ها، فرهنگ و روابط وی نشئت می‌گیرد و به‌منزله نوعی سازوکار کنترلی، احتمال اتخاذ سیاست‌های فرصت‌طلبانه عملیاتی و گزارشگری را کاهش می‌دهد (حسن و همکاران، ۲۰۱۵؛ جهها، ۲۰۱۷). با این وجود، تحقیقات اندکی در خصوص اثرات تعامل اجتماعی در سایر حوزه‌ها و تأثیر سرمایه اجتماعی بر تصمیمات مدیران در ارتباط با کارایی سرمایه‌گذاری شرکت وجود دارد. به‌طور نمونه می‌توان به نقش سرمایه اجتماعی در بخش‌هایی از جمله قراردادهای مالی (گایسو و همکاران، ۲۰۰۴)، پاداش هیئت‌مدیره (بلیویو و همکاران، ۱۹۹۶)، تصمیمات مدیران (ماران، ۲۰۰۵)، تعهد سازمانی کارکنان (واتسون و پامارکوس، ۲۰۰۲)، حفظ ارزش شرکت (ناهاپیت و قاشال، ۱۹۹۷)، نوآوری محصولات (تسای و غشال، ۱۹۹۸)، رقابت از طریق تبادل اطلاعات (وو، ۲۰۰۸)، ساختار سرمایه (گائو و همکاران، ۲۰۱۱)، رقابت و نوآوری (استون و همکاران، ۲۰۱۲)، بازده سهام (گازسیا و نورلی، ۲۰۱۲)، حق‌الزحمه حسابرسی (جهها و چن، ۲۰۱۵)، مسئولیت

اجتماعی (جها و کاکس، ۲۰۱۵)، تصمیمات شرکتی و فردی (جها و همکاران، ۲۰۱۸) و گزارش‌های مالی (جها، ۲۰۱۹) اشاره نمود. لذا سرمایه اجتماعی از بسیاری جهت بر شرکت‌ها تأثیرگذار است که تأکیدی بر اهمیت سرمایه اجتماعی را در شرکت‌ها نشان می‌دهد. به‌طور نمونه، بوتانزی و همکاران (۲۰۱۶) نشان دادند که اعتماد اجتماعی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌ها تأثیر مثبت دارد. همچنین، آنگ و همکاران (۲۰۱۰) دریافتند که شرکت‌هایی با سطح سرمایه اجتماعی بالاتر از جذب سرمایه‌گذاری خارجی بیشتری برخوردارند.

سرمایه اجتماعی از طریق ارتباط و اعتماد متقابل بین افراد باعث کاهش نظارت‌های پرهزینه می‌گردد و ارتباط بین سرمایه‌گذار و شرکت را از طریق افزایش اعتماد تسهیل می‌بخشد. بنابراین وجود اعتماد اجتماعی پیامدهای منفی قراردادهای ناقص را به حداقل می‌رساند و متعاقباً دسترسی شرکت را به تأمین مالی خارجی و کارایی سرمایه‌گذاری را در شرکت‌ها بهبود می‌بخشد (کانداری، ۱۹۹۲).

کیفیت و سرعت کسب اطلاعات با توجه به موقعیت شرکت بر اساس روابط بین آن‌ها تعیین می‌شود. لین و همکاران (۲۰۰۹) بر این باورند؛ زمانی که روابط اجتماعی و اقتصادی با یکدیگر درهم‌آمیخته است، روابط مستحکم‌تری را شکل می‌دهد که باعث ایجاد ارزش برای شرکت‌ها می‌گردد و در نتیجه عدم تقارن اطلاعاتی بین وام‌گیرندگان و وام‌دهندگان را کاهش می‌دهد. در همین راستا، برخی پژوهشگران بر این باورند که سرمایه اجتماعی شرکت می‌تواند باعث کاهش عدم تقارن اطلاعاتی شرکت‌ها گردد و در نتیجه سرمایه‌گذاری‌های کمتر از حد شرکت‌ها کاهش می‌یابد (ژو و همکاران، ۲۰۱۳؛ چن و همکاران، ۲۰۱۱؛ چان و همکاران، ۲۰۱۲؛ شین و وانگ، ۲۰۰۵؛ هو و لین، ۲۰۱۵).

بنابراین، سرمایه اجتماعی قدرت هنجارها و تراکم شبکه‌های اجتماعی را در یک منطقه نشان می‌دهد. عوامل اقتصادی- اجتماعی می‌تواند بر تصمیمات مدیران اثرگذار باشد (فلاح شمس و همکاران، ۱۳۹۹). از این رو، شرکت‌هایی با سرمایه اجتماعی بالاتر تقارن اطلاعاتی کمتری را نسبت به هم‌تایان خود دارند. لذا سرمایه اجتماعی، مدیران را از اتخاذ تصمیمات تعدیل‌کننده منابع فرصت‌طلبانه در راستای منافع شخصی خود باز می‌دارد که این امر از طریق کاهش عدم تقارن اطلاعاتی باعث عدم هموارسازی سود در شرکت می‌گردد. لذا بر پایه این استدلالها، فرضیه‌های پژوهش به‌صورت زیر تدوین شده است:

**فرضیه اول:** بین سرمایه اجتماعی و کارایی سرمایه‌گذاری شرکت رابطه معناداری وجود دارد.

**فرضیه دوم:** بین سرمایه اجتماعی و چسبندگی سود سهام شرکت رابطه معناداری وجود دارد

### پیشینه تجربی پژوهش

گارسیا- فیجو و همکاران (۲۰۲۱) در پژوهش خود به بررسی ارتباط بین سرمایه اجتماعی مدیران و هموارسازی سود سهام پرداختی پرداختند. نتایج یافته‌های آن‌ها نشان داد که سرمایه اجتماعی مدیران با افزایش سود و سودآوری از نظر اقتصادی در شرکت همراه است. پانتا (۲۰۲۰) در پژوهشی به بررسی تأثیر سرمایه اجتماعی بر ریسک‌پذیری شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار آمریکا پرداخت و نتایج آن‌ها نشان‌دهنده آن است که بین سرمایه اجتماعی و ریسک‌پذیری شرکت‌ها رابطه منفی وجود دارد. هوانگ و همکاران (۲۰۲۰) به بررسی

رابطه اعضای مشترک هیئت‌مدیره، سرمایه اجتماعی و ریسک‌پذیری پرداختند. یافته‌های آن‌ها نشان‌دهنده وجود رابطه بین اعضای مشترک هیئت‌مدیره و رفتار ریسک‌پذیری مدیران شرکت‌ها است. هارتلیب و همکاران (۲۰۲۰) تأثیر سرمایه اجتماعی بر رفتار نامتقارن هزینه‌های شرکت را مورد بررسی قرار دادند. نتایج پژوهش نشان داد که شرکت‌های ایالات‌متحده با سرمایه اجتماعی بالا از تقارن کمتری در رفتار هزینه برخوردارند و سرمایه اجتماعی جامعه، مدیران را از اتخاذ تصمیمات تعدیل‌کننده منابع فرصت‌طلبانه که باعث چسبندگی هزینه‌ها می‌گردد باز می‌دارد. کووان و همکاران (۲۰۱۹) در پژوهشی به بررسی ارتباط بین سیاست‌های پولی، سرمایه اجتماعی و سرمایه‌گذاری شرکت‌های ایالات‌متحده آمریکا پرداختند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد که دو عامل نوآوری در سیاست‌های پولی و سرمایه اجتماعی شرکت‌ها بر ناکارآمدی سرمایه‌گذاری شرکت تأثیرگذار است. در مورد پیشینه داخلی به مربوطترین پژوهش‌های صورت گرفته در این حوزه اشاره می‌گردد. محمدی و همکاران (۱۳۹۹) در پژوهشی به بررسی تأثیر سرمایه اجتماعی بر پاسخگویی اجتماعی سازمانی با تأکید بر اخلاق کسب‌وکار را مورد بررسی قرار دادند. یافته‌ها، نشان داد پاسخگویی اجتماعی به صورت مستقیم از سطح سرمایه اجتماعی و اخلاق کسب‌وکار تأثیر می‌پذیرد. علاوه بر آن، سرمایه اجتماعی به صورت غیرمستقیم و از طریق اخلاق کسب‌وکار بر پاسخگویی اجتماعی مؤثر است. فلاح شمس و همکاران (۱۳۹۹) در پژوهشی به بررسی سرمایه اجتماعی مدیران و رفتار نامتقارن هزینه‌ها پرداختند. یافته‌های حاکی از آن بود که سرمایه اجتماعی از طریق کاهش انگیزه‌های فرصت‌طلبانه مدیران باعث کاهش رفتار نامتقارن هزینه‌ها می‌شود. خامه چی و رنگریز (۱۳۹۸) به فرا تحلیل پیامدهای سرمایه پرداختند و دریافتند که بین پیامدهای سرمایه اجتماعی در سطح سازمان و جامعه دارای اندازه اثر بالا هستند. مهربان پور و جندقی قمی (۱۳۹۸) با بررسی جایگاه مالی و سرمایه اجتماعی دریافتند که شاخص‌های سرمایه اجتماعی شناختی و ساختاری با جایگاه مالی واحدهای تجاری رابطه مثبت دارند.

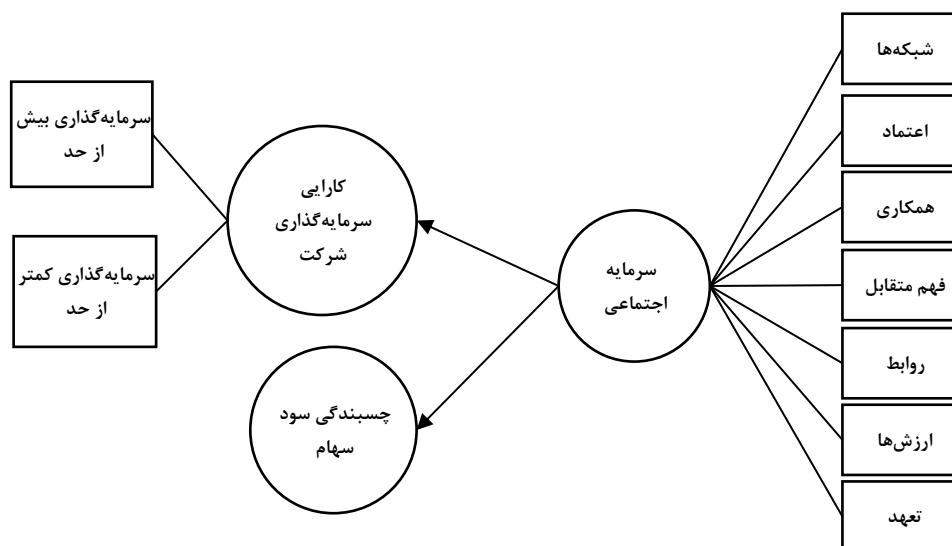
### روش‌شناسی

تحقیق حاضر از نظر هدف، پژوهشی کاربردی است. داده‌های پژوهش از لوح‌های فشرده آرشبو آماری و تصویری سازمان بورس اوراق بهادار تهران، پایگاه اینترنتی بورس اوراق بهادار تهران، نرم‌افزار ره‌آورد نوین و داده‌های مربوط به متغیر سرمایه اجتماعی نیز با ارسال پرسشنامه به مدیران شرکت‌های نمونه گردآوری گردید. در نهایت، با توجه به حجم نمونه‌ها، از نرم‌افزار اسمارت پی ال اس برای تجزیه و تحلیل داده‌های فرضیه اول و نرم‌افزار ایوبوز جهت تحلیل فرضیه دوم استفاده شد. جامعه آماری مورد مطالعه در این پژوهش شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در سال ۱۳۹۸ است. نمونه انتخابی تحقیق نیز شرکت‌هایی می‌باشند که مجموعه شرایط زیر را دارا باشند:

- ۱) شرکت‌هایی که از ابتدا تا انتهای سال ۱۳۹۸ در عضویت بورس اوراق بهادار باشند.
- ۲) به منظور افزایش قابلیت مقایسه، سال مالی آن‌ها منتهی به پایان اسفندماه باشد.
- ۳) طی سال مذکور تغییر فعالیت یا تغییر سال مالی نداده باشند.

۴) جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری و واسطه‌گری مالی نباشند (شرکت‌های سرمایه‌گذاری به علت تفاوت ماهیت فعالیت با بقیه شرکت‌ها در جامعه آماری منظور نشدند).  
 پس از اعمال محدودیت‌های فوق تعداد ۱۱۶ شرکت به‌عنوان نمونه تحقیق انتخاب شدند و پرسشنامه مذکور برای مدیران مالی این شرکت‌ها ارسال گردید که درنهایت پس از پیگیری‌های فراوان، ۸۳ پرسشنامه تکمیل و برگشت داده شد و به‌عنوان نمونه نهایی برای تجزیه و تحلیل استفاده گردید.

### الگوی مفهومی و نحوه اندازه‌گیری متغیرهای پژوهش



شکل ۱. الگوی مفهومی پژوهش

#### متغیر مستقل: سرمایه اجتماعی

سرمایه اجتماعی به‌عنوان متغیر مستقل پژوهش در نظر گرفته شده است که برای سنجش آن از پرسشنامه استاندارد سرمایه اجتماعی لوی و لی (۲۰۱۵) استفاده شده است. این پرسشنامه از ۹ گویه و ۲۸ سؤال که شامل شبکه‌ها، اعتماد، همکاری، فهم متقابل، روابط، ارزش‌ها و تعهد تشکیل شده است. سؤال‌های ۶ تا ۹ برای سنجش خرده مقیاس شبکه‌ها، ۱ تا ۵ برای سنجش اعتماد، ۱۰ تا ۱۳ برای سنجش همکاری، ۲۱ تا ۲۴ برای سنجش فهم متقابل، ۱۴ تا ۱۷ برای سنجش روابط، ۱۸ تا ۲۰ برای سنجش ارزش‌ها و سؤال‌های ۲۵ تا ۲۸ برای سنجش تعهد است. نمره‌گذاری پرسش‌نامه مذکور بر اساس طیف ۵ گزینه‌ای لیکرت (خیلی موافقم=۵، موافقم=۴، نظری ندارم=۳، مخالفم=۲ و خیلی مخالفم=۱) انجام شده است. هم‌چنین، نسبت جمع امتیاز متعلق به هر پرسش‌نامه به کل امتیاز

قابل اکتساب (۱۴۰)، به‌عنوان شاخص سرمایه اجتماعی شرکت در نظر گرفته شد. گفتنی است به‌منظور کسب اطلاعات مفید درباره سرمایه اجتماعی، پس از مذاکره حضوری با سطوح مختلف مدیریتی (مدیرعامل، مدیر اداری، مدیر مالی، مدیر منابع انسانی و مدیر فنی) در شرکت، پرسش‌نامه به‌وسیله مطلع‌ترین مدیر نسبت به موضوع سرمایه اجتماعی تکمیل شد (میانگین سابقه‌کاری هر فرد نشان‌دهنده آگاهی وی نسبت به شرکت بود).

### متغیرهای وابسته

**کارایی سرمایه‌گذاری شرکت:** در این پژوهش از الگوی ارائه‌شده توسط تقی زاده خانقاه و همکاران (۱۳۹۸) برای سنجش کارایی سرمایه‌گذاری استفاده می‌شود. الگوی ارائه‌شده شامل متغیرهای سرمایه‌گذاری سال قبل، بازده سالانه سهام در سال قبل، رشد فروش، فرصت‌های رشد و سود تقسیمی است. مطابق با الگوی بیدل و همکاران (۲۰۰۹) تنها رشد فروش عامل مؤثر بر سرمایه‌گذاری است. درحالی‌که مطابق با پژوهش تقی زاده خانقاه و همکاران (۱۳۹۸) با توجه به شرایط محیطی ایران چهار عامل دیگر نیز در انجام سرمایه‌گذاری مؤثر هستند. انتخاب این پنج متغیر از بین متغیر بررسی‌شده انجام گرفته است. در ابتدا از طریق دو شاخص نقدبستگی (نسبت وجه نقد و اهرم مالی) شرکت‌های مستعد بیش و کم سرمایه‌گذار مشخص شدند، این شرکت‌ها مشاهدات واقعی را نشان می‌دهد. سپس الگوهای کارایی بر اساس متغیرهای انتخاب‌شده ایجاد و آزمون شدند و پسماندهای الگو که نشان‌دهنده سرمایه‌گیری بیشتر و کمتر از حد است، استخراج شدند. این پسماندها نیز مشاهدات مورد انتظار محسوب می‌شدند. در گام بعدی تعداد مشاهدات مورد انتظار با مشاهدات واقعی مورد مقایسه قرار گرفت تا قدرت تشخیص شرکت‌های بیش و کم سرمایه‌گذار مشخص گردد. الگویی که دارای خطای تشخیص دهنده کمتری باشد، به‌عنوان الگوی بهینه انتخاب شد. همچنین آن‌ها به‌منظور بررسی اعتبار الگو از عوامل مؤثر بر بیش سرمایه‌گذاری و کم سرمایه‌گذاری شامل پیامدهای اقتصادی هزینه‌های نمایندگی و محدودیت مالی و عوامل متأثر از کارایی سرمایه‌گذاری شامل ارزش‌افزوده اقتصادی و ارزش شرکت استفاده کردند تا الگوی موردنظر از طریق نظریه‌های مختلف مالی و حسابداری نیز تأیید گردد. با توجه به این‌که ارتباط این متغیرها با کارایی سرمایه‌گذاری توسط محققانی همچون ریچاردسون (۲۰۰۶)، بیدل و همکاران (۲۰۰۹)، چن و همکاران (۲۰۱۱) و چن و همکاران (۲۰۱۳) ارائه و در طول زمان به نظریه‌های پذیرفته‌شده تبدیل گردیده‌اند، به همین دلیل الگوی کارایی سرمایه‌گذاری باید با نظریه‌های موجود در ادبیات پژوهشی سازگار باشد، در نتیجه الگوی ارائه‌شده توسط تقی زاده خانقاه و همکاران (۱۳۹۸) سازگاری بیشتری با محیط سرمایه‌گذاری ایران دارد. این الگو مطابق با رابطه (۱) ارائه‌شده است:

رابطه (۱):

$$INV_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 INV_{i,t-1} + \beta_2 RET_{i,t-1} + \beta_3 SG_{i,t} + \beta_4 MBV_{i,t} + \beta_5 DIV_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

که در آن:  $INV_{i,t}$  (کل سرمایه‌گذاری): نسبت خالص افزایش در دارایی‌های مشهود و نامشهود به کل دارایی‌ها در ابتدای سال جاری؛  $SG_{i,t}$  (رشد فروش): نسبت تغییرات فروش سال جاری بر سال قبل بر فروش سال قبل؛

$RET_{i,t-1}$  (بازده سالانه سهام): بازده سهام به معنای کسب پاداش در ازای سرمایه‌گذاری سات. بازده سال گذشته به‌عنوان یک محرک و عامل انگیزشی برای مدیران است و آن‌ها می‌توانند سرمایه‌گذاری سال جاری را بر اساس بازده سال قبل انجام دهند. بازده سالانه سهام از رابطه (۲) به دست می‌آید:

$$RET_{t-1} = [P_{i,t-1}(1 + \alpha + \beta) - (P_{i,t-2} + C\alpha) + DPS] / (P_{i,t-2} + C\alpha)$$

که در آن؛  $RET_{t-1}$  بازده سالانه سهام در سال قبل،  $P_{i,t-1}$ : قیمت سهم شرکت  $i$  در دوره  $t-1$ ؛  $P_{i,t-2}$ : قیمت سهم شرکت  $i$  در دوره  $t-2$ ؛  $\alpha$ : درصد افزایش سرمایه از محل آورده نقدی و مطالبات؛  $\beta$ : درصد افزایش سرمایه از محل اندوخته‌ها و سود سهمی؛  $C$ : مبلغ پذیره‌نویسی سهام (معمولاً ۱۰۰۰ ریالی)؛  $DPS$ : سود نقدی هر سهم.

$MBV_{i,t}$  (فرصت‌های رشد): یکی از مهم‌ترین عوامل مؤثر بر سرمایه‌گذاری است که از نسبت مجموع ارزش بازار حقوق صاحبان سهام و کل دارایی‌ها منهای ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام بر کل دارایی‌ها به دست می‌آید.  $DIV_{i,t}$  (سود تقسیمی): نسبت سود پرداختی هر سهم به سود هر سهم؛  $INV_{i,t-1}$  (کل سرمایه‌گذاری سال قبل): جمع نسبت خالص مخارج تحقیقات و توسعه، مخارج تحصیل و مخارج سرمایه‌ای به کل دارایی‌ها در سال قبل؛  $\varepsilon_{i,t}$  (خطای باقیمانده): نشان‌دهنده پسماند الگو است که بیان‌کننده ناکارایی سرمایه‌گذاری است. از ضرب پسماند الگو در منفی یک، کارایی سرمایه‌گذاری به دست می‌آید.

**چسبندگی سود سهام:** بر اساس مدل لینتنر (۱۹۵۶) که در پژوهش گارسیا- فیجو و همکاران (۲۰۲۱) استفاده شده است موردسنجش قرار گرفته و بر این اساس لینتنر (۱۹۵۶) براین باور است که مدیران معتقدند سهامداران جریان ثابت سود سهام را بیشتر ترجیح می‌دهند. بنابراین، شرکت‌ها تمایل دارند به‌جای تغییرات چشمگیر، تعدیلات دوره‌ای جزئی را نسبت به نرخ بازده هدف انجام دهند. این رابطه در ابتدا به‌صورت رابطه (۱) ارائه می‌شود.

رابطه (۱):

$$\frac{Dps_t}{Dps_{t-1}} = \alpha_0 + \alpha_1 \log \frac{Eps_t}{Eps_{t-1}} + \alpha_2 Dum. EPS + \alpha_3 \log \frac{Eps_t}{Eps_{t-1}} \times Dum. EPS + \varepsilon$$

در مدل مذکور؛  $Dum. EPS$  نشان‌دهنده کاهش در  $EPS$  بوده و در صورتی که  $EPS$  نسبت به سال قبل کاهش داشته باشد عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر را خواهد گرفت. همچنین  $EPS$  معرف سود هر سهم و  $DPS$  معرف سود پرداختی هر سهم می‌باشد.  $Eps_t$  معرف سود هر سهم شرکت  $i$  در سال  $t$  می‌باشد.  $Eps_{t-1}$  معرف سود تقسیمی هر سهم شرکت  $i$  در سال  $t-1$  می‌باشد (اقتباس از دمودران، ۱۳۹۳). لازم به توضیح است که چنانچه  $\alpha_3 > 0$  باشد، نشان‌دهنده چسبندگی سود سهام است.

### متغیرهای کنترلی

در این پژوهش برخی از مهم‌ترین متغیرهایی که بر مبنای مطالعات قبلی به‌عنوان عوامل مؤثر بر موضوع پژوهش شناخته شده‌اند، به‌عنوان متغیرهای کنترلی مدنظر قرار گرفتند که عبارت‌اند از:



اندازه شرکت: بر اساس پژوهش کیم و همکاران (۲۰۱۶)

اهرم مالی: بر اساس پژوهش خان و واتز (۲۰۰۹)

فرصت‌های رشد: شرکت‌های با فرصت رشد بالا بازده سهام آن‌ها پر نوسان‌تر است و احتمال بیشتری وجود دارد که زبان‌های بزرگی را تجربه کنند که این حاکی از ریسک‌پذیری بالا در این‌گونه شرکت‌ها است (خان و واتز، ۲۰۰۹). بنابراین، در این پژوهش نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام به‌عنوان معیار فرصت‌های رشد و یکی دیگر از متغیرهای کنترلی لحاظ شده است.

### الگوی پژوهش

رابطه (۲): جهت سنجش فرضیه دوم پژوهش از مدل رگرسیونی زیر استفاده شده است.

$$\frac{Dps_t}{Dps_{t-1}} = \alpha_0 + \alpha_1 \log \frac{Eps_t}{Eps_{t-1}} + \alpha_2 Dum.EPS + \alpha_3 \log \frac{Eps_t}{Eps_{t-1}} \times Dum.EPS \times SC + \alpha_4 \log \frac{Eps_t}{Eps_{t-1}} \times Dum.EPS \times SC \times \sum_{i=3}^3 Control + \varepsilon$$

یافته‌های پژوهش

جمعیت‌شناسی پژوهش

جدول (۱) - جمعیت شناختی پژوهش

متغیر	متغیر فرعی	تعداد	درصد
جنسیت	مرد	۷۶	۹۲٪
	زن	۷	۸٪
سن	کمتر از ۴۰ سال	۱۸	۲۲٪
	بین ۴۱ تا ۵۰ سال	۵۳	۶۴٪
تجربه کاری	بیشتر از ۵۰ سال	۱۲	۱۴٪
	کمتر از ۲۰ سال	۲۸	۳۴٪
	بیشتر از ۲۰ سال	۵۵	۶۶٪

### آمار توصیفی

جدول (۲)، آمار توصیفی متغیرهای مورد آزمون که شامل برخی شاخص‌های مرکزی و پراکندگی می‌باشد را نشان می‌دهد.

جدول شماره (۲) آمار توصیفی متغیرهای پژوهش را نشان می‌دهد که شامل برخی شاخص‌های مرکزی و پراکندگی است. همان‌طور که در این جدول ارائه شده است مقادیر میانگین و میانه مربوط به پرسشنامه سرمایه اجتماعی، به ترتیب برابر با ۰/۶۵۷ و ۰/۶۲۲ است که نشان می‌دهد سطح سرمایه اجتماعی شرکت‌های نمونه،

بیش از حد متوسط است. همچنین میانگین کل سرمایه‌گذاری برابر ۰/۰۷۱ است. در حقیقت سرمایه‌گذاری در دارایی‌های شرکت‌های نمونه حدود ۷ درصد بود که در مقایسه با پژوهش بیدل و همکاران (۲۰۰۹) کمتر است. میزان سرمایه‌گذاری در پژوهش بیدل و همکاران (۲۰۰۹) برای اقتصادهای توسعه‌یافته برابر ۰/۱۴۰ و بر اساس پژوهش کووان و همکاران (۲۰۱۹) ۰/۰۰۳ است. میانگین سرمایه‌گذاری بیشتر و کمتر از حد به ترتیب برابر ۰/۰۹۲ و ۰/۰۶۰ است که نشان می‌دهد تمایل شرکت‌ها به سمت سرمایه‌گذاری بیشتر از حد زیاد است. در حقیقت تمایل به عدم پذیرش پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی مثبت برابر ۹/۲ درصد و تمایل به تأمین مالی پروژه‌های با خالص ارزش فعلی منفی ۶ درصد است. همان‌گونه که ملاحظه می‌گردد به‌طور میانگین سود تقسیمی و سود سهام شرکت‌ها به نسبت سال‌های گذشته خود دارای رشد و روند مثبتی می‌باشند.

جدول ۲- آمار توصیفی مربوط به متغیرهای تحقیق

متغیر	نماد متغیر	میانگین	میانه	حد اقل	حداکثر	انحراف معیار
سرمایه اجتماعی	SC	۰/۶۵۷	۰/۶۲۲	۰/۳۵۱	۰/۷۹۳	۰/۱۱۹
سرمایه‌گذاری	INV	۰/۰۷۱	۰/۰۳۰	۰/۰۰۰۰۱	۰/۸۷۴	۰/۱۲۳
سرمایه‌گذاری بیشتر از حد	OverCon	۰/۰۹۲	۰/۰۴۳	۰/۰۰۰۰۱	۰/۷۲۸	۰/۱۲۸
سرمایه‌گذاری کمتر از حد	InFin	۰/۰۶۰	۰/۰۴۱	۰/۰۰۰۰۵	۰/۷۳۴	۰/۰۸۷
چسبندگی سود سهام	STICKYdiv	۰/۰۴۹	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۸۸۱	۳/۶۸۹
رشد سود تقسیمی سهام	$\frac{dps_t}{dps_{t-1}}$	۱/۳۶	۱/۱۵	۰/۰۰	۲/۳۴	۰/۲۱۶
رشد سود سهام	$\frac{Eps_t}{Eps_{t-1}}$	۱/۲۴	۱/۱۶	-۰/۹۵	۳/۲۱	۰/۲۸۶
اندازه شرکت	SIZE	۶/۳۰۱	۶/۲۵۶	۴/۸۶۳	۸/۱۳۸	۰/۶۴۷
اهرم مالی	LEV	۰/۵۹۸	۰/۶۰۲	۰/۱۷۳	۱/۲۱۳	۰/۲۱۲

### تجزیه و تحلیل داده‌ها

پیش از تجزیه و تحلیل داده‌ها در قالب مدل پژوهش، لازم است اشاره‌هایی به ارزیابی پرسشنامه پژوهش در دستور کار قرار گیرد. همان‌گونه که در بخش روش پژوهش اشاره شد، ارزیابی پایایی پرسشنامه با محاسبه ضریب آلفای کرونباخ و شاخص پایایی ترکیبی به انجام رسید. برای تأیید پایایی پرسشنامه، مقدار ضریب آلفای کرونباخ و مقدار شاخص پایایی ترکیبی باید از ۰/۷ بیشتر باشد. به‌منظور ارزیابی روایی پرسشنامه از نظر خبرگان و روایی همگرا (AVE) بهره گرفته شد. مقدار مطلوب معیار (AVE) برای تأیید روایی مقادیر بیشتر از ۰/۵ است. نتایج این ارزیابی‌ها در جدول (۳) آمده است. با توجه به مقادیر درج‌شده، روایی و پایایی ابزار گردآوری داده‌ها تأیید می‌شود.

جدول ۳. ضریب آلفای کرونباخ، پایایی ترکیبی، روایی همگرا

متغیر	ضریب آلفای کرونباخ	پایایی ترکیبی (CR)	روایی همگرا (AVE)
سرمایه اجتماعی	۰/۹۱۱	۰/۹۲۶	۰/۵۸۳

علاوه بر روایی همگرا، بر اساس نظریه فورنل و لاکر (۱۹۸۱)، در بررسی روایی واگرایی سازه‌ها جذر میانگین واریانس استخراج‌شده (AVE) برای هر سازه با ضریب همبستگی بین سازه‌ها مقایسه می‌شود. در جدول (۴) اعداد پررنگ در قطر اصلی جدول جذر میانگین واریانس استخراج‌شده هستند. چنانچه مقادیر قطر اصلی برای هر متغیر پنهان از همبستگی آن متغیر با سایر متغیرهای پنهان انعکاسی موجود در مدل بیشتر باشد، روایی واگرایی در سطح سازه تأیید می‌شود. با توجه به خروجی آزمون فورنل و لاکر در نرم‌افزار اسمارت پی ال اس روایی واگرایی تأیید می‌شود.

جدول (۴). ماتریس سنجش روایی واگرا

متغیر	سرمایه اجتماعی	کارایی سرمایه‌گذاری
سرمایه اجتماعی	۰/۷۶۴۱	
کارایی سرمایه‌گذاری	۰/۴۲۱۵	۰/۷۲۲۸

به‌منظور ارزیابی روایی ابزار تحقیق و کشف عوامل تشکیل‌دهنده هر متغیر آشکار از تحلیل عامل تأییدی استفاده شد که بر اساس خروجی نرم‌افزار و پس از حذف گویه‌هایی که دارای بار عاملی کم بودند روایی ابزار تحقیق نیز تأیید شد.

برازش مدل

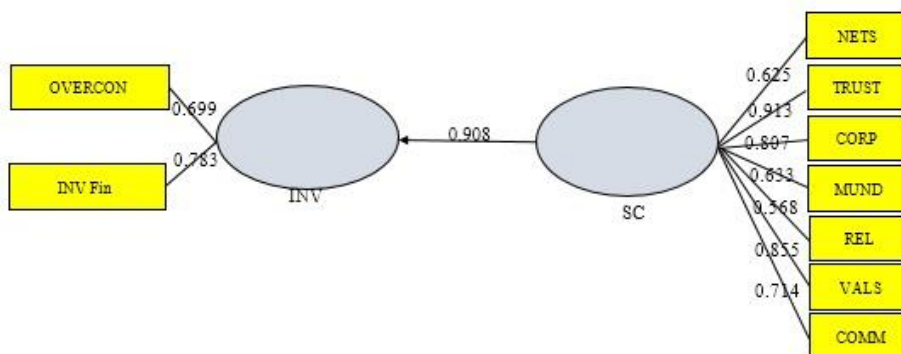
یکی از معیارهای برازش معیار برازش مدل کلی (GOF) است. این معیار را تننهاوس و همکاران (۲۰۰۵) پیشنهاد داده‌اند که به‌مثابه معیاری برای سنجش عملکرد کلی مدل به کار می‌رود (محسنین و اسفیدانی، ۱۳۹۳). وتزلس و همکاران (۲۰۰۹) سه مقدار ۰/۰۱، ۰/۲۵ و ۰/۳۶ را به‌منزله ضعیف، متوسط و قوی برای این معیار معرفی کرده‌اند. نتایج آزمون این معیار در جدول (۵) ارائه شده است.

جدول (۵). معیار برازش کلی مدل

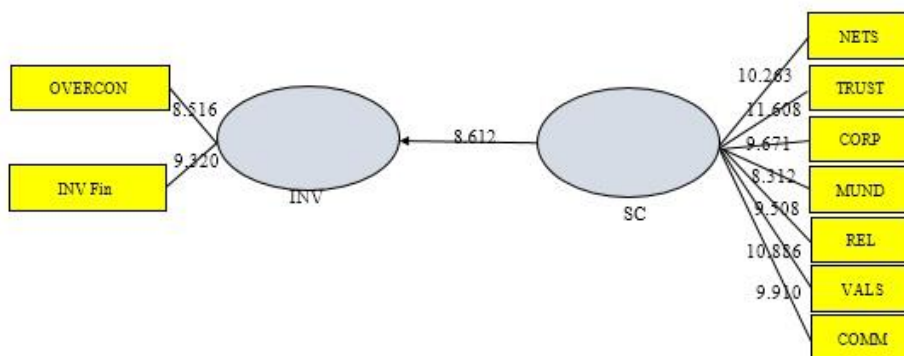
متغیرها	ضریب تعیین R2	مقدار اشتراکی Community	GOF
سرمایه اجتماعی	---	۰/۵۸۱	
کارایی سرمایه‌گذاری	۰/۱۷۶	۰/۴۲۵	
میانگین	---	۰/۵۰۲	۰/۳۱۷

### آزمون فرضیه‌ها

برای آزمون فرضیه‌ها باید ضرایب مسیر و معناداری ضرایب مسیر را بررسی نماییم. معیار تأیید فرضیه‌ها مقدار معناداری ضرایب مسیرهاست که باید بیشتر از ۱/۹۶ باشد. در شکل‌های ۲ و ۳ مدل تحقیق در دو حالت ضرایب مسیر و معناداری به نمایش درآمده است.



شکل ۲. مدل پژوهش در حالت ضرایب مسیر



شکل ۳. مدل پژوهش در حالت معناداری

جدول ۶، خلاصه نتایج حاصل از تحلیل مدل و بررسی فرضیه پژوهش را نشان می‌دهد.

نتیجه	مقدار T	ضریب مسیر	فرضیه‌ها
پذیرش	۸/۶۱۲	۰/۹۰۸	سرمایه اجتماعی ← کارایی سرمایه‌گذاری

با توجه به نتایج به‌دست‌آمده از جدول ۶، فرضیه پژوهش مبنی بر وجود رابطه بین سرمایه اجتماعی و سرمایه‌گذاری کمتر از حد شرکت با ضریب مسیر ۰/۹۰۸ و مقدار معناداری ۸/۶۱۲ (بیشتر از مقدار ۱/۹۶) موردپذیرش قرار می‌گیرد.

### آزمون فرضیه دوم پژوهش

بر اساس جدول (۷) در حالت عادی ۱a بین رشد سود خالص و رشد سود تقسیمی رابطه مستقیم و معنیداری وجود دارد. به‌عبارت‌دیگر با افزایش یا کاهش سود خالص، سود تقسیمی نیز افزایش یا کاهش می‌یابد. اما در حالت کاهش سود خالص ۳a نشان می‌دهد که ارتباط ضعیفی بین آن دو وجود داشته و با اغماض بتوان معنادار بودن آن را پذیرفت. ضمن اینکه آماره آزمون والد نشان می‌دهد ضریب سود خالص در حالت کاهش (۳a) به‌طور معنی‌داری از متغیر رشد سود در حالت عادی (۱a) کمتر است. بر اساس کوچک‌تر بودن ۱a و ۳a می‌توان نتیجه گرفت که در حالت کاهش سود خالص، سود سهام تقسیمی تبعیت ضعیفی از تغییرات سود خالص داشته و به همان نسبت که سود خالص کاهش می‌یابد، کم نمی‌شود. لذا می‌توان گفت بین شرکت‌های نمونه پژوهش پدیده چسبندگی سود سهام ملاحظه می‌شود و فرضیه دوم پژوهش را نمی‌توان رد کرد.

جدول ۷- نتایج آزمون فرضیه دوم

متغیرها	ضریب	آماره t	احتمال
مقدار ثابت	۰/۸۱۹	۱/۸۷۶	۰/۰۷۶
$\log \frac{Eps_t}{Eps_{t-1}}$	۰/۹۸۷	۲/۷۱۵	۰/۰۰۰
Dum.EPS	۰/۰۹۹	۲/۱۸۰	۰/۰۲۹
$\log \frac{Eps_t}{Eps_{t-1}} \times Dum.EPS$	۰/۰۱۲	۱/۹۵۴	۰/۰۵۱
ضریب تعیین	۰/۶۸	ضریب تعیین تعدیل‌شده	۰/۶۲
آماره F	۲۸/۷۹۴	احتمال آماره (F)	۰/۰۰۰۰
آماره دوربین-واتسون	۲/۰۷۱	آماره والد (احتمال)	۴/۳۵۶ (۰/۰۰۰۰)

### نتیجه‌گیری

بر اساس مطالعات صورت گرفته، سرمایه اجتماعی به‌عنوان عاملی اساسی در تصمیمات شرکت و گزارشگری مالی تأثیر بسزایی دارد. مدیران با استفاده از هموارسازی سود سهام می‌توانند بر کیفیت سود و صلاحیت مدیریتی خود با برآورده کردن یا غلبه بر انتظارات بازار، منافع مالی را برای شرکت فراهم آورد (گانی، ۲۰۱۰). این استراتژی که مدیران از طریق هموارسازی سود سهام می‌توانند در کوتاه‌مدت قیمت سهام را افزایش داده و امنیت شغلی را برای خود تضمین نمایند و در بلندمدت به زیان ارزش شرکت باشد (بنس و همکاران، ۲۰۰۲). بر اساس مطالعات پیشین

مدیران از طریق ایجاد ارتباط بین افراد مختلف باعث کاهش عدم تقارن اطلاعات بین مدیران و سهامداران و تضاد منافع و مشکلات نمایندگی در شرکت‌ها می‌گردد. سرمایه اجتماعی از طریق ایجاد شهرت و اعتماد بین افراد متفاوت باعث افزایش شفافیت اطلاعات و در نتیجه کاهش هزینه نمایندگی بین مدیران و سهامداران می‌گردد؛ چراکه عدم تقارن اطلاعاتی در این‌گونه شرکت‌ها نیز در سطح پایین‌تری قرار دارد. مدیران شرکت‌هایی با سطح بالای سرمایه اجتماعی نسبت به هم‌تایان خود از سرمایه‌گذاری‌های کاراتری به دلیل کاهش عدم تقارن اطلاعات و هزینه‌های نمایندگی نیز برخوردارند. بنابراین پژوهش حاضر از نظریه کلاسیک که توسط پژوهشگرانی نظیر مودیلیانی و میلر (۱۹۵۸) ارائه شد پشتیبانی می‌کند که آن‌ها بر این باورند که ساختار سرمایه بر تصمیمات سرمایه‌گذاری نیز تأثیرگذار نیست. بر همین استدلال، تصمیمات مالی شرکت‌ها در ارتباط با پروژه‌ها بدون تغییر باقی می‌ماند. با این وجود، جواخدزی و همکاران (۲۰۱۸) معتقد است که سرمایه اجتماعی می‌تواند ناکارآمدی بازارهای مالی و سرمایه را که ناشی از عدم تقارن اطلاعاتی است از طریق تبادل اطلاعات و ایجاد روابط اجتماعی بین افراد بهبود بخشد. شرکت‌هایی با سطح بالای سرمایه اجتماعی از طریق کاهش عدم تقارن اطلاعات و کاهش هزینه‌های نمایندگی بین مدیران و سهامداران سعی بر حفظ ارزش شرکت می‌نمایند و این امر منجر به کاهش سرمایه‌گذاری‌های مدیران در پروژه‌هایی با خالص ارزش منفی نیز می‌گردد. بدین معنی که مدیران همواره در جهت حفظ ارزش اجتماعی خود سعی بر سرمایه‌گذاری در پروژه‌هایی می‌نمایند که کارا باشد. در همین راستا فوکویاما نیز با رویکردی اقتصادی به بررسی مفهوم اعتماد پرداخته است. تمرکز وی بر حفظ سرمایه اجتماعی به‌عنوان مجموعه معینی از هنجارها و ارزش‌های غیررسمی است و اعتماد در حفظ این ارزش‌ها و افزایش بهره‌وری اقتصادی و کارایی سرمایه نقش مهمی ایفا می‌کند. ژیا و همکاران (۲۰۱۷) بر این استدلال هستند که مدیران شرکت‌های برخوردار از سطح بالای سرمایه اجتماعی، به دلیل وجود هنجارهای اخلاقی حاکم بر محیط این شرکت‌ها، رفتارهای صادقانه‌تری از خود نشان داده و لذا مسائل نمایندگی و رفتار فرصت‌طلبانه مدیران در این شرکت‌ها به مراتب کمتر از سایر شرکت‌ها می‌باشد و این امر باعث جذب سرمایه‌گذاری توسط سرمایه‌گذاران می‌گردد که ناشی از سرمایه‌گذاری بهینه مدیران در پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی مثبت از طریق افزایش سطح سرمایه اجتماعی است. ادبیات نظری سرمایه اجتماعی بیان‌کننده نوعی اعتماد عمومی است که برخاسته از باور ذهنی به عملکرد صادقانه افراد بوده و تمایل آن‌ها برای همکاری با گروه‌های مختلف جامعه را افزایش می‌دهد (بوتازی و همکاران، ۲۰۱۶؛ رضائی پسته نوئی و همکاران، ۱۳۹۶). با این وجود بر اساس ادبیات نظری همچنان توجه چندانی به عوامل بیرونی نظیر محیط اجتماعی که شرکت در آن فعالیت می‌کند، نشده است. سرمایه اجتماعی به‌عنوان یک نهاد غیررسمی، نقش بسزایی در شکل‌دهی به رفتارهای افراد جامعه و محیط اجتماعی که شرکت در آن فعالیت می‌کند دارد (دانگ و همکاران، ۲۰۱۶). نتایج آزمون فرضیه مذکور مبین این مطلب است که سرمایه اجتماعی، کارایی سرمایه‌گذاری شرکت را افزایش می‌دهد. تأیید فرضیه مذکور مبین این مطلب است که مدیران شرکت‌هایی با سطح اجتماعی بالا قابل اعتمادتر بوده و از صداقت و درستکاری بیشتری در افشای اطلاعات شرکت و سرمایه‌گذاری‌های بهینه برخوردار هستند. بدین ترتیب، مدیران با سطح بالای سرمایه اجتماعی در شرکت سعی بر تصمیمات درست برای سرمایه‌گذاری‌های شرکت در راستای حفظ منافع سهامداران می‌نمایند و ریسک‌پذیری

آن‌ها در برابر انجام سرمایه‌گذاری‌های ناکارا کاهش می‌یابد که نتیجه به‌دست‌آمده با پژوهش لی و همکاران (۲۰۱۷)، پانتا (۲۰۲۰) و هوانگ و همکاران (۲۰۲۰) همسو است. همچنین بر اساس فرضیه دوم، سرمایه اجتماعی باعث چسبندگی سود سهام شرکت‌ها می‌گردد. منظور از چسبندگی هزینه این بود که پیرو نظریه علامت‌دهی، شرکت‌ها هم‌راستا با افزایش سود، میزان سود تقسیمی خود را، حتی به میزان اندک هم، افزایش می‌دهند در صورتی که در حالت عکس آن این روند صادق نیست، به این صورت که شرکت‌ها تمایل به کاهش میزان سود تقسیمی خود نیستند. شاید یکی از عمده علت‌های آن وجود سرمایه‌گذاران بالفعل و بالقوه که تمرکز خود را بر میزان سود تقسیمی اعلامی از سوی شرکت‌ها، کرده باشند، لذا این کاهش سود تقسیمی بار روانی را در پی خواهد داشت که در نهایت قیمت سهام شرکت‌ها را تحت تأثیر خواهد گذاشت. در این راستا مدیران با ایجاد برقراری و حفظ ارتباطات اجتماعی انتظار می‌رود که با افزایش سود خالص درصد سود تقسیمی به همان میزان افزایش یابد. لذا می‌توان نتیجه به‌دست‌آمده را با پژوهش گارسیا-فیجو و همکاران (۲۰۲۱) همسو دانست.

#### فهرست منابع

- \* تقی زاده خانقاه؛ وحید؛ بادآورنده‌دی، یونس؛ متقی، علی اصغر و تقی زاده، هوشنگ. (۱۳۹۸). ارائه مدل سنجش کارایی سرمایه‌گذاری شرکت در بورس اوراق بهادار تهران. تحقیقات مالی، دوره ۲۱، شماره ۲، صص ۲۶۴-۲۳۷.
- \* خامه‌چی، حامد؛ حسن رنگریز (۱۳۹۸). «فرا تحلیل پیامدهای سرمایه اجتماعی»، مدیریت سرمایه اجتماعی، د ۶، ش ۴، صص ۶۰۳-۶۲۴.
- \* فلاح شمس، میرفیض؛ اسکندری، بهمن؛ عزیزی، فرهاد و نوروزی، محمد. (۱۳۹۹). سرمایه اجتماعی و رفتار نامتقارن هزینه‌ها. مدیریت سرمایه اجتماعی، دوره ۷، شماره ۳، صص ۳۱۷-۲۹۷.
- \* محمدی، اسفندیار؛ خلیل نژاد، شهرام و گل محمدی، عماد. (۱۳۹۹). تأثیر سرمایه اجتماعی بر پاسخگویی اجتماعی سازمانی: تأکید بر اخلاق کسب و کار. مدیریت سرمایه اجتماعی، دوره ۷، شماره ۳، صص ۴۵۶-۴۳۱.
- \* مهربان‌پور، محمدرضا؛ محمد جندقی قمی (۱۳۹۸). «جایگاه مالی و سرمایه اجتماعی»، مدیریت سرمایه اجتماعی، د ۶، ش ۳، صص ۳۲۷-۳۴۹.
- \* هاشمی، سیدحامد؛ طبری، مجتبی؛ فرهادی محلی، علی و معطوفی، علی رضا. (۱۴۰۰). جایگاه سرمایه اجتماعی، مسئولیت‌پذیری اجتماعی و اخلاق حرفه‌ای در توسعه قابلیت‌های توانمندساز مدل چارچوب عمومی ارزیابی (CAF) با تکنیک آنتروپی شانون و دیمتل. مدیریت سرمایه اجتماعی، دوره ۸، شماره ۱، صص ۱-۱۷۹.
- \* Álvarez, E. C. & Romani, J. R. (2016). "Measuring social capital: further insights", journal of Gac Sanit, 31(1), 57-61.
- \* Baker, M., Mendel, B., Wurgler, J. (2016). Dividends as reference points: a Behavioral Signaling approach. Review of Financial Studies. 29(3), 697-738.
- \* Bates, T., Kahle, K., Stulz, R. (2009). Why do U.S. firms hold so much more cash than they used to? The Journal of Finance. 64(5), 1985-2021.
- \* 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), 112-131.

- \* Bottazzi, L., Da Rin, M. , & Hellmann, T. (2016). The importance of trust for investment: Evidence from venture capital. *Review of Financial Studies*, 29(9), 2283–2318.
- \* Chen, C., Young, D., & Zhuang, Z. (2013). Externalities of Mandatory IFRS Adoption: Evidence from Cross-Border Spillover Effects of Financial Information on Investment Efficiency. *The Accounting Review Journal*, 88 (3), 881-914.
- \* DeMarzo, P., Sannikov, Y.(2008). Learning in Dynamic Incentive Contracts. Working Paper. Stanford University.
- \* Dong, W. , Han, H. L. , Ke, Y. , & Chan, K. C. (2016). Social trust and corporate misconduct: Evidence from China. *Journal of Business Ethics*. 151(2), 539-562.
- \* Engelberg, J., Gao, P., Parsons, C.(2012). Friends with money. *Journal of Financial Economics*, 103(1), 169–188.
- \* Faleye, O., Kovacs, T., Venkateswaran, A.(2014). Do better-connected CEOs innovate more. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 49(5-6), 1201–1225.
- \* Fedor, C.G. (2019). “Social Capital and Community Development: Case Study”, *Journal of Social Research Reports*, 11(1), 65-77.
- \* Francis, J., R. Lafond, P. Olsson and K. Schipper.(2004). Costs Of Equity And Earnings Attributes, *The Accounting Review Journal*, 79(4), 967–1010.
- \* Gao, W., Ng, L., Wang, Q.(2011). Does corporate headquarters location matter for firm capital structure? *Financial Management Journal* .40(1), 113–138.
- \* García, D., Norli, Ø.(2012). Geographic dispersion and stock returns .*Journal of Financial Economics*. 106, 547–565.
- \* García-Feijóo, Luis, Miran Hossain, Md, Javakhadze, David. (2021). Managerial social capital and dividend smoothing, *Journal of Corporate Finance*, 66(c ), (2021) 101811.
- \* Guiso, L., Sapienza, P., Zingales, L.(2004). The role of social capital in financial development. *American Economic Review Journal*. 94(3), 526–556.
- \* Gunny, K. A. (2010). The relation between earnings management using real activities manipulation and future performance: Evidence from meeting earnings benchmarks, *Contemporary Accounting Research*, 27(3), 855-888.
- \* Guttman, I., Kadan, O., Kandel, E., 2010. Dividend stickiness and strategic pooling. *Review of Financial Studies*, 23(12), 4455–4495.
- \* Hartlieb, S., Loy, T. R., & Eierle, B. (2020). “Does community social capital affect asymmetric cost behavior?”. *Management Accounting Research*, 46 <https://doi.org/10.1016/j.mar.2020.02.002>.
- \* Hu C, Liu Y-J .(2015). Valuing diversity: CEOs' career experiences and corporate investment. *Journal of Corporate Finance*, 30 ( c ). 11–31.
- \* Huang, Huilin, Hun Han, Seung & Cho, Kyumin. (2020). Co-opted Boards, Social Capital, and Risk-taking. *Finance Research Letters*, [https://doi.org/10.1016/ j.frl.2020.101535](https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101535).
- \* Jha, A. (2017). Financial reports and social capital. *Journal of Business Ethics*, 155(2), 567-596.
- \* Jha, A., & Chen, Y. (2015). Audit fees and social capital. *The Accounting Review Journal*, 90(2), 611- 639.
- \* Khan, M., & Watts, R. L. (2009). “Estimation and empirical properties of a firm–year measure of accounting conservatism”. *Journal of Accounting and Economics*, 48(2-3), 132–150.
- \* Kim, J.B., Wang, Z., Zhang, L.(2016). CEO overconfidence and stock price crash risk. *Contemporary Accounting Research*, 33(4) , 1720-1749.
- \* Kuhnen, C., 2009. Business networks, corporate governance, and contracting in the mutual fund industry .*The Journal of Finance*, 64(5), 2185–2220.
- \* Kwon, Chad, Zhang, Gongfu & Zhou, Haiyan. (2019). Monetary policy, social capital, and corporate investment. *Journal of Economics and Finance*, 44(1), 1-34.
- \* Leary, M., Michaely, R.(2011). Determinants of dividend smoothing: empirical evidence. *The*



- Review of Financial Studies, 24(10), 3197–3249.
- \* Li, X., Wang, S. S., and Wang, X. (2017). “Trust and stock price crash risk: Evidence from China”. *Journal of Banking and Finance*, 76, 74–91.
  - \* Lintner, J. (1956). Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. *The American Economic Review*, 46, 97–113.
  - \* Lui, C. H. & Lee, T. (2015). “Promoting entrepreneurial orientation through the accumulation of social capital, and knowledge management”, *International Journal of Hospitality Management*, 46(1), 138–150
  - \* Michaely, R., Roberts, M., 2012. Corporate dividend policies: lessons from private firms. *Rev. Financ. Stud.* 25, 711–746
  - \* Modigliani F, Miller MH (1958). The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261–297.
  - \* Moran, P. (2005). Structural vs. relational embeddedness: social capital and managerial performance. *Strateg. Manag Journal*. 26, 1129–1151.
  - \* Nahapiet, J., Ghoshal, S. (1997). Social capital, intellectual capital and the creation of value in firms. *Academy of Management Best Paper Proceedings*, 1, 35–39.
  - Humnath. (2020). Does social capital influence corporate risk-taking?. *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 26( C).
  - \* Richardson, S. (2006). Over-investment of free cash flow. *Review of Accounting Studies*, 11 (2-3), 159-189.
  - \* Tsai, W., Ghoshal, S., (1998). Social capital and value creation: The role of intrafirm networks. *Academy of Management Journal*, 41(4), 464–476
  - \* Watson, G.W., Papamarcos, S.D., (2002). Social capital and organizational commitment. *Journal of Business and Psychology*, 16(4), 537–552.
  - \* Wu, Y., 2017. What’s behind the smooth dividends? Evidence from structural estimation. *Review of Financial Studies*. 31(10), 3979–4016.

## **Social capital, Sticky Dividend and investment efficiency**

**Esmail Ebrahimi**

Department of Accounting, Qazvin Branch, Islamic Azad University, Qazvin, Iran

**Farzin Rezaei**

Associate Professor of Accounting, Faculty of Management and Accounting, Islamic Azad University, Qazvin Branch, Qazvin, Iran  
(Corresponding Author)

**Salahedin Ghaderi**

Assistant Professor of Sociology, Faculty of Literature and Humanities, Kharazmi University, Alborz, Iran

### **Abstract**

Social capital as a socio-behavioral factor can keep the problem of excessive costs of the company at a desirable level. Therefore, when a company's social capital is at a high level, managers show less opportunistic behaviors and strive for more cooperation and interaction in the company. Therefore, reducing the opportunistic behaviors of managers through social capital can affect the adhesion of dividends and increase the investment efficiency of the company. Therefore, based on this argument, the present study examines the relationship between social capital, dividend stickiness and investment efficiency. For this purpose, Levy and Lee (2015) questionnaire was used to measure social capital. The hypotheses were tested using the structural equation modeling method based on the information of 83 companies listed on the Tehran Stock Exchange in 2019. The findings of the first hypothesis of the research indicate that social capital increases the investment efficiency of the company. Also, the high level of social capital in companies causes dividend stickiness.

**Keywords:** Social capital, Sticky Dividend, corporate investment efficiency.