



Financial Accounting Research

Financial Accounting Research

E-ISSN: 2322-3405

Vol. 14, Issue 4, No.54, Winter 2023, P:109-136

Received:27.11.2022 Accepted: 19.08.2023

Research Article

The Moderating Role of Cost of Debt in The Effect of CEO-Board Social Ties on the Capital Structure Reversibility: An Analysis of Agency Theory

Sedigheh Taziki: Ph.D. Student, Department of Accounting, Gorgan Branch, Islamic Azad University, Gorgan, Iran.

tazikys@yahoo.com

Ali Khozein*: Assistant professor, Department of Accounting, Aliabad Katoul Branch, Islamic Azad University, Aliabad Katoul, Iran. (Corresponding Author)

khozain@yahoo.com

Mansour Garkaz: Associate professor, Department of Accounting, Gorgan Branch, Islamic Azad University, Gorgan, Iran.

garkaz@yahoo.com

Alireza Maetoofi: Assistant professor. Department of Accounting, Gorgan Branch, Islamic Azad University, Gorgan, Iran.

alirezamaetoofi@gmail.com

Abstract

According to agency theory, CEO-Board social ties can lead to the reduction of board supervision, according to which, the CEO may prioritize his interests when making strategic investment decisions. Therefore, the current research aims to investigate the effect of the CEO-Board social ties on capital structure reversibility with the moderating role of the cost of debt. The research hypothesis was tested based on a statistical sample consisting of 112 companies from 2011 to 2020 using multivariate regression based on combined data. The findings of the research show that according to the agency theory, the CEO-Board social ties have a negative and significant effect on capital structure reversibility. Also, according to the findings of the research, by the agency theory, the cost of debt intensifies the effect of the CEO-Board social ties on capital structure reversibility. The results indicate that when the CEO-Board social ties increase, the return period of the capital structure decreases. Also, in companies with high cost of debt, with the increase in the CEO-Board social ties, the return period of the capital structure is further reduced.

Keywords: CEO-Board Social Ties, Debt Cost, Capital Structure Reversibility, Agency Theory.

* Corresponding author



Introduction

Capital, as one of the most important factors of production, has an important role in productive activities and stimulating production, and considering the scarcity of resources in the economy, it is important to determine a suitable index to determine its reversibility or irreversibility (Badavar et al., 2019).

Capital structure reversibility can be considered as the time required by the company to reach its initial state before financing and disrupting the initial structure of the company (Focacci, 2017). Capital structure reversibility is considered a financial criterion that will determine the investment return and provide the capital return potential from one investment to analogy for use in several investments (Karimi et al., 2013). The importance of capital structure reversibility is implicitly recognized in analytical theories of investment decisions (Gupta & Rosenthal, 1991).

Considering the agency theory and the importance of the board of directors and its impact on the company's investment activities, previous literature has examined how the CEO's social relationships affect the effectiveness of the board of directors and concluded that close personal relationships between the CEO and the board negatively affect the board's ability to monitor the CEO's decision-making process (Larcker et al., 2005; Krishnan et al., 2011; Subrahmanyam, 2008; Westphal, 2014; Fan et al., 2019; Nahandi et al., 2019; Yin et al., 2020; Hasan Bhuyan, 2020). The members of the board of directors who have personal relationships with the CEO are less vigilant in monitoring and controlling, and the CEOs have an incentive to allocate resources for private interests. As a result, the effective participation of the board of directors in the strategy formulation process is reduced (Whited & Wu, 2006). Where

company managers act as shareholders' brokers, the interests of these two groups may not be aligned and they may pursue different goals, and problems may arise in corporate governance (Rahimian et al., 2016). It is expected that based on the agency theory, due to the CEO-Board social ties and the reduction of the supervisory mechanism of the board of directors, the opportunistic behavior of the CEO will increase, and COEs also have a short-term vision to maximize their interests. Therefore, managers sacrifice long-term benefits for short-term benefits, and as a result, take actions that may reduce the reversibility of the capital structure at the company level.

On the other hand, based on agency theory, this relationship may be influenced by the rate of bank facilities and the amount of use of these facilities or the cost of debt by companies. Therefore, the main research question seeks to investigate whether the cost of debt plays a role in the impact of the CEO-Board social ties on capital structure reversibility (Rezaei & Afrouzi, 2015). The reasoning of this question is based on the fact that the increase in agency costs and transaction costs will lead to an increase in financing costs, and CEOs with social relationships with the board of directors in such companies will push investment decisions towards their interests, and these decisions may cause the company to have a slower return on capital.

Method

In terms of purpose, this research is of applied type, in terms of time, it is post-event, and in terms of nature, it is descriptive of the correlation type, which examines the properties and characteristics of the variables and the relationship between the variables by regression analysis. Then, after collecting the data from the statistical population samples, data

analysis is done to test the hypotheses. The dependent variable of the current research is capital structure reversibility, the independent variable is the CEO-Board social ties, and the cost of debt is a moderating variable. The first hypothesis of the research states that the CEO-Board social ties have a negative effect on the reversibility of the capital structure. The second hypothesis of the research states that the cost of debt has an aggravating moderating role on the impact of the CEO-Board Social Ties on the reversibility of the capital structure. To collect data, a sample consisting of 112 listed companies in the Tehran Stock Exchange was selected from 2011 to 2022. Also, to test research hypotheses, multivariate regression with panel data and generalized least squares (GLS) approach and fixed effects method have been used.

Findings

The findings of the research show that according to the agency theory, the CEO-Board social ties, have a negative and significant effect on the capital structure reversibility. Also, according to the findings of the research, by the agency theory, the cost of debt intensifies the effect of the CEO-Board social ties on capital structure reversibility. The results indicate that when the CEO-Board social ties increase, the return period of the capital structure decreases. Also, in companies with high cost of debt, with the increase in the CEO-Board social ties, the return period of the capital structure is further reduced.

Results & Conclusion

The results of the research showed in companies with CEO-Board social ties, the speed of reversibility of the capital structure is slower, which means that by reducing the existing informal relations between the

CEO and Board, an increase in the reversibility of the capital structure occurs. This finding is in accordance with the prediction of information asymmetry between managers and shareholders based on the agency theory. Managers are aware of favorable investments, while shareholders are not well informed about these opportunities. Therefore, managers use the resulting information asymmetry to pursue their interests and invest in less reversible projects. These findings are consistent with the results reported by Zhang et al. (2020), which stated that the CEO-Board social ties increase agency costs, and the effect of these relations decreases with the increase of shareholders' monitoring. According to their arguments, such relationships increase agency costs.

Another finding of the present research is that the cost of debt has a moderating effect on the negative impact of CEO-Board social ties on reversibility of the capital structure and causes the intensification of this negative effect, which means that the increase in the company's loan rate causes a greater negative impact of the CEO-Board social ties on reversibility of the capital structure.

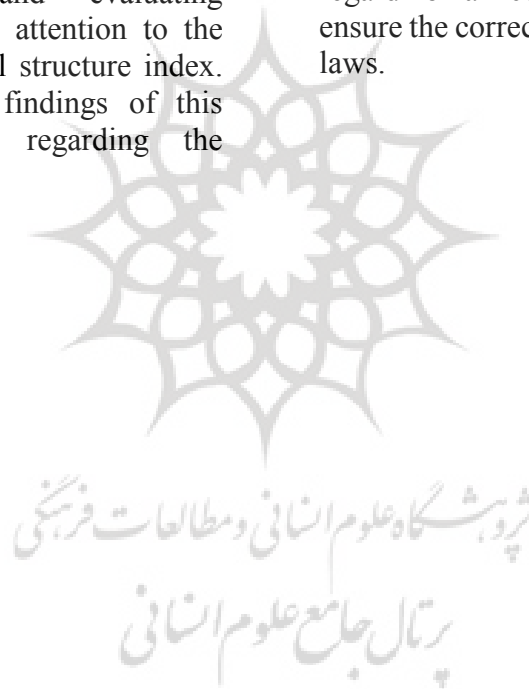
According to the signaling theory, one of the reasons for the increase in the company's loans and borrowings is to make the bad situation of the company look good, pay dividends to the shareholders, and attract more investors. According to the findings of the research, despite the high debt cost, the effect of the CEO-Board social ties on the period of the reversibility of the capital structure is increased. The results of the test of this hypothesis are consistent with the research of Manso (2008), which states that debt financing affects investment decisions and creates significant inefficiency. According to the prediction of agency theory, in companies facing high debt costs, financing costs are higher than in other

companies, and managers in these companies have a greater tendency for activities with a short-term perspective and personal interests, which affects the investment decision. Managers with a short-term vision to maximize their interests sacrifice long-term benefits for short-term benefits, and as a result, take actions that may reduce the reversibility of the capital structure at the company level.

Recommendations

It is recommended to investors and creditors, when buying shares or lending to companies, in addition to analyzing financial statements and evaluating performance, pay special attention to the reversibility of the capital structure index. Also, according to the findings of this research, the decision regarding the

financing of the company has an effect on the reversibility of the capital structure to its initial state, and to provide capital for investments, in line with determining the appropriate financial sources, the management of the company should determine the cost of various sources of financial provision and determines the effects that these financial sources can have on the reversibility of the capital structure in a certain period. Considering the position of the capital structure of the companies in the organizations, it is suggested that the technology management of the Tehran Stock Exchange formulate an option in this regard for all companies and monitor and ensure the correct implementation of related laws.



نقش تعدیلی هزینه بدهی در تأثیر روابط اجتماعی مدیرعامل و هیئت‌مدیره بر برگشت‌پذیری ساختار سرمایه: واکاوی نظریه نمایندگی

صدیقه تازیکی: دانشجوی دکتری گروه حسابداری، واحد گرگان، دانشگاه آزاد اسلامی، گرگان، ایران

tazikys@yahoo.com

علی خوزین^۱: استادیار، گروه حسابداری، واحد علی‌آباد کتول، دانشگاه آزاد اسلامی، علی‌آباد کتول، ایران

khozain@yahoo.com

منصور گرکز: دانشیار گروه حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد گرگان، گرگان، ایران

garkaz@yahoo.com

علیرضا معطوفی: استادیار گروه حسابداری، واحد گرگان، دانشگاه آزاد اسلامی، گرگان، ایران

alirezamaetoofi@gmail.com

چکیده

بر اساس نظریه نمایندگی، روابط اجتماعی مدیرعامل و هیئت‌مدیره می‌تواند منجر به کاهش نظارت هیئت‌مدیره شود. بر اساس این امر، مدیرعامل ممکن است هنگام اتخاذ تصمیمات استراتژیک سرمایه‌گذاری، منافع شخصی خود را در اولویت قرار دهد؛ بنابراین، هدف پژوهش حاضر، بررسی تأثیر روابط اجتماعی مدیرعامل و هیئت‌مدیره بر برگشت‌پذیری ساختار سرمایه با نقش تعدیلی هزینه بدهی است. فرضیه‌های پژوهش بر مبنای نمونه آماری متشکل از ۱۱۲ شرکت طی دوره زمانی ۱۳۹۰ لغایت ۱۳۹۹ با استفاده از رگرسیون چندمتغیره مبتنی بر داده‌های ترکیبی، آزمون شدند. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهند مطابق با نظریه نمایندگی، روابط اجتماعی مدیرعامل و هیئت‌مدیره بر برگشت‌پذیری ساختار سرمایه، تأثیر منفی و معناداری دارد. همچنین، بر اساس یافته‌های پژوهش، مطابق با نظریه نمایندگی، هزینه بدهی تأثیر روابط اجتماعی مدیرعامل و هیئت‌مدیره بر برگشت‌پذیری ساختار سرمایه را تشدید می‌کند. نتایج نشان دادند زمانی که روابط اجتماعی مدیرعامل و هیئت‌مدیره افزایش یابد، دوره برگشت‌پذیری ساختار سرمایه کاهش می‌یابد. همچنین، در شرکت‌های دارای هزینه بدهی بالا با افزایش روابط اجتماعی مدیرعامل و هیئت‌مدیره از دوره برگشت‌پذیری ساختار سرمایه بیشتر کاسته می‌شود.

واژه‌های کلیدی: روابط اجتماعی مدیرعامل و هیئت‌مدیره، هزینه بدهی، برگشت‌پذیری ساختار سرمایه، نظریه نمایندگی



مقدمه

سرمایه، یکی از مهم‌ترین عوامل تولید، نقش مهمی در فعالیت‌های مولد و محرک تولید دارد. با توجه به کمیابی منابع در اقتصاد، تعیین شاخص مناسبی برای تعیین برگشت‌پذیری یا ناپذیری آن مهم است (بادآور نهندی، نظاری ابر و دهقان، ۱۳۹۸؛ حسینی و نجفی، ۱۳۹۱). آنچه معمولاً به صورت ضمنی در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری جدید در نظر گرفته می‌شود، وجود یک آهنگ برگشت‌ناپذیری مشخص و عدم اطمینان یا پیچیدگی‌هایی در طول کل جریان فعالیت‌های سرمایه‌گذاری است. مسائل برگشت‌پذیری یا برگشت‌ناپذیری، با توجه به این امر که کالاهای سرمایه‌ای عموماً مختص به صنعت یا شرکت‌اند و به منابع و هزینه‌های بی‌رویه‌ای به منظور بازگردانی تصمیم (در صورت امکان) نیاز است، بررسی می‌شوند. به بیان دیگر، دانش لازم، مهارت‌ها، سازمان‌دهی مناسب یا موقعیت دسترسی به اطلاعات، به طور فزاینده، تبدیل به متغیر استراتژیک برای مدیریت موفقیت‌آمیز و سرمایه‌گذاری انعطاف‌پذیر و پیوسته و در نتیجه، توسعه یک سازمان شده است (Guariglia, 2012).

برگشت‌پذیری ساختار سرمایه را می‌توان زمان موردنیاز شرکت برای رسیدن به وضعیت اولیه خود قبل از تأمین مالی و به هم ریختن ساختار اولیه شرکت در نظر گرفت (Focacci, 2017). در واقع برگشت‌پذیری ساختار سرمایه معیاری مالی به حساب می‌آید که بازده سرمایه‌گذاری را مشخص خواهد کرد و پتانسیل بازده سرمایه را از یک سرمایه‌گذاری تا قیاس به منظور استفاده در چندین سرمایه‌گذاری فراهم خواهد کرد (کریمی، امام‌وردی و دباغی، ۱۳۹۲). اهمیت

برگشت‌پذیری به طور ضمنی در نظریه‌های تحلیلی تصمیمات سرمایه‌گذاری به رسمیت شناخته شده است (Gupta & Rosenthal, 1991).

با توجه به نظریه نمایندگی و اهمیت هیئت‌مدیره و تأثیرگذاری آن بر فعالیت‌های سرمایه‌گذاری شرکت، مطالعات چندانی درباره میزان تأثیر روابط اجتماعی مدیرعامل و هیئت‌مدیره بر فعالیت‌های سرمایه‌گذاری شرکتی نظیر برگشت‌پذیری ساختار سرمایه صورت پذیرفته است؛ بنابراین، پژوهش حاضر درصدد بررسی تأثیر روابط اجتماعی مدیرعامل و هیئت‌مدیره بر برگشت‌پذیری ساختار سرمایه شرکت با توجه به نظریه نمایندگی است. سؤالی که در اینجا مطرح است این است که آیا افزایش روابط اجتماعی مدیرعامل و هیئت‌مدیره باعث تغییر سرعت برگشت‌پذیری ساختار سرمایه می‌شود.

ادبیات قبلی بررسی کرده است که چگونه روابط اجتماعی مدیرعامل بر اثربخشی هیئت‌مدیره تأثیر می‌گذارد. این مطالعات به این نتیجه رسیدند که روابط شخصی نزدیک بین مدیرعامل و هیئت‌مدیره بر توانایی هیئت‌مدیره برای نظارت بر فرآیند تصمیم‌گیری مدیرعامل تأثیر منفی م می‌گذارد (بادآور نهندی، نظاری ابر و دهقان، ۱۳۹۸؛ Larcker et al., 2005؛ Krishnan et al., 2011؛ Subrahmanyam, 2008؛ Yin, 2020؛ Fan et al., 2019؛ Westphal, 2014؛ Hasan Bhuyan, 2020؛ Zhang & Han, 2020). اعضای هیئت‌مدیره که روابط شخصی با مدیرعامل دارند، در نظارت و کنترل، هوشیاری کمتری به خرج می‌دهند و مدیران عامل انگیزه‌ای برای تخصیص منابع برای منافع خصوصی دارند و در نتیجه، مشارکت مؤثر هیئت‌مدیره

خود سوق می‌دهند و ممکن است این تصمیمات باعث برگشت‌پذیری کندتر سرمایه شود. با توجه به مطالب طرح‌شده، در این پژوهش سعی شده است روابط اجتماعی مدیرعامل و هیئت‌مدیره بر برگشت‌پذیری و نقش تعدیلی هزینه بدهی با توجه به نظریه نمایندگی بررسی شود و پژوهش حاضر در پی یافتن شواهد تجربی برای پاسخ به این سؤال اصلی پژوهش است که آیا هزینه بدهی روابط اجتماعی مدیرعامل و هیئت‌مدیره بر برگشت‌پذیری ساختار سرمایه در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس را تحت تأثیر قرار می‌دهد یا خیر.

مطالعه حاضر دارای دانش‌افزایی مناسبی در زمینه مدیریت مالی و حوزه مدیریت ساختار سرمایه و روابط اجتماعی مدیرعامل - هیئت‌مدیره و هزینه بدهی است؛ نخست اینکه پژوهش حاضر به‌عنوان نخستین پژوهش داخلی به بررسی برگشت‌پذیری ساختار سرمایه در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته است؛ از این رو، می‌تواند به توسعه بهبود مدیریت ساختار سرمایه در کشورهای در حال توسعه از جمله بازار سرمایه نوظهور ایران، کمک شایانی کند. دوم اینکه، با توجه به پژوهش‌های محدود، مطالعه حاضر، پژوهشی پیشرو در سطح بین‌المللی است که به بررسی نقش تعدیلی هزینه بدهی بر تأثیر روابط اجتماعی مدیرعامل و هیئت‌مدیره بر برگشت‌پذیری ساختار سرمایه با توجه به نظریه نمایندگی می‌پردازد و منجر به گسترش ادبیات موضوعی پژوهش می‌شود. سوم اینکه، مطالعه حاضر به ادبیات رو به رشدی می‌افزاید که عوامل برگشت‌پذیری ساختار سرمایه شرکت‌ها را بررسی می‌کند و با بررسی تأثیر روابط

در فرآیند تدوین استراتژی را کاهش می‌دهد (Whited & Wu, 2006) و از آنجایی که مدیران شرکت، کارگزار سهام‌داران هستند، ممکن است منافع این دو گروه همسو نباشد و اهداف مختلفی را دنبال کنند و مشکلاتی در حاکمیت شرکتی مطرح شود (رحیمیان، قادری و رسولی، ۱۳۹۵). انتظار می‌رود بر اساس نظریه نمایندگی ناشی از روابط اجتماعی مدیرعامل و هیئت‌مدیره و کاهش مکانیسم نظارتی هیئت‌مدیره رفتار فرصت‌طلبانه مدیرعامل افزایش یابد و همچنین، برای حداکثر کردن منافع خود، دارای دید کوتاه‌مدت هستند؛ بنابراین، مدیران منافع بلندمدت را فدای منافع کوتاه مدت می‌کنند و در نتیجه، دست به اقداماتی می‌زنند که ممکن است کاهش برگشت‌پذیری ساختار سرمایه در سطح شرکت را در پی داشته باشد.

همچنین، براساس نظریه نمایندگی، این رابطه ممکن است تحت تأثیر نرخ تسهیلات بانکی و میزان استفاده شرکت‌ها از این تسهیلات یا هزینه بدهی قرار بگیرد و تشدید شود (رضایی و افروزی، ۱۳۹۴)؛ بنابراین، دومین سؤال پژوهشی نیز درصدد بررسی این مسئله است که آیا هزینه بدهی نقشی در تأثیر روابط اجتماعی مدیرعامل و هیئت‌مدیره بر برگشت‌پذیری سرمایه ایفا می‌کند یا خیر. استدلال این سؤال بر این اساس است که افزایش هزینه‌های نمایندگی و هزینه‌های انجام معاملات منجر به افزایش هزینه‌های تأمین مالی خواهد شد و مدیران عامل دارای روابط اجتماعی با هیئت‌مدیره در چنین شرکت‌هایی تصمیمات سرمایه‌گذاری را به سمت منافع شخصی

سریع‌تری است که این مورد در بازدهی بیشتر شرکت و رضایت سهامداران مؤثر است (حجازی، فرهادی و ویسی حصار، ۱۳۹۸). از دلایل اهمیت برگشت‌پذیری ساختار سرمایه به وضعیت قبلی خود، بحران تدریجی و تحریم‌های علیه ایران است که باعث کاهش شدید تقاضا و تولید در طی سال‌های ۱۳۹۲ تا ۱۴۰۰ شده و انقباض طولانی‌مدت در سرمایه‌گذاری‌های سودآور بوده است و همچنین اثرات بحران کووید-۱۹ که در سال‌های آینده آشکار خواهد شد.

سرمایه برگشت‌پذیر، سرمایه‌ای است که می‌تواند به راحتی نقد شود و در نتیجه، سهم بالقوه‌ای را هم در نقدینگی شرکت در آینده و هم در توانایی مدیریت، برای بهره‌برداری از فرصت‌ها به محض ظهور (استنتاج اخیر بیان مجدد انگیزه سفته‌بازی کینز^۱ برای ترجیح نقدینگی است) ارائه دهد. همه این تحولات با هم به اهمیت اساسی اقدامات برگشت‌پذیری برای حمایت از سرمایه‌گذاری استراتژیک و تصمیمات مدیریت اشاره می‌کند (سهیلی و همکاران، ۱۳۹۶).

در مقابل مفهوم برگشت‌پذیری، برگشت‌ناپذیری سرمایه قرار دارد که نخستین بار آبل و ابرلی (1994) ارائه کردند. برگشت‌ناپذیری زمانی رخ می‌دهد که قیمت فروش مجدد سرمایه، به دلیل ویژگی‌های خاص سرمایه، رکود بازار و غیره، کمتر از قیمت خرید است (Poulsen et al., 2013). هنگامی که یک شرکت، سرمایه‌گذاری برگشت‌ناپذیری را انجام می‌دهد، گزینه سرمایه‌گذاری خود را اعمال کرده یا سوزانده است و

اجتماعی مدیرعامل و هیئت‌مدیره و هزینه بدهی بر میزان برگشت‌پذیری ساختار سرمایه درک جامع‌تری از ساختار سرمایه نشان می‌دهد. چهارم اینکه با بررسی نقش تعدیلی هزینه بدهی بر تأثیر روابط اجتماعی مدیرعامل و هیئت‌مدیره بر برگشت‌پذیری ساختار سرمایه براساس نظریه نمایندگی، به عنوان یک دستاورد علمی می‌تواند اطلاعات سودمندی را در اختیار سرمایه‌گذاران، قانون‌گذاران بازار سرمایه، تدوین‌کنندگان استانداردهای حسابداری و سایر استفاده‌کنندگان اطلاعات حسابداری قرار دهد. در نهایت، نتایج پژوهش، ایده‌های جدیدی را برای انجام پژوهش‌های آتی در حوزه روابط اجتماعی مدیرعامل و هیئت‌مدیره، با توجه به نظریه نمایندگی و برگشت‌پذیری ساختار سرمایه پیشنهاد می‌کند. در ادامه، مبانی نظری، روش‌شناسی، نتایج به دست آمده از آزمون فرضیه‌ها و یافته‌های پژوهش ارائه می‌شوند.

مبانی نظری و تدوین فرضیه‌های پژوهش

برگشت‌پذیری ساختار سرمایه

یکی از مهم‌ترین موضوعات جدید، نظریه حفظ سرمایه است و اساس این نظریه، اندازه‌گیری سود مبتنی بر حفظ سرمایه اول دوره واحد انتفاعی است. این نظریه در تبیین هدف‌های دستوری تئوری جامع حسابداری، جایگاه بسیار با اهمیتی دارد. سرمایه‌گذاری از جمله مهم‌ترین وظایف هر مدیر شرکتی است که قصد دارد با شناخت از عوامل مؤثر بر سرمایه‌گذاری و به‌کارگیری درست آن، به دنبال برگشت‌پذیری

است که فرد برای نیاز مبادلاتی یا احتیاطی نگهداری نکرده است؛ بلکه صرفاً برای پرهیز از زیان سایر دارایی‌ها است که عامل نگهداری این بخش از پول شده است.

^۱ Speculation motive: یعنی پولی که نگهداری می‌شود تا در شرایط مناسب‌تر تبدیل به سایر دارایی‌ها (مانند اوراق سهام و قرضه، مسکن، طلا، ارز و غیره) شود. در واقع پول نگهداری شده برای انگیزه سفته‌بازی همان پول راکد

تصمیمات راهبردی و استراتژیک و عملکرد شرکت‌ها و نیز افزایش هزینه‌های نمایندگی منجر می‌شود (رسولی قهرودی و فخرایی، ۱۳۹۶).

مطابق مطالعات انجام‌شده در حوزه تأمین مالی نیز، تعارض‌های نمایندگی، یکی از عوامل تعیین‌کننده ساختار سرمایه شرکت‌ها است. همچنین، تصمیمات تأمین مالی، یکی از تصمیمات استراتژیک در شرکت‌ها است (مؤمنی، صالحی و نورعلی‌زاده اصل، ۱۳۹۹). سرمایه‌گذاری از جمله مهم‌ترین وظایف هر مدیر شرکتی است که با شناخت از عوامل مؤثر بر سرمایه‌گذاری و به‌کارگیری درست آن به برگشت‌پذیری سریع‌تری ختم می‌شود که این مورد در بازدهی بیشتر شرکت و رضایت سهام‌داران مؤثر است (حجازی، فرهادی و ویسی حصار، ۱۳۹۹).

روابط اجتماعی مدیرعامل و هیئت‌مدیره

بر طبق پژوهش‌های گذشته، وجود روابط اجتماعی مدیرعامل و هیئت‌مدیره در نظریه نمایندگی، تضعیف عملکرد نظارتی هیئت‌مدیره تعبیر می‌شود (بادآور نهندی، نظاری ابرو و دهقان، ۱۳۹۸؛ Larcker et al., 2005؛ Fan et al., 2019؛ Krishnan et al., 2011؛ Yin, Westphal, 2014؛ Subrahmanyam, 2008؛ Hasan Bhuyan, 2020؛ Zhang & Han, 2020) که دو نتیجه اصلی، از پیشینه پژوهش‌ها درباره تأثیر روابط اجتماعی مدیرعامل شرکت استخراج می‌شود؛ نخست، روابط مدیرعامل و هیئت‌مدیره منجر به تضعیف اثربخشی هیئت‌مدیره می‌شود. این مطالعات نشان دادند روابط اجتماعی مدیرعامل و هیئت‌مدیره ظرفیت مکانیسم نظارت هیئت‌مدیره را مختل می‌کنند؛ برای مثال، لارکر و همکاران (2005) و حسن بویان

امکان انتظار برای رسیدن اطلاعات جدیدی را که ممکن است بر مطلوبیت یا زمان سرمایه‌گذاری تأثیر بگذارد، از بین می‌برد و اگر شرایط بازار به‌طور نامطلوبی تغییر کند، نمی‌تواند دیگر سرمایه‌گذاری انجام دهد (Saunders et al., 2015).

زمانی که تصمیمات سرمایه‌گذاری قابل برگشت نیست یا بازگشت سرمایه نامشخص است، شرکت با هزینه سرمایه بالاتری مواجه می‌شود. این هزینه سرمایه بالاتر باعث کاهش موجودی سرمایه شرکت می‌شود. مخالف این اثر، محدودیت برگشت‌ناپذیری است. وقتی محدودیت برقرار می‌شود، شرکت مایل به فروش سرمایه است؛ اما قادر به فروش سرمایه خود نیست. این اثر باعث افزایش موجودی سرمایه شرکت می‌شود. علاوه بر این، افزایش در عدم قطعیت می‌تواند موجودی سرمایه بلندمدت مورد انتظار تحت برگشت‌ناپذیری را نسبت به موجودی تحت برگشت‌پذیری افزایش یا کاهش دهد؛ با این حال، تغییرات در نرخ رشد مورد انتظار تقاضا، نرخ بهره، سهم سرمایه در تولید و کشش قیمتی تقاضا، همگی اثرات واضحی دارند (Abel & Aberly, 1999). شرکت‌ها ساختار سرمایه اولیه خود را هنگام تأسیس و راه‌اندازی واحدهای انتفاعی طراحی می‌کنند و سپس هرگاه برای انجام سرمایه‌گذاری به تأمین مالی نیاز داشته باشند، تصمیمات مربوط به آن، ساختار سرمایه را تحت تأثیر قرار می‌دهد و با تصمیم‌گیری مربوط به ساختار مالکیت، مشکلات نمایندگی به وجود خواهد آمد (Jameson et al., 2014). ماهیت این مشکلات بسته به شرایط واحد انتفاعی و مالکیت اعمال‌شده بر آن متفاوت است؛ زیرا هرگونه تغییر در اجزای ساختار حاکمیت شرکت‌ها به تغییر مسیر

این دارایی‌ها ادعای صاحبان سهام یا اعتباردهندگان هستند. تضاد منافع بین دو گروه سهامداران و اعتباردهندگان باعث ایجاد مشکلات نمایندگی و افزایش هزینه‌های نمایندگی می‌شود (رحیمیان، قادری و رسولی، ۱۳۹۵). مشکلات نمایندگی در شرکت به این ترتیب است که سهامداران و بستانکاران در یک طرف بازی و مدیران در طرف دیگر قرار گرفته‌اند و افزایش منافع هر یک برای دیگری، هزینه‌ای به همراه خواهد داشت (ستایش و همکاران، ۱۳۹۰). اعتباردهندگان منابع خود را هنگامی قرض می‌دهند که بدانند شرکت در پروژه‌های کم‌ریسک سرمایه‌گذاری می‌کند؛ اما وقتی شرکت می‌تواند در پروژه‌های با ریسک بالا سرمایه‌گذاری کند، تضاد منافع ایجاد می‌شود. همچنین، تضاد منافع میان سهامداران و مدیران زمانی ایجاد می‌شود که مدیران، منافع سهامداران را برای افزایش میزان پاداش و مزایای خود استفاده کنند یا ممکن است به دلیل حفظ جایگاه شغلی خود در راستای حداکثرکردن سود سهامداران عمل نکنند و به دلیل عدم تقبل ریسک، از سرمایه‌گذاری در پروژه‌های سودآور اجتناب کنند؛ بنابراین، هر گروه تجزیه و تحلیل متفاوتی از ساختار سرمایه و ابزارهای آن دارد که هیئت‌مدیره در کاهش این تضاد منافع کمک‌کننده است (Dawar, 2014).

براساس نظریه نمایندگی، روابط اجتماعی مدیرعامل شرکت، اثربخشی فرایند تصمیم‌گیری استراتژیک را مختل می‌کند؛ به دلیل اینکه بیشتر مدیران انگیزه‌ای برای تخصیص منابع به نفع منافع شخصی خود دارند (Gupta & Rosenthal, 1991). بررسی‌ها نشان می‌دهند عدم استقلال در هیئت‌مدیره که ارتباطات

(2020) نشان دادند روابط اجتماعی مدیرعامل و هیئت‌مدیره، اثربخشی هیئت‌مدیره را در نظارت بر نقض استقلال مدیران خارجی کاهش می‌دهد (Larcker et al., 2005, Hasan Bhuyan, 2020). ین، ژانگ و هان (2020) دریافتند روابط اجتماعی مدیرعامل و هیئت‌مدیره نه تنها مکانیسم نظارت بر مدیران عامل را نرم می‌کند، قدرت چانه‌زنی مدیران عامل را با هیئت‌مدیره برای مزایای خصوصی بیشتر، مانند پاداش و تصدی بیشتر بهبود می‌بخشد (Yin et al., 2020). دوم، روابط اجتماعی مدیرعامل، اثربخشی فرایند تصمیم‌گیری استراتژیک را مختل می‌کند. از آنجایی که براساس نظریه نمایندگی، یک شرکت در قالب توافق یا قرارداد منعقدشده بین سهامداران و مدیران با هدف ایجاد ثروت برای سهامداران تعریف شده است (رضائی پسته نوئی و همکاران، ۱۴۰۰)، بررسی‌ها نشان می‌دهند عدم استقلال در هیئت‌مدیره‌ای که ارتباطات اجتماعی با مدیرعامل دارند، منجر به از دست دادن کنترل در فرآیندهای تصمیم‌گیری استراتژیک می‌شود و مدیرعامل به‌عنوان منبعی از قدرت اجرایی بر هیئت‌مدیره نفوذ دارد که اگر منافع مدیرعامل با منافع سهامداران در یک جهت نباشد، نفوذ و قدرت مدیرعامل بر هیئت‌مدیره به نفع سهامداران نخواهد بود (ظاهری عبده‌وند، مقدم و تامرادی، ۱۴۰۰).

روابط اجتماعی مدیر عامل و هیئت‌مدیره و برگشت‌پذیری ساختار سرمایه

منابع مورد نیاز برای تحصیل دارایی‌ها به دو طریق و توسط سهامداران و اعتباردهندگان تأمین می‌شود و

نظریه نمایندگی، فرضیه اول به صورت زیر بیان می‌شود:

فرضیه اول: افزایش روابط اجتماعی مدیرعامل و هیئت‌مدیره باعث کاهش برگشت‌پذیری ساختار سرمایه می‌شود.

هزینه بدهی، روابط اجتماعی مدیرعامل و هیئت‌مدیره و برگشت‌پذیری ساختار سرمایه

هزینه بدهی هزینه‌ای است که شرکت بابت وجوه تأمین‌شده از طریق وام و تسهیلات بانکی متحمل می‌شود. با توجه به اینکه در کشور ایران اخذ تسهیلات بانکی برای منبع مالی از ارزان‌ترین و آسان‌ترین راه‌های تأمین مالی است و همچنین، نسبت به سایر منابع مالی، پذیرفتنی‌ترین هزینه مالیاتی است و قسمتی از این هزینه‌ها از طریق کاهش مالیات پرداختی به نوعی به واحد تجاری برگشت داده می‌شود، بیشتر شرکت‌ها هزینه بدهی بالایی دارند یا به عبارتی اهرمی هستند (احمدپور، کاشانی‌پور و شجاعی، ۱۳۸۹).

دسترسی به بازارهای مالی برای شرکت‌های دارای مشکلات شدید عدم تقارن اطلاعاتی، دشوار است و آنها را مجبور می‌کند تا برای تأمین مالی و عملیات خود به شدت به تأمین مالی از طریق بدهی و ایجاد وام‌های با نرخ‌های بهره بالا سوق دهد و باعث ایجاد هزینه بدهی فزاینده شود (اخگر و میرزائی، ۱۳۹۸؛ رشیدی، ۱۳۹۸). مانسو (2008) نیز در مقاله خود با عنوان «برگشت‌پذیری سرمایه و هزینه بدهی» بیان کرد تأمین مالی بدهی بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری تأثیر می‌گذارد و ناکارآمدی درخور توجهی ایجاد می‌کند. اندازه این ناکارآمدی به درجه برگشت‌پذیری سرمایه‌گذاری بستگی دارد. علاوه بر این، مدیرعامل شرکت‌هایی که با یک تجارت بسیار نامطمئن روبه‌رو هستند، ممکن

اجتماعی با مدیرعامل دارند، منجر به از دست دادن کنترل در فرآیندهای تصمیم‌گیری استراتژیک می‌شود (Yin et al., 2020; Fan, 2018). مدیرعامل، هیئت‌مدیره را تا حد زیادی منفعل نگه می‌دارد و در فرآیند تصمیم‌گیری استراتژیک دخالت نمی‌دهد که این نقض حاکمیت شرکتی است و به نوعی باعث ایجاد تضاد نمایندگی در یک شرکت می‌شود که این تضاد از ناهماهنگی مدیران ناشی می‌شود (Fan, 2019). از آنجایی که براساس نظریه نمایندگی روابط اجتماعی مدیرعامل، نظارت هیئت‌مدیره را ضعیف می‌کند، انتظار می‌رود روابط اجتماعی مدیرعامل، برگشت‌پذیری ساختار سرمایه را کاهش دهد. در واقع، نظارت ضعیف تر هیئت‌مدیره به این معنی است که مدیران عامل، قدرت بیشتری در کنترل تصمیمات شرکت دارند و این امر شروعی بر موضوع مشکلات حاکمیت شرکتی در شرکت است (Chen et al., 2020). در واقع مشکلات حاکمیت شرکتی از آنجا شروع می‌شود که مدیران موجب ایجاد عدم تقارن اطلاعاتی و کاهش ارزش سهامداران شوند. مدیران، اطلاعاتی را که برایشان منافی دارد، به‌طور محرمانه نگهداری می‌کنند و اطلاعات بی‌اهمیت را برای سهامداران و سایرین منتشر می‌کنند (مکیان و رئیس، ۱۳۹۳). مدیران برای حداکثر کردن منافع خود، دارای دید کوتاه‌مدت هستند. از آنجا که آنها براساس عملکرد کوتاه‌مدت پاداش می‌گیرند، کوتاه‌مدت‌نگر هستند. مدیران منافع بلندمدت را فدای منافع کوتاه‌مدت می‌کنند و در نتیجه، در پروژه‌هایی سرمایه‌گذاری می‌کنند که ممکن است کاهش برگشت‌پذیری ساختار سرمایه را برای شرکت در پی داشته باشد. با توجه به مطالب گفته‌شده و براساس

است براساس نظریه نمایندگی با ایجاد روابط اجتماعی با هیئت‌مدیره بتواند به اهداف و منافع خود در شرکت برسد که این در امر نظارتی هیئت‌مدیره اختلال ایجاد می‌کند و در نتیجه ممکن است منجر به اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری در جهت منافع مدیرعامل و نه سهامداران شود و به تبع آن، افزایش هزینه‌های نمایندگی و برگشت‌ناپذیری سرمایه شرکت خواهد شد (Manso, 2008). بنابراین، براساس نظریه نمایندگی انتظار می‌رود به دلیل افزایش هزینه‌های نمایندگی و هزینه‌های انجام معاملات، شرکت‌ها با افزایش هزینه‌های تأمین مالی مواجه شوند و مدیرعامل با توجه به تضاد نمایندگی ایجادشده در پروژه‌های سرمایه‌گذاری به دنبال پاداش و منافع شخصی خود باشد (فخاری و رجب بیگی، ۱۳۹۴) یا در پروژه‌هایی با برگشت‌پذیری سرمایه کمتر سرمایه‌گذاری کند. رضایی و افروزی (۱۳۹۴)، در مقاله خود با عنوان «رابطه هزینه بدهی با حاکمیت شرکتی در شرکت‌های دارای ارتباطات سیاسی» بیان کردند بین هزینه بدهی و ارتباطات هیئت‌مدیره با مدیرعامل رابطه منفی وجود دارد. چولونو، پروست و پوتنپوراکال (2014) در مطالعه خود بیان کردند روابط اجتماعی مدیرعامل و هیئت‌مدیره باعث کاهش هزینه بدهی به دلیل روابط بیشتر می‌شود؛ بنابراین، با توجه به مبانی نظری ارائه شده و نظریه نمایندگی، فرضیه دوم پژوهش به شرح زیر تدوین می‌شود:

فرضیه دوم: هزینه بدهی، تأثیر منفی روابط اجتماعی مدیرعامل و هیئت‌مدیره بر برگشت‌پذیری سرمایه را تشدید می‌کند.

روش پژوهش

انتخاب نمونه و منابع گردآوری داده

این پژوهش از نظر هدف، کاربردی، از نظر زمانی، پس‌رویدادی و از نظر ماهیت، توصیفی از نوع همبستگی است که خواص و ویژگی‌های متغیرها و رابطه بین متغیرها را با تحلیل رگرسیون بررسی می‌کند. پس از جمع‌آوری داده‌ها، نمونه‌های جامعه آماری و تجزیه و تحلیل داده‌ها برای آزمون فرضیه‌ها انجام گرفت. جامعه آماری پژوهش حاضر شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۹۰ الی ۱۳۹۹ است. همچنین، با توجه به اینکه برای سنجش متغیر برگشت‌پذیری ساختار سرمایه به داده‌های ۴ سال قبل از ۱۳۹۰ نیز نیاز است، داده‌های مورد نیاز شرکت‌های نمونه باید برای دوره ۱۴ (سال‌های ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۹) در دسترس باشند. همچنین، نمونه آماری پژوهش باید شرکت‌هایی باشند که تاریخ پذیرش آنها در سازمان بورس اوراق بهادار قبل از سال ۱۳۸۶ باشد و تا پایان سال ۱۳۹۹ نیز در فهرست شرکت‌های بورسی و اطلاعات آنها در دسترس باشد و تغییر فعالیت یا سال مالی نیز نداشته باشند. همچنین، برای افزایش اعتبار نتیجه پژوهش از شرکت‌های سرمایه‌گذاری و واسطه‌گری مالی یا شرکت‌هایی که سال مالی آنها پایان اسفند ماه نبوده، استفاده نشده است. بر این اساس، تعداد ۱۱۲ شرکت به عنوان نمونه آماری پژوهش به روش نمونه‌گیری تصادفی انتخاب شدند. داده‌های پژوهش حاضر با مراجعه به صورت‌های مالی و یادداشت‌های توضیحی همراه صورت‌های مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران استخراج شدند.

مدل و متغیرهای پژوهش و نحوه اندازه‌گیری آنها

مدل‌های اصلی پژوهش براساس پژوهش فوکاچی

(۲۰۱۷) استفاده می‌شوند.

(2017)؛ در نتیجه، زمان لازم برای بازیابی وضعیت اولیه شرکت بیشتر است که از طریق رابطه ۱ محاسبه می‌شود:

$$t = \frac{\ln[0.66 \times (\frac{K_{actual}}{E})]}{\ln(1 + \rho)} \quad (۱)$$

که در رابطه فوق:

t: برگشت‌پذیری ساختار سرمایه

$\frac{K_{actual}}{E}$: نسبت کل دارایی‌ها به میانگین حقوق

صاحبان سهام است که در رابطه ابتدایی آن به شکل

رابطه ۲ بوده که بعد از مراحل ریاضی و \ln آن فرمول کلی آن رابطه ۱ شده است:

$$0.66 = \left(\frac{E}{K_{actual}}\right) \times (1 + \rho)^t \quad (۲)$$

$\frac{E}{K_{actual}}$: یا نسبت مالکانه نسبت اهرم واقعی، یکی

از نسبت‌های اهرمی شرکت‌ها است و نشان می‌دهد چه مقدار از دارایی کل شرکت از محل حقوق صاحبان سهام تأمین شده است (گرد، وقفی و فکوری، ۱۳۹۳).

نسبت مالکانه، سهم صاحبان سهام را در کل دارایی‌های شرکت نشان می‌دهد. به عبارت دیگر، نشان می‌دهد چند درصد از دارایی‌های شرکت را می‌توان به حقوق صاحبان سهام (سرمایه، اندوخته‌ها و سود انباشته)

نسبت داد. بالابودن نسبت حقوق صاحبان سهام به کل دارایی‌ها می‌تواند نشان‌دهنده درجه اطمینان بزرگی برای شرکت باشد که می‌تواند به موقع به تعهدات خود عمل کند. همچنین، بالابودن این نسبت نشان می‌دهد شرکت دارای اهرم مالی بالایی نیست و می‌تواند بر بازده سهام اثرگذار باشد (فائدی و جمال‌منش، ۱۳۹۶).

ρ : به‌عنوان نماینده همه شرایط دیگر مؤثر بر

سودآوری شرکت فرض می‌شود که برای اندازه‌گیری

آن از میانگین ۵ ساله ROE (سودخالص به میانگین

$$CR_{it} = \beta_0 + \beta_1 SC_{it} + \beta_2 SD_CF_{it} + \beta_3 WW_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \beta_6 Q_{it} + \beta_7 AGE_{it} + \beta_8 CAPEX_{it} + \varepsilon_{it} \quad (۱)$$

$$CR_{it} = \beta_0 + \beta_1 SC_{it} + \beta_2 IR_{it} + \beta_3 SC_{it}^* IR_{it} + \beta_4 SD_CF_{it} + \beta_5 WW_{it} + \beta_6 SIZE_{it} + \beta_7 Lev_{it} + \beta_8 Q_{it} + \beta_9 AGE_{it} + \beta_{10} CAPEX_{it} + \varepsilon_{it} \quad (۲)$$

که در مدل‌های فوق فرضیه‌های آماری شامل:

مدل اول

H_0 روابط اجتماعی مدیرعامل و هیئت‌مدیره بر

برگشت‌پذیری ساختار سرمایه تأثیر منفی ندارد.

H_1 روابط اجتماعی مدیرعامل و هیئت‌مدیره بر

برگشت‌پذیری ساختار سرمایه تأثیر منفی دارد.

مدل دوم

H_0 هزینه بدهی تشدیدکننده تأثیر منفی روابط

اجتماعی مدیرعامل و هیئت‌مدیره بر برگشت‌پذیری ساختار سرمایه نیست.

H_1 هزینه بدهی تشدیدکننده تأثیر منفی روابط

اجتماعی مدیرعامل و هیئت‌مدیره بر برگشت‌پذیری ساختار سرمایه است.

متغیر وابسته

برگشت‌پذیری ساختار سرمایه (CR): برای

سنجش آن از مدل فوکاچی (2017) استفاده شده است. به اعتقاد فوکاچی (2017)، برگشت‌پذیری

ساختار سرمایه را می‌توان زمان موردنیاز شرکت برای رسیدن به وضعیت اولیه خود قبل از تأمین مالی و به

هم ریختن ساختار اولیه شرکت، در نظر گرفت و تفسیر آن این است که هرچه مقدار t بزرگ‌تر از صفر باشد

($t > 0$)، نرخ برگشت‌ناپذیری بالاتر است (Focacci,

همشهری بودن مدیرعامل و رئیس هیئت‌مدیره حضور مشترک مدیرعامل و رئیس هیئت‌مدیره در مؤسسات خیریه مشابه (Fan, 2018)، گرایش و عقاید سیاسی مشترک مدیرعامل و هیئت‌مدیره (Zhang et al., 2020) و نیز هرگونه روابط غیر خانوادگی و غیر رسمی بین افراد ناشی از شغل فعلی یا قبلی، تحصیل و فعالیت‌های ورزشی تعریف می‌شود (Krishnan & et al., 2011)؛ اما به دلیل محدودیت در جمع‌آوری اطلاعات مربوط به این متغیر، از معیار اول یعنی تعداد سال‌هایی که در ۵ سال اخیر، رئیس یا نائب رئیس هیئت‌مدیره و مدیرعامل، در یک شرکت با هم همکار بوده‌اند، استفاده شده است.

متغیر تعدیل‌گر

هزینه بدهی (IR): هزینه‌ای است که شرکت بابت وجوه تأمین‌شده از طریق وام و تسهیلات بانکی متحمل می‌شود (کریمی، امام‌وردی و دباغی، ۱۳۹۲). به تبعیت از تحقیق کای و ژو (۲۰۲۰) این هزینه از تقسیم هزینه بهره سال بر کل بدهی‌های پایان دوره به دست می‌آید.

متغیرهای کنترل

در یک پژوهش نمی‌توان اثرات همه متغیرها را بر یکدیگر و به‌طور هم‌زمان بررسی و مطالعه کرد؛ بنابراین، با کنترل برخی از متغیرها اثر آنها خنثی می‌شود. به‌منظور حصول اطمینان از اینکه آیا بر روابط بین متغیرهای مستقل و وابسته تأثیر دارد یا خیر، تأثیر متغیر کنترل، ثابت نگهداشته می‌شود و در شرایطی که تأثیر متغیر کنترل خنثی یا حذف می‌شود، تأثیر متغیر مستقل مطالعه می‌شود. متغیرهای کنترل پژوهش حاضر با توجه به ادبیات نظری حوزه مطالعه ساختار سرمایه

ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام) شرکت استفاده می‌شود.

در رابطه ۲ طبق ادبیات پژوهش (Focacci, 2017)؛ (Vander et al., 2017). مقدار بهینه این رابطه از یک مقدار آستانه ۰/۶۶ (حدود ۲/۳) تبعیت می‌کند؛ بدین معنی که نسبت اهرمی با در نظر گرفتن شرایطی مانند نرخ بازده حقوق صاحبان سهام، میانگین ۶۶ درصد است که می‌توان آن را به‌عنوان معیاری از ساختار مالی متوازن شرکت دانست. از میان شرکت‌های مورد بررسی در پژوهش حاضر، شرکت تکنوتار در سال ۱۳۹۴ و شرکت ماشین‌سازی نیرو محرکه در سال ۱۳۹۳ با نسبت مالکانه ۸۵ درصد، بالاترین این نسبت را به خود اختصاص داده‌اند؛ اما به دلیل اینکه برای شرکت‌های کشور ایران راحت‌ترین و ارزان‌ترین راه تأمین مالی، تسهیلات بانکی است، این نسبت برای بیشتر شرکت‌های بازار سرمایه ایران متوازن نبوده و نیز پژوهش مشابه داخلی در این حوزه انجام نگرفته است. در رابطه ۱ از آنجا که هر چه مقادیر t بزرگ‌تر است، میزان نرخ برگشت‌پذیری آن شرکت کمتر است، مقادیر t محاسبه شده، در عدد منفی یک (-۱) ضرب می‌شوند تا معیار مستقیمی از برگشت‌پذیری ساختار سرمایه محاسبه شود.

متغیر مستقل

روابط اجتماعی مدیرعامل و هیئت‌مدیره (SC): متغیر روابط اجتماعی براساس ادبیات قبلی شامل تعداد سال‌هایی که در ۵ سال اخیر، رئیس یا نائب‌رئیس هیئت‌مدیره و مدیرعامل، در یک شرکت با هم همکار بوده‌اند (Yin et al., 2020) یا هم‌دانشگاهی و

Lev: نسبت بدهی بر دارایی‌ها

CFO: جریان نقد حاصل از عملیات بر دارایی‌ها

LogA: لگاریتم طبیعی کل دارایی‌ها

فرصت‌های رشد (Q): از شاخص کیوتوبین که

برای محاسبه این شاخص طبق نظر کولینز و کوتاری

(1989) و طبق پژوهش دارابی و داوودخانی (۱۳۹۴)

از جمع ارزش بازار سرمایه شرکت در پایان دوره و

ارزش دفتری بدهی‌ها بر ارزش دفتری کل دارایی‌ها

استفاده می‌شود.

سن شرکت (AGE): از تفاوت سال تأسیس و

سال مورد بررسی به دست می‌آید. کیشینیک و

موساوی (2018) و فتاحی نافچی و خواجه‌وند کاجی

(۱۳۹۷) بیان کردند می‌توان سن شرکت را به‌عنوان

زمان بین تأسیس اولیه یک شرکت و زمان حال

شرکت (برحسب سال) اندازه‌گیری کرد.

مخارج سرمایه‌ای (CAPEX): مخارج سرمایه‌ای،

مخارجی هستند که برای حفظ یا افزایش تولید و

خدمات و تداوم آن انجام می‌گیرد و در آینده برای

شرکت سودآور است (فخاری و رجب‌بیگی، ۱۳۹۴).

از تغییرات دارایی‌های ثابت مشهود به‌علاوه هزینه

استهلاک به دست می‌آید (Ullah et al., 2021) که

برای استانداردسازی این داده‌ها بر میانگین سرمایه

حقوق صاحبان سهام تقسیم می‌شود.

یافته‌های پژوهش

آمار توصیفی

نگاره (۱): آمار توصیفی متغیرهای مورد آزمون در

فاصله زمانی سال‌های ۱۳۹۰-۱۳۹۹ نشان می‌دهد.

نتایج جدول نشان می‌دهند متغیر روابط اجتماعی

مدیرعامل و هیئت‌مدیره برابر با تعداد سال‌های

که برخی از متغیرها به شکل متغیر مستقل یا تعدیل‌گر

بر متغیر وابسته پژوهش تأثیرگذار بوده‌اند، انتخاب

شده‌اند تا تأثیر این متغیرها بر نتیجه پژوهش حاضر

خنثی شود.

عدم قطعیت بنیادین (SD_CF): عدم قطعیت

بنیادین یا همان ریسک جریان نقدی یکی از متغیرهای

کنترل این پژوهش است که به تبعیت از پژوهش‌های

حسن و حبیب (2017) و ایروین، پاول و پونتیف

(2008) از انحراف استاندارد سه‌ساله نسبت جریان

وجه نقد عملیاتی شرکت به کل دارایی‌های شرکت

به‌عنوان شاخص عدم قطعیت بنیادین استفاده می‌شود.

اندازه شرکت (SIZE): از طریق لگاریتم ارزش

دفتری کل دارایی‌ها محاسبه می‌شود.

اهرم مالی (LEV): نشان‌دهنده نسبت بدهی‌ها به

مجموع ارزش بازار حقوق صاحبان سهام و ارزش

دفتری بدهی‌ها است (Yin & Irvine et al 2008)

Zhang, 2020.

محدودیت مالی (WW): منابع مالی عمده به

پروژه‌های سرمایه‌گذاری، مستلزم اتخاذ استراتژی‌های

تأمین مالی از سوی شرکت‌ها است که بر ساختار

مطلوب سرمایه مؤثر خواهد بود که این امر ساده‌ای

نیست و شرکت‌ها با منابع مالی محدود مواجه بوده‌اند

و دارای محدودیت‌هایی هستند (کاشانی‌پور و

همکاران، ۱۳۸۹). ویو و وایتد در سال (2006) برای

اندازه‌گیری محدودیت در تأمین مالی شاخصی را

مطرح کردند که ابراهیمی کردلر و همکاران (۱۳۸۷) آن

را با شرایط بازار ایران بومی‌سازی کردند:

$$\text{WW} = 80.04 - 5.182 \text{ CFO} - 0.106 \text{ Div} + 5.112 \text{ Lev} - 0.662 \text{ Log TA} \quad (3)$$

که در رابطه فوق:

Div: سود تقسیمی بر دارایی‌ها

همکاری رئیس یا نایب‌رئیس هیئت‌مدیره و مدیرعامل، و میانه ۴ سال که کمترین و بیشترین مقدار این متغیر در یک شرکت است و دارای مقدار میانگین ۴/۹۵ سال به ترتیب برابر ۴ و ۱۳ سال است.

نگاره ۱: امار توصیفی متغیرهای وابسته و مستقل

Table 1: Descriptive statistics of dependent and independent variables

متغیر	نماد	میانگین	میانه	کمترین	بیشترین	انحراف معیار
برگشت‌پذیری ساختار سرمایه	CR	-۲/۱۳۵	-۱/۸۴۹	-۱۳/۸۶۳	۹/۸۳۰	۲/۷۵۱
روابط اجتماعی مدیرعامل و هیئت‌مدیره	SC	۴/۹۵۷	۴	۲	۱۳	۲/۲۷۶

منبع: یافته‌های پژوهش

در نگاره ۱، میانگین اهرم مالی نشان می‌دهد حدود ۳۷ درصد دارایی‌های شرکت‌های نمونه از طریق بدهی، تأمین مالی شده است. همچنین، نکته شایان توجه دیگر در نگاره (۱)، میانگین فرصت‌های رشد است که از طریق شاخص کیوتوبین به دست می‌آید. با توجه به اینکه میانگین این متغیر بزرگ‌تر از عدد یک است، ارزش بازار حقوق صاحبان سهام اغلب شرکت‌های

نمونه، بیشتر از ارزش دفتری آنها است. کمترین مقدار مخارج سرمایه‌ای ۰/۵۴۹- است که مربوط به داده شرکت لعابیران برای سال ۱۳۹۰ است؛ یعنی در این شرکت، دارایی‌های ثابت مشهود انتهای دوره نسبت به ابتدای دوره کاهش یافته‌اند که نشان از فروش یا واگذاری این دارایی‌ها است.

نگاره ۲: امار توصیفی متغیرهای تعدیل‌گر و کنترل

Table 2. Descriptive statistics of moderator and control variables

متغیر	نماد	میانگین	میانه	کمترین	بیشترین	انحراف معیار
عدم قطعیت بنیادین	SD_CF	۰/۰۵۲	۰/۰۴۰	۰/۰۰۱	۰/۲۷۰	۰/۰۴۳
اندازه شرکت	SIZE	۶/۳۵۱	۶/۲۵۸	۴/۴۹۶	۸/۷۷۲	۰/۷۲۱

اهرم مالی	LEV	۰/۳۷۳	۰/۳۵۴	۰/۰۰۲	۰/۹۵۹	۰/۲۴۰
محدودیت مالی	WW	۷۸/۴۴۰	۷۸/۲۶۱	۷۲/۷۱۳	۱۱۰/۵۹۹	۳/۱۵۶
فرصت‌های رشد	Q	۲/۳۶۶	۱/۶۳۲	۰/۰۸۸	۸/۸۹۱	۱/۸۵۰
سن شرکت	AGE	۳۸/۹۲۰	۳۹/۵۰۰	۹	۶۹	۱۲/۳۴۹
مخارج سرمایه‌ای	CAPEX	۰/۴۷۸	۰/۱۹۸	-۰/۵۴۹	۴/۳۸۱	۰/۸۱۲

منبع: یافته‌های پژوهش

رو، برای انتخاب نوع روش تخمین از آزمون F لیمر و برای تعیین نوع الگو از آزمون هاسمن استفاده شده است. فرض صفر در این آزمون نیز مبنی بر تصادفی بودن رد می‌شود و فرض آثار ثابت پذیرفته می‌شود.

آمار استنباطی

پیش از برازش نهایی مدل باید از نوع روش تخمین (روش داده‌های تلفیقی یا پانل) و نوع الگوی تخمین (اثرات ثابت یا تصادفی) اطمینان حاصل شود؛ از این

فرضیه‌ها، داده‌ها در تمام مدل‌ها به صورت تابلویی استفاده می‌شوند. طبق نتایج حاصل از آزمون هاسمن برای مدل‌های پژوهش، باید از روش اثرات ثابت استفاده شود.

نتایج آزمون افلیمر و هاسمن در نگاره (۴) مشاهده می‌شوند. نتیجه آزمون افلیمر نشان می‌دهد احتمال به دست‌آمده برای آماره افلیمر در هر دو مدل پژوهش کمتر از ۵ درصد است؛ بنابراین، برای آزمون این

نگاره ۳. نتایج آزمون افلیمر و هاسمن

Table 3. The results of the F-Limer and Hausman test

نتیجه	معناداری آماره هاسمن	آماره هاسمن	نتیجه	معناداری آماره افلیمر	آماره افلیمر	مدل
اثرات ثابت	۰/۰۰۰	۱۸/۰۶۶	تابلویی	۰/۰۰۰	۲/۸۳۳	مدل اول
اثرات ثابت	۰/۰۰۰	۱۶/۲۶۱	تابلویی	۰/۰۰۰	۲/۸۲۷	مدل دوم

منبع: یافته‌های پژوهش

هم‌خطی بین آنها وجود ندارد. در نهایت، برای آزمون وجود خودهمبستگی از آزمون ولدریج استفاده می‌شود که به علت دردسترس نبودن این آزمون در مدل‌های پانل دیتا در نرم‌افزار Eviews برای اجرای آزمون مذکور از نرم‌افزار STATA استفاده می‌شود. با توجه به نگاره (۴)، بررسی نتایج آزمون خودهمبستگی حاکی از سطح معنی‌داری کمتر از ۱ درصد است. بر این اساس فرضیه صفر مبنی بر نبود وجود همبستگی رد می‌شود؛ بنابراین، شکل خودهمبستگی در مدل مشهود است.

نتایج آزمون بروش پاگان برای بررسی فرض ناهمسانی واریانس در اجزای اخلاص مدل نیز حاکی از وجود ناهمسانی واریانس بوده‌اند که برای رفع این مشکل، از روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته برای برآورد مدل‌ها استفاده شده است. همچنین، برای اطمینان از نبود مشکل هم‌خطی بین متغیرهای توضیحی، آزمون هم‌خطی با استفاده از عامل تورم واریانس (VIF) بررسی شد که با توجه به آنکه مقادیر این آماره برای متغیرهای توضیحی کمتر از ۱۰ است،

نگاره ۴. نتایج آزمون خودهمبستگی

Table 4. Autocorrelation test results

نتیجه	p-value	مقدار	آماره
خودهمبستگی دارد	۰/۰۰۱	۱۰/۲۰۲	آزمون ولدریج فرضیه اول
خودهمبستگی دارد	۰/۰۰۲	۹/۹۱۲	آزمون ولدریج فرضیه دوم

همچنین، به علت وجود خودهمبستگی، برای آزمون نهایی مدل رگرسیون از طریق روش اثرات ثابت، از متغیرهای کمکی (AR) استفاده شد.

آزمون فرضیه اول پژوهش

آزمون فرضیه‌های پژوهش

با توجه به اینکه در صورت وجود ناهمسانی واریانس در مدل‌های پانل دیتا، برآوردهای OLS ناکاراست، در این شرایط از برآورد مدل به روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته (GLS) استفاده شده است.

مدل رگرسیونی فرضیه اول به شرح زیر است:

$$CR_{it} = \beta_0 + \beta_1 SC_{it} + \beta_2 SD_CF_{it} + \beta_3 WW_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \beta_6 Q_{it} + \beta_7 AGE_{it} + \beta_8 CAPEX_{it} + \varepsilon_{it}$$

تأثیر روابط اجتماعی مدیرعامل و هیئت‌مدیره بر برگشت‌پذیری ساختار سرمایه در این فرضیه آزمون شده است که نتایج آزمون این فرضیه در نگاره (۵) نشان داده شده‌اند.

نگاره ۵. نتایج آزمون فرضیه اول

Table 5. Results of the first hypothesis test

متغیر	نماد	ضریب	انحراف معیار	آماره تی	معناداری
مقدار ثابت	β_0	۲/۹۰۳	۱/۶۶۷	۱/۷۴۱	۰/۰۸۲
روابط اجتماعی مدیرعامل و هیئت‌مدیره	SC	-۰/۰۳۷	۰/۰۱۵	-۲/۴۳۷	۰/۰۱۵
عدم قطعیت بنیادین	SD_CF	۰/۲۰۱	۰/۷۵۹	۰/۲۶۵	۰/۷۹۰
اندازه شرکت	SIZE	-۰/۳۹۸	۰/۱۶۴	-۲/۴۲۷	۰/۰۱۵
اهرم مالی	LEV	-۰/۰۵۲	۰/۳۴۱	-۱/۴۷۰	۰/۱۴۱
محدودیت مالی	WW	-۰/۰۴۹	۰/۰۲۰	-۲/۴۱۸	۰/۰۱۵
فرصت‌های رشد	Q	۰/۰۲۰	۰/۰۱۲	۱/۵۸۲	۰/۱۱۴
سن شرکت	AGE	۰/۱۴۵	۰/۰۲۷	۵/۳۴۶	۰/۰۰۰
مخارج سرمایه‌ای	CAPEX	۰/۲۲۱	۰/۰۳۸	۵/۸۱۵	۰/۰۰۰
آماره اف فیشر		۱۷/۵۱۸			
معناداری آماره اف فیشر		۰/۰۰۰			
ضریب تعیین تعدیل‌شده		۰/۷۲۲			
آماره دوربین واتسون		۱/۸۳۹			

منبع: یافته‌های پژوهش

بنابراین، فرضیه صفر آماری، رد و فرضیه اول پژوهش تأیید می‌شود. نتایج مرتبط با متغیرهای کنترلی نیز نشان می‌دهند بین اندازه شرکت و محدودیت مالی با برگشت‌پذیری ساختار سرمایه، در سطح اطمینان ۹۵ درصد رابطه منفی و معناداری وجود دارد. بین سن شرکت و مخارج سرمایه‌ای با برگشت‌پذیری ساختار سرمایه، در سطح اطمینان ۹۵ درصد رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.

آزمون فرضیه دوم پژوهش

طبق نتایج نگاره (۵)، آماره اف فیشر بیان‌کننده معناداری کلی مدل رگرسیونی برازش‌شده در سطح خطای ۵ درصد است. مقدار آماره دوربین - واتسون نیز حکایت از نبود مشکل خودهمبستگی در میان جمله پسماند دارد. با توجه به ضریب تعیین این مدل می‌توان حدود ۷۲ درصد از تغییرات متغیر وابسته را از طریق متغیرهای مستقل و کنترلی توضیح داد. همچنین، با توجه به نگاره (۵) بین روابط اجتماعی مدیرعامل و هیئت‌مدیره و برگشت‌پذیری ساختار سرمایه، در سطح اطمینان ۹۵ درصد رابطه منفی و معناداری وجود دارد؛

مدل رگرسیونی فرضیه دوم به شرح زیر است:

$$CR_{it} = \beta_0 + \beta_1 SC_{it} + \beta_2 IR_{it} + \beta_3 SC_{it} * IR_{it} + \beta_4 SD_CF_{it} + \beta_5 WW_{it} + \beta_6 SIZE_{it} + \beta_7 Lev_{it} + \beta_8 Q_{it} + \beta_9 AGE_{it} + \beta_{10} CAPEX_{it} + \varepsilon_{it}$$

تأثیر روابط اجتماعی مدیرعامل و هیئت‌مدیره بر

برگشت‌پذیری ساختار سرمایه با متغیر تعدیل‌گر هزینه

بدهی در این فرضیه آزمون شده است که نتایج آزمون

این فرضیه در نگاره (۶) نشان داده شده‌اند.

نگاره ۶. نتایج آزمون فرضیه دوم

Table 6. The results of the second hypothesis test

متغیر	نماد	ضریب	انحراف معیار	آماره تی	معناداری
مقدار ثابت	β_0	۳/۲۵۰	۱/۶۱۳	۲/۰۱۴	۰/۰۴۴
روابط اجتماعی مدیرعامل و هیئت‌مدیره	SC	-۰/۰۳۳	۰/۰۱۵	-۲/۱۸۸	۰/۰۲۹
هزینه بدهی	IR	-۲/۷۶۷	۱/۰۲۹	-۲/۶۸۷	۰/۰۰۷
اثر تعاملی	SC*IR	-۰/۶۷۲	۰/۲۹۶	-۲/۲۶۸	۰/۰۲۳
عدم قطعیت بنیادین	SD_CF	۰/۲۳۲	۰/۷۶۲	۰/۳۰۴	۰/۷۶۰
اندازه شرکت	SIZE	-۰/۳۷۰	۰/۱۶۶	-۲/۲۲۴	۰/۰۲۶
اهرم مالی	LEV	-۰/۴۴۶	۰/۳۴۳	-۱/۲۹۷	۰/۱۹۴
محدودیت مالی	WW	-۰/۰۴۸	۰/۰۲۰	-۲/۴۲۴	۰/۰۱۵
فرصت‌های رشد	Q	۰/۰۱۹	۰/۰۱۲	۱/۵۶۶	۰/۱۱۷
سن شرکت	AGE	۰/۱۳۳	۰/۰۲۶	۴/۹۹۸	۰/۰۰۰
مخارج سرمایه‌ای	CAPEX	۰/۲۱۰	۰/۰۳۷	۵/۶۲۳	۰/۰۰۰
آماره اف فیشر		۱۶/۸۵۰			
معناداری آماره اف فیشر		۰/۰۰۰			
ضریب تعیین تعدیل‌شده		۰/۷۱۵			
آماره دوربین واتسون		۱/۸۵۲			

منبع: یافته‌های پژوهش

معناداری متغیر اثر تعاملی و از آنجایی که علامت متغیر اثر تعاملی با متغیر مستقل روابط اجتماعی مدیرعامل و هیئت‌مدیره مشابه است، فرضیه صفر آماری مدل دوم، رد و فرضیه دوم پژوهش تأیید می‌شود و می‌توان گفت هزینه بدهی، تأثیر منفی روابط اجتماعی مدیرعامل و هیئت‌مدیره بر برگشت‌پذیری سرمایه را تشدید می‌کند.

بحث و نتیجه‌گیری

طبق نتایج نگاره (۶)، ملاحظه آماره اف فیشر در این نگاره، بیان‌کننده معناداری کلی مدل رگرسیونی برآزش شده در سطح خطای ۵ درصد است. مقدار آماره دوربین - واتسن نیز حکایت از نبود مشکل خودهمبستگی در میان جمله پسماند دارد. با توجه به ضریب تعیین این مدل می‌توان حدود ۷۱ درصد از تغییرات متغیر وابسته را از طریق متغیرهای مستقل و کنترلی توضیح داد. همچنین، با توجه به نگاره (۶) و

با توجه به هدف اصلی پژوهش حاضر، بررسی تأثیر روابط اجتماعی مدیرعامل و هیئت‌مدیره و برگشت‌پذیری ساختار سرمایه با نقش تعدیلی هزینه بدهی بر اساس نظریه نمایندگی، یافته‌های پژوهش حاکی از آن بود که بین روابط اجتماعی مدیرعامل و هیئت‌مدیره و برگشت‌پذیری ساختار سرمایه رابطه منفی و معناداری وجود دارد؛ بدین معنا که با کاهش روابط غیررسمی موجود بین مدیرعامل و هیئت‌مدیره، افزایش برگشت‌پذیری سرمایه اتفاق می‌افتد. این یافته مطابق با پیش‌بینی وجود عدم تقارن اطلاعاتی به وجود آمده بر اساس نظریه نمایندگی بین مدیران و سهامداران است. مدیران از سرمایه‌گذاری مطلوب مطلع‌اند؛ در حالی که سهامداران از این فرصت‌ها اطلاع کافی ندارند؛ بنابراین، مدیران از عدم تقارن اطلاعاتی به وجود آمده برای دنبال کردن منافع شخصی خود استفاده می‌کنند و در پروژه‌هایی سرمایه‌گذاری می‌کنند که برگشت‌پذیری کمتری دارند. نتایج این فرضیه با مطالعه اول و دوم بهایان (2020) مطابقت دارد که بیان کرد ارتباطات مدیرعامل با هیئت‌مدیره تأثیر منفی بر نظارت هیئت‌مدیره و تأثیر مثبت بر مشاوره هیئت‌مدیره و ارزش‌گذاری شرکت دارد و در مطالعه دوم، تأثیر ارتباطات مدیرعامل و هیئت‌مدیره را بر هزینه سرمایه سهام بررسی کرد. شواهد بررسی‌های او نشان دادند روابط مدیرعامل با هیئت‌مدیره اثر منفی و از نظر آماری اثر معنی‌داری بر هزینه سرمایه سهام دارد؛ اما یافته‌های پژوهش حاضر با یافته‌های مقاله سوم بهایان (2020) مغایرت دارد که بیان کردند شرکت‌هایی با ارتباطات اجتماعی با هیئت‌مدیره، ثروت سهامداران را در معاملات ادغام فرامیزی به حداکثر می‌رسانند.

همچنین، یافته‌های این پژوهش با پژوهش ژانگ (۲۰۲۰) مطابقت دارند که بیان کرد روابط اجتماعی مدیرعامل و هیئت‌مدیره باعث افزایش هزینه‌های نمایندگی می‌شود و با افزایش نظارت سهامداران اثر این روابط کمتر می‌شود. مطابق با استدلال‌های آنها، چنین روابطی هزینه‌های نمایندگی را افزایش می‌دهند و این رابطه زمانی تضعیف می‌شود که شرکت‌ها نظارت قوی توسط سهامداران داشته باشند و منافع مدیران یا ناظران با ارزش شرکت همسو باشد. این مدیران، زمانی که با نظارت سهامداران یا سرپرستان مواجه می‌شوند، یا زمانی که منافع آنها با ارزش شرکت همسو می‌شود، به احتمال زیاد اقتصادی عمل می‌کنند.

از دیگر یافته‌های پژوهش حاضر این است که هزینه بدهی اثر تعدیلی بر تأثیر منفی روابط اجتماعی مدیرعامل و هیئت‌مدیره بر برگشت‌پذیری سرمایه دارد و باعث تشدید تأثیر منفی این دو متغیر می‌شود؛ بدین معنا که افزایش نرخ وام‌های شرکت باعث تأثیر منفی بیشتر روابط اجتماعی مدیرعامل و هیئت‌مدیره بر برگشت‌پذیری ساختار سرمایه می‌شود. یکی از دلایل افزایش وام و استقراض شرکت، طبق تئوری علامت دهی به دلیل خوب جلوه دادن اوضاع بد شرکت و پرداخت سود سهام به سهامداران و جذب بیشتر سرمایه‌گذاران است که طبق یافته‌های پژوهش با وجود روابط بین مدیرعامل و هیئت‌مدیره، تأثیر هزینه بدهی بالا بر دوره زمانی برگشت‌پذیری ساختار سرمایه افزوده می‌شود و بر زمان برگشت ساختار سرمایه به وضعیت اولیه اضافه می‌شود. نتایج آزمون این فرضیه، با پژوهش مانسو (2008) مطابقت دارد که بیان کرد تأمین مالی بدهی بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری تأثیر

مدیرانی که استقلال کمتری دارند، درباره تأمین مالی بدهی کنترل می‌کنند. علاوه بر این، نتایج نشان می‌دهند هرچه درصد مالکیت مدیریتی بالاتر باشد، سطح اهرم و تأمین مالی بدهی بالاتر است؛ در حالی که اندازه هیئت‌مدیره و جلسات هیئت‌مدیره رابطه منفی با ساختار سرمایه دارند. یافته‌های این مطالعه نشان می‌دهند وجود حاکمیت شرکتی مناسب به مکانیسم‌های تأمین مالی بهتر منجر می‌شود؛ زیرا تضمین می‌کند شرکت در موقعیت بهتری برای کسب منابع مالی خارجی قرار دارد.

پیشنهاد‌های پژوهش

با توجه به نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ها، از آنجا که روابط بین تأمین‌کننده و مشتری روابط اجتماعی مدیرعامل و هیئت‌مدیره عامل کاهنده برگشت‌پذیری ساختار سرمایه است، پیشنهادات زیر مطابق با دستاوردهای پژوهش ارائه می‌شوند:

۱- دستاوردها، اهمیت و نقش نظارت بیشتر سهامداران و کاهش روابط رسمی و غیررسمی بین مدیرعامل و هیئت‌مدیره برای کارآمدبودن هرچه بیشتر سرمایه‌گذاری و در نتیجه افزایش برگشت‌پذیری ساختار سرمایه را نشان می‌دهند. با توجه به اهمیت نسبت‌های سودآوری، لزوم توجه به منابع حاضر برای شرکت، کارایی این منابع باید بیش از پیش مدنظر سهامداران و سرمایه‌گذاران قرار بگیرد. نرخ بازگشت سرمایه، ارزش‌آفرینی از محل دارایی‌های شرکت اعم از دارایی‌های مولد یا غیر مولد نیز، قادر خواهد بود چشم‌اندازی از برنامه‌های میان‌مدت و بلندمدت شرکت را برای اعتباردهندگان ترسیم کند.

می‌گذارد و ناکارآمدی درخور توجهی ایجاد می‌کند. مطابق با پیش‌بینی نظریه نمایندگی، در شرکت‌های با هزینه بدهی بالا، هزینه‌های تأمین مالی، بیشتر از سایر شرکت‌ها است و مدیران در این شرکت‌ها تمایل بیشتری برای فعالیت‌های با دیدگاه کوتاه‌مدت و منافع شخصی دارند که این تمایل بر تصمیم‌گیری درباره فعالیت‌های سرمایه‌گذاری تأثیرگذار است و باعث می‌شود این مدیران با افق کوتاه‌مدتی که دارند، برگشت‌پذیری سرمایه را کمتر در نظر بگیرند و منجر به نرخ پایین برگشت‌پذیری سرمایه شوند؛ بنابراین، در شرکت‌هایی با هزینه بدهی بالا تأثیر منفی روابط اجتماعی مدیرعامل و هیئت‌مدیره بر برگشت‌پذیری ساختار سرمایه، بیشتر از سایر شرکت‌ها است. همچنین، نتایج پژوهش حاضر با یافته‌های پژوهش رضایی و افروزی (۱۳۹۴) مطابقت دارد. آنها نشان دادند بین هزینه بدهی و ارتباطات سیاسی شرکت‌ها رابطه منفی و معناداری وجود دارد. در ضمن، هزینه بدهی در شرکت‌های دارای ارتباطات سیاسی تحت تأثیر نقش دوگانه مدیرعامل قرار نگرفت؛ در حالی که هزینه بدهی در شرکت‌های دارای ارتباطات سیاسی تحت تأثیر استقلال اعضای هیئت‌مدیره به صورت منفی و معنادار قرار گرفت. همچنین، با پژوهش تالوکویروچ و ستپولوانچگل (2021) مطابقت دارد که به بررسی متغیرهای اندازه هیئت‌مدیره، مدیران خارجی، مالکیت مدیریتی، دوگانگی مدیرعامل، فراوانی جلسات هیئت‌مدیره، تجربه هیئت‌مدیره و جنسیت بر ساختار سرمایه پرداختند. آنها نشان دادند هرچه مدیران مستقل‌تر باشند، هزینه تأمین مالی بدهی کمتر است؛ زیرا آنها تیم مدیریت را با دقت بیشتری نسبت به

پیشنهاد می‌شود در مطالعات آینده، الگوی پژوهش برای صنایع مختلف به تفکیک برآورد شود.

محدودیت‌های پژوهش

محدودیت‌هایی در تعمیم نتایج حاصل از این پژوهش وجود دارند که باید در نظر گرفته شوند:

۱. در ادبیات نظری و جستجوی کتابخانه‌ای پژوهش حاضر، معیارهای گوناگونی برای اندازه‌گیری روابط اجتماعی مدیرعامل و هیئت‌مدیره مانند زندگی کردن رئیس یا نایب‌رئیس هیئت‌مدیره و مدیرعامل در یک ایالت یا هم‌باشگاهی بودن در یک باشگاه گلف است که با توجه به شرایط محیطی ایران فقط از معیار همکاری‌بودن در هیئت‌مدیره در طی ۵ سال اخیر استفاده شد و سایر روابط مدیرعامل و هیئت‌مدیره به دلیل در دسترس نبودن داده‌های آن استفاده نشدند. همچنین، اندازه‌گیری دقیق برگشت‌پذیری ساختار سرمایه طبق فرمول پژوهش، آسان نیست؛ زیرا شرکت‌ها در شرایط مختلف، واکنش‌ها و پردازش‌های ذهنی بسیار متفاوتی دارند.

۲. با توجه به انتخاب نمونه آماری از بین شرکت‌های فعال بورسی و عدم دسترسی به اطلاعات شرکت‌های غیر بورسی و نیز کوچک‌بودن نمونه آماری به دلیل ارائه ناقص اطلاعات در صورت‌های مالی شرکت‌های بورسی و حضور متغیرهایی که کنترل آنها دور از دسترس محقق است، در تعمیم یافته‌ها به جامعه آماری و استفاده از نتایج باید با احتیاط رفتار شود.

منابع

۲- همچنین، تصمیم‌گیری درباره تأمین مالی شرکت با توجه به یافته‌های این پژوهش بر برگشت‌پذیری ساختار سرمایه به وضعیت اولیه خود اثرگذار است و برای تهیه سرمایه به‌منظور سرمایه‌گذاری‌ها، مدیریت شرکت در راستای تعیین منابع مالی مناسب باید هزینه منابع متعدد تأمین مالی را مشخص کند و آثاری که این منابع مالی می‌تواند بر برگشت‌پذیری ساختار سرمایه در یک بازه زمانی مشخص بر جای بگذارد، تعیین کند.

۳- با توجه به نتایج حاصل از پژوهش، به سرمایه‌گذاران و تحلیل‌گران و به‌ویژه اعتباردهندگان مالی پیشنهاد می‌شود در هنگام خرید سهام، تجزیه و تحلیل صورت‌های مالی یا ارزیابی عملکرد شرکت‌ها به شاخص برگشت‌پذیری ساختار سرمایه آنها توجه ویژه کنند.

۴- با در نظر گرفتن جایگاه ساختار سرمایه شرکت‌ها در سازمان‌ها پیشنهاد می‌شود مدیریت فناوری بورس تهران گزینه‌ای را در این خصوص تدوین کند که همه شرکت‌ها آن را به کار ببرند. همچنین، نظارت و حصول اطمینان از اجرای صحیح قوانین مربوط به آن است.

۵- به پژوهشگران آتی پیشنهاد می‌شود از آنجایی که شاخص‌های مختلفی برای متغیرهای روابط روابط اجتماعی مدیرعامل و هیئت‌مدیره وجود دارد، می‌توانند با جستجوی مطالعات جدید و نظر خبرگان و انجام پژوهش کیفی به معیارهای قابل اندازه‌گیری دیگری دست یابند و تأثیر آنها را بر برگشت‌پذیری ساختار سرمایه بسنجند.

۶- در این پژوهش، الگوی برآوردشده به صورت یکجا برای کلیه صنایع به کار گرفته شد. بر همین اساس،

- ابراهیمی کردلر، علی و محمدآبادی، مهدی و رضا حصارزاده. (۱۳۸۷). بررسی رابطه تضاد منافع بین سهام داران و اعتباردهندگان با توزیع سود سهام و محدودیت در تأمین مالی، فصلنامه بورس اوراق بهادار ۴(۱)، ۷۴-۵۳.
- احمدپور، احمد و کاشانی پور، محمد و محمدرضا شجاعی. (۱۳۸۹). بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی و کیفیت حسابرسی بر هزینه تأمین مالی از طریق بدهی. (استقراض)، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۱۷(۴)، ۴۸-۱۷.
- اخگر، محمد امید و بهاره میرزائی. (۱۳۹۸). رابطه بین چرخه عمر شرکت و نوسانات ویژه بازده سهام با تأکید بر عدم قطعیت بنیادین و عدم قطعیت اطلاعاتی، فصلنامه حسابداری مالی، ۴۲(۱۱)، ۱۲۹-۱۰۰.
- بادآور نهندی، یونس و نظاری ابر، فیروز و رقیه دهقان. (۱۳۹۸). ارتباط هزینه‌های نمایندگی و سلب منافع سهامداران اقلیت با تأکید بر نقش کیفیت گزارشگری مالی، حسابداری و منافع اجتماعی، ۹(۲)، ۲۴-۱.
- حجازی، رضوان و فرهادی، حمید و ثریا ویسی حصار. (۱۳۹۸). بررسی رابطه بین مدیریت سود و ناکارایی سرمایه‌گذاری: با تأکید بر نقش هزینه‌های نمایندگی، حسابداری و منافع اجتماعی، ۹(۳)، ۲۷-۵۱.
- حسینی، سیدعلی اکبر و یوسف نجفی. (۱۳۹۱). تعیین ساختار بهینه سرمایه با استفاده از شاخص‌های سنجش عملکردی مبتنی بر ارزش به کمک تحلیل پوششی داده‌ها (DEA)، مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار، ۱۲، ۳۹-۵۹.
- دارابی، رویا و محمود داوودخانی. (۱۳۹۴). تأثیر معاملات با اشخاص وابسته بر ارزش شرکت، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، ۲۸(۷)، ۱۵۲-۱۳۱.
- رحیمیان، نظام‌الدین و قادری، بهمن و پیمان رسولی. (۱۳۹۵). ساختار سرمایه و نظریه نمایندگی: شواهدی تجربی از بورس اوراق بهادار تهران، حسابداری و منافع اجتماعی، ۶(۴)، ۶۶-۴۱.
- رسولی قهرودی، مهدی و احسان فخرایی. (۲۰۱۷). تأثیر ساختار سرمایه و ساختار مالکیت بر بقای شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار، فصلنامه برنامه ریزی و بودجه، ۲۲(۱)، ۱۰۱-۷۳.
- رشیدی، محسن. (۱۳۹۸). نقش محدودیت تأمین مالی و عدم اطمینان محیطی در محدودسازی ارتباط بین متنوع سازی عملیاتی و ضعف کنترل داخلی، پیشرفت‌های حسابداری دانشگاه شیراز، ۱۱(۲)، ۲۰۶-۱۸۳.
- رضایی، فرزین و لیلا افروزی. (۱۳۹۴). رابطه هزینه بدهی با حاکمیت شرکتی در شرکت‌های دارای ارتباطات سیاسی، حسابداری و منافع اجتماعی، ۵(۱)، ۱۱۲-۸۵.
- رضائی پسته نوئی، یاسر و غلامرضا پور، محمد و کاظمی، سید پوریا و نرجس امیرنیا. (۱۴۰۰). بررسی نقش تعدیلی مالکیت خانوادگی بر رابطه بین مسئولیت‌پذیری اجتماعی و اجتناب مالیاتی: آزمون نظریه ثروت اجتماعی - عاطفی و نمایندگی، پژوهش‌های حسابداری مالی، ۱۳(۱)، ۶۶-۴۵.

کاشانی‌پور، محمد و راسخی، سعید و نقی‌نژاد، بیژن و امیر رسانیان. (۱۳۸۹). محدودیت‌های مالی و حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان‌های نقدی در بورس اوراق بهادار تهران، پیشرفت‌های حسابداری دانشگاه شیراز، ۲(۲)، ۷۴-۵۱.

کریمی، محمدشریف و امام‌وردی، قدرت‌اله و نیشتمان دباغی. (۱۳۹۲). ارزیابی و شناسایی مناسب‌ترین گزینه سرمایه‌گذاری دارایی و مالی در ایران در بازه زمانی ۱۳۸۹-۱۳۸۰، اقتصاد مالی، ۷(۲۵)، ۲۰۷-۱۷۷.

گرد، عزیز و وقفی، سید حسام و محسن فکوری. (۲۰۱۴). بررسی رابطه بین معیارهای اهرم مالی (ساختار سرمایه) و معیارهای ارزیابی عملکرد، حسابداری و منافع اجتماعی، ۴(۴)، ۱۸-۱.

محمدزاده سالطه، حیدر و عیسی ابیضی. (۱۳۹۷). تأثیر محدودیت مالی بر خطر سقوط قیمت سهام با تأکید بر اقلام تعهدی اختیاری، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۲۵(۲)، ۲۵۱-۲۶۸.

مؤمنی، علی‌رضا و صالحی، علی‌اصغر و ندا سادات نورعلی‌زاده اصل. (۱۳۹۹). بیش‌ارزشگذاری سهام بر هزینه بدهی شرکت‌ها با در نظر گرفتن متغیر تعدیلگر عدم تقارن اطلاعاتی، حسابداری و منافع اجتماعی، ۱۰(۲)، ۹۱-۱۱۲.

References

- Abel, A., & Eberly, J. (1994). A Unified Model of Investment Under Uncertainty. *American Economic Review*, 84, 69-84
- Ahmadpour, A., kashanipour, M., & shojaei, M. (2011). The effect of corporate governance, and audit quality on cost of debt financing. *The Iranian accounting and auditing review*, 17(62), 17-32. [In Persian]

ستایش، محمدحسین و منفردمه‌ارلویی، محمد و فهیمه ابراهیمی. (۱۳۹۰). بررسی عوامل مؤثر بر ساختار سرمایه از دیدگاه تئوری نمایندگی، پیشرفت‌های حسابداری دانشگاه شیراز، ۳(۱)، ۹۰-۵۵.

سهیلی، کیومرث و فتاحی، شهرام و سعیده محمدی. (۱۳۹۶). بررسی نقش و اثرات سرمایه‌گذاری خصوصی و عمومی بر اشتغال در استان‌های ایران: با رویکرد گشتاورهای تعمیم‌یافته، پژوهشنامه اقتصاد کلان، ۱۲(۲۴)، ۱۶۸-۱۲۱.

ظاهری عبده‌وند، سمیه و مقدم، عبدالکریم و علی تامرادی. (۱۴۰۰). تأثیر قدرت مدیرعامل بر رابطه بین معاملات مدیریتی و کیفیت گزارشگری مالی، پژوهش‌های حسابداری مالی، ۱۳(۱)، ۸۷-۱۰۸.

فتاحی نافچی، حسن و میلاد خواجه‌وند کاجی. (۱۳۹۷). تأثیر سن شرکت بر ارتباط بین حاکمیت شرکتی و ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه چشم‌انداز حسابداری و مدیریت، ۴(۱)، ۸۵-۷۲.

فخاری، حسین و محمدعلی رجب‌بیگی. (۱۳۹۴). مطالعه رابطه متقابل بین جریان نقدی آزاد، خط مشی تقسیم سود و بدهی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، پژوهش‌های حسابداری مالی، ۷(۲)، ۷۳-۹۲.

قائدی، ستاره و آرش جمال‌منش. (۱۳۹۶). بررسی تأثیر عوامل مؤثر بر هزینه سرمایه شرکت‌های فعال در بورس اوراق بهادار تهران (مطالعه‌ای در صنعت نساجی)، کنفرانس بین‌المللی مدیریت و کارآفرینی با تأکید بر شرایط اقتصاد مقاومتی.

- Fan, Y. (2018). The Impact of Board-CEO Social Ties on Firm Risk Taking and Performance: Evidence from US Firms. Glasgow Caledonian University .
- Fan, Y., Boateng, A., King, T., & MacRae, C. (2019). Board-CEO friendship ties and firm value: Evidence from US firms. *International Review of Financial Analysis*, 65(July).
<https://doi.org/10.1016/j.irfa.2019.101373>.
- Fatahi, H., & Khajevand, M. (2018). age, corporate governance, and capital structure choices in companies admitted to Tehran Stock Exchange. *Journal of Accounting and Management Vision*, 1(4), 72-85. [In Persian]
- Focacci, A. (2017). Project Reversibility Measurement to Manage Adoption-Waiting Decisions. *4Th International Academic Conference on Social Science, Multidisciplinary and Globalization Studies (Mirdec), September*, 18–28.
- Gord, A., Vaghfi, H., & Fakouri, M. (2014). Examine Relationsheep between Measures of Financial Leverage (Capital Structure) and Measure of Performance. *Journal of Accounting and Social Interests*, 4(4), 1-18. [In Persian]
- Guariglia, A., Tsoukalas, J., & Tsoukas, S. (2012). Investment, irreversibility, and financing constraints: Evidence from a panel of transition economies. *Economics Letters*, 117(3), 582–584. <https://doi.org/10.1016/j.econlet.2012.05.011>.
- Gupta, A., & Rosenthal, L. (1991). Ownership structure, leverage, and firm value: The case of leveraged recapitalizations. *Financial Management*, 69-83.
- Hasan Bhuyan, M. N. (2020). Three essays on ceo-board social connections and corporate policies: an international perspective. In *Florida Atlantic University Boca*.
- Hasan, M. M., & Habib, A. (2017). Firm life cycle and idiosyncratic volatility. *International Review of Financial Analysis*, 50, 164-175.
- Hejazi, R., Farhadi, H., & Weysihsar, S. (2019). Investigation of Relationship between Earnings Management and Investment Inefficiency with the Emphasis on the Role of Agency Costs. *Journal of Accounting and*
- Akhgar, M., & Mirzaee, B. (2019). The Relationship between Lifecycle and Idiosyncratic Volatility with Emphasis on Fundamental and Information Uncertainty of Firms listed on the TSE. *quarterly financial accounting journal.*, 11 (42) :100-129. [In Persian]
- Badavar Nahandi, Y., Nezari Abr, F., & Dehghan, R. (2019). The Relationship between Agency Costs and Expropriation of Minority Shareholders' Interests with Emphasis on the Role of Financial Reporting Quality. *Journal of Accounting and Social Interests*, 9(2), 1-24. [In Persian]
- Chen, C., Garg, M., Hanlon, D., & Tan, E. (2020). CEO-Board Social Ties and Corporate Tax Avoidance, *Monash University*, Thesis.
- Chuluun, T., Prevost, A., & Puthenpurackal, J. (2014). Board ties and the cost of corporate debt. *Financial Management*, 43(3), 533-568.
- Collins, D. W., & Kothari. S. P. (1989). An analysis of inter-temporal and crosssectional determinants of earnings response coefficients. *Journal of Accounting and Economics* 11: 143-181.
- Darabi, R., & davoodkhani, M. (2016). The effect of transactions with related parties on firm's value. *The financial accounting and auditing researches*, 7(28), 131-152. [In Persian]
- Dawar, V. (2014). Agency theory, capital structure and firm performance: some Indian evidence. *Managerial Finance*, 40(12), 1190-1206.
- Ebrahimi Kardler, A., Mohammadabadi, M., & Hesarzadeh, R. (2009). Conflict of Interest Between Stockholders and Bondholders, Income Distribution and Financial Constraints. *Journal of Securities Exchange*, 1(4), 53-74. (In Persian).
- Fakhari, H., & rajabbeyki, M. A. (2015). A study of simultaneous relationship between free cash flow, dividend and debt policy of listed companies in the tehran stock exchange (tse). *Journal of financial accounting research*, 7(2 (24)), 73-91. [In Persian]

- Accounting Horizons*, 25(3), 537-557. <https://doi.org/10.2308/acch-50028>
- Larcker, D. F., Richardson, S. A., Seary, A., & Tuna, A. I. (2005). Back Door Links Between Directors and Executive Compensation. *SSRN Electronic Journal*.
- Livdan, D., & Nezlobin, A. (2022). Incentivizing irreversible investment. *The Accounting Review*, 97(2), 349-371.
- Manso, G. (2008). Investment reversibility and agency cost of debt. *Econometrica*, 76(2), 437-442.
- Mohammadzade Salteh, H., & Abyazi, E. (2018). Impact of Financial Constraint on Stock Price Crash Risk with an Emphasis on Discretionary Accruals. *Accounting and Auditing Review*, 25(2), 251-268. [In Persian]
- Momeni, A., Salehi, A., & Nooralizadeh asl, N. (2020). Relationship between Stock Over-Valuation and Corporate Debt Costs with Considering the Moderator Variable of Information Asymmetry. *Journal of Accounting and Social Interests*, 10(2), 91-112. doi: 10.22051/ijar.2020.24032.1479. [In Persian]
- Poulsen, M., Faff, R., & Gray, S. (2013). Financial inflexibility and the value premium. *International Review of Finance*, 13(3), 327-344. <https://doi.org/10.1111/irfi.12010>
- Rahimian, N., Qaderi, B., & Rasouli, P. (2016). Capital Structure and Agency Theory: Empirical Evidence from Listed Companies in Tehran Stock Exchange. *Journal of Accounting and Social Interests*, 6(4), 41-66. doi: 10.22051/ijar.2016.2587. [In Persian]
- Rashidi baqhi, M. (2019). The role of financing constraints and environmental uncertainty in limiting the link between operational diversification and the weakness of internal controls. *Journal of Accounting Advances*, 11(2), 183-206. doi: 10.22099/jaa.2019.31942.1801. [In Persian]
- Rasouli Ghahroudi M., & Fakhraei, E. (2017). The Impact of Capital Structure and Ownership Structure on the Survival of Companies in Tehran Stock Exchange Market. *JPBUD*, 22(1), 73-101. (In Persian)
- Social Interests*, 9(3), 27-51. doi: 10.22051/ijar.2019.23624.1466. [In Persian]
- Hosseini, A., & Najafi, Y. (2011). Determining the optimal capital structure using value-based functional measurement indicators with the help of data envelopment analysis (DEA). *Financial engineering and securities management*. 12, 39-59. [In Persian]
- Irvine, M., Paul, J., & Pontiff, J. (2008). Idiosyncratic Return Volatility, Cash Flows, and Product Market Competition. *the review of financial studies* 22(3).
- Jahanshad, A., & Parsai, M. (2015). Analysis of factors affecting the expected return on stocks based on the implicit capital cost model. *Investment Knowledge Research Quarterly* 14 (4), 144-125. [In Persian]
- Jameson, M., Prevost, A., & Puthenpurackal, J. (2014). Controlling shareholders, board structure, and firm performance: Evidence from India. *Journal of Corporate Finance*, 27, 1-20.
- Karimi, M. S., Emamverdi, g., & Dabbaghi, n. (2013). Assess and identify the most appropriate investment options and financial assets in iran (the period of 2001-2010). *Journal of financial economics (financial economics and development)*, 7(25), 177-204. [In Persian]
- Kashanipoor, M., Rasekhi, S., Naghinejad, B., & Rasaiian, A. (2011). Financial constraints and investment-cash flow sensitivity in tehran stock exchange. *Journal of accounting advances (jaa) (journal of social sciences and humanities)*, 2(2 (59/3)), 51-74. [In Persian]
- Kepp, K., & Männasoo, K. (2021). Investment irreversibility and cyclical adversity: Implications for the financial performance of European manufacturing companies. *Managerial and Decision Economics*, 42(7), 1665-1678 .
- Kieschnick, R., & Moussawi, R. (2018). Firm Age, Corporate Governance, and Capital Structure Choices. *Journal of Corporate Finance*. 48, 597-614.
- Krishnan, G. V., Raman, K. K., Yang, K., & Yu, W. (2011). CFO/CEO-board social ties, Sarbanes-Oxley, and earnings management.

662. <https://doi.org/10.1111/J.1468-036X.2007.00429.X>
- Thakolwiroj, C., & Sithipolvanichgul, J. (2021). Board Characteristics and Capital Structure: Evidence from Thai Listed Companies. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 8(2), 861–872.
- Ullah, S., Irfan, M., Kim, J. R., & Ullah, F. (2023). Capital expenditures, corporate hedging and firm value. *Quarterly Review of Economics and Finance*, 87(xxxx), 360–366.
- Westphal, J. D. (2014). Collaboration the boardroom behavioral and performance consequences of CEO-board social ties. *Academy of Management*. 42(1), 7–24 .
- Whited, T. M., & Wu, G. (2006). Financial Constraints Risk. *Review of Financial Studies*, Vol. 19, No. 2, Pp. 531-559.1
- Yin, M., Zhang, J., & Han, J. (2020). Impact of CEO-board social ties on accounting conservatism: Internal control quality as a mediator. *North American Journal of Economics and Finance*, 52(March 2019), 1–11.
- Zaheri Abdehvand, S., Moghadam, A., & Tamoradi, A. (2021). The Effect of CEO Power on Relationship between Management Transactions and Financial Reporting Quality. *Financial Accounting Research*, 13(1), 87-108. [In Persian]
- Zhang, L., Zhang, Z., Jia, M., & Ren, Y. (2020). A tiger with wings: CEO–board surname ties and agency costs. *Journal of Business Research*, 118, 271-285.
- Rezaei Pitenoei, Y., Gholamrezapoor, M., Kazemi, S. P., & Amirniya, N. (2021). Investigating the Moderating Role of Family Ownership on the Relationship Between Corporate Social Responsibility and Tax Avoidance: Testing the Theory of Socioemotional Wealth and Agency Theory. *Financial Accounting Research*, 13(1), 45-66. [In Persian]
- Rezaei, F., & Afrouzi, L. (2015). The Relation between Cost of Debt and Corporate Governance in Firms with Political Connections. *Journal of Accounting and Social Interests*, 5(1), 85-112. (In Persian).
- Saunders, F. C., Gale, A. W., & Sherry, A. H. (2015). Conceptualising uncertainty in safety-critical projects: A practitioner perspective. *International Journal of Project Management*, 2(33), 467–478. <https://doi.org/10.1016/J.IJPROMAN.2014.09.002>
- Setayesh, M., Monfared Maharlouie, M., & Ebrahimi, F. (2011). Investigating the Factors Affecting the Capital Structure from the Viewpoint of Agency Theory. *Journal of Accounting Advances*, 3(1), 55-89. doi: 10.22099/jaa.2011.3392. [In Persian]
- Sohaili, K., Fatahi, S., & mohammadi, S. (2018). Investigating the role and effects of private and public investment on employment in provinces of Iran: GMM approach. *Macroeconomics Research Letter*, 12(24), 121-148. [In Persian]
- Subrahmanyam, A. (2008). Social networks and corporate governance. *European Financial Management*, 14(4), 633-