



فصلنامه راهبرد مدیریت مالی

دانشگاه الزهرا

سال یازدهم، شماره چهل و یکم، تابستان ۱۴۰۲

صفحات ۷۶-۵۳



مقاله پژوهشی

تاثیر مالکیت دولتی، ارتباطات سیاسی و معامله با اشخاص وابسته بر تامین مالی برون سازمانی و سرمایه‌گذاری^۱

زینت بابایی پرکوهی^۲، سید کاظم ابراهیمی^۳، محمد امری اسرمی^۴

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۲/۰۱/۲۸

تاریخ دریافت: ۱۴۰۱/۰۴/۲۵

چکیده

این پژوهش رابطه بین مالکیت دولتی، ارتباطات سیاسی و معامله با اشخاص وابسته با تامین مالی برون سازمانی و سرمایه‌گذاری را بررسی می‌کند. با روش نمونه‌گیری حذف نظامند از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، ۱۰۲ شرکت طی سال‌های ۱۳۹۳-۱۳۹۹ انتخاب شده‌اند. فرضیه‌ها با استفاده از الگوی رگرسیون چندگانه با اثرات ثابت بررسی شده‌اند. نتایج نشان می‌دهد مالکیت دولتی و ارتباطات سیاسی با تامین مالی برون سازمانی رابطه منفی و معنی‌دار دارد و معامله با اشخاص وابسته با تامین مالی برون سازمانی رابطه مثبت و معنی‌دار دارد. اما مالکیت دولتی، ارتباطات سیاسی و معامله با اشخاص وابسته با سرمایه‌گذاری رابطه ندارد. بنابراین، شرکت‌های دولتی از منابع مالی دولتی بجای تامین مالی برون سازمانی استفاده می‌کنند. معاملات با اشخاص وابسته می‌تواند با هدف تخصیص بهینه منابع داخلی، کاهش هزینه‌های معاملاتی و بهبود بازده دارایی در بین شرکت‌های گروه انجام شوند. مالکیت دولتی ابزاری برای اجرای اهداف دولت است. با تغییر شرایط اقتصادی در سرمایه‌گذاری نیز تجدیدنظر می‌شود. ارتباطات سیاسی می‌تواند منجر به تحریف و یا القاء تصمیمات سرمایه‌گذاری نامناسب شود. نبود رابطه بین معامله با اشخاص وابسته و سرمایه‌گذاری مؤید تضاد منافع و تصاحب منابع شرکت به وسیله آنها است.

واژگان کلیدی: مالکیت دولتی، ارتباطات سیاسی، معامله با اشخاص وابسته، تامین مالی برون سازمانی، سرمایه‌گذاری.

طبقه‌بندی موضوعی: D25, H82, L14

۱. کد DOI مقاله: 10.22051/JFM.2023.41063.2712

۲. دانش‌آموخته کارشناسی ارشد، رشته حسابداری، دانشگاه سمنان، سمنان، ایران. Email: zinat.babaei@yahoo.com

۳. دانشیار، گروه حسابداری، دانشکده اقتصاد، مدیریت و علوم اداری، دانشگاه سمنان، سمنان، ایران. (نویسنده مسئول).

Email: kebrahimi@semnan.ac.ir

۴. استادیار، گروه حسابداری، دانشکده اقتصاد، مدیریت و علوم اداری، دانشگاه سمنان، سمنان، ایران. Email: mamiasrami@semnan.ac.ir

مقدمه

در اقتصاد کشورهای در حال توسعه، شرکت‌های با مالکیت دولتی نقش مهمی در نظام اقتصادی کشور ایفا می‌کنند، سیستم‌های اقتصادی این کشورها غالباً براساس روابط سیاسی قرار دارد، مالکیت دولتی و بزرگ بودن شرکت‌های دولتی، بر نظام اقتصادی تأثیرگذار است. شرکتها برای تأمین منابع مالی خود به بدهی‌ها و تسهیلات مالی روی می‌آورند که یکی از منابع مهم و انعطاف‌پذیر برای تأمین مالی برون سازمانی شرکت‌ها است. از این‌رو، رفتار شرکت‌های دارای مالکیت دولتی برای تأمین مالی و مدیریت ساختار سرمایه کمتر مورد توجه قرار گرفته است. همچنین، افزایش مالکیت حقیقی و کاهش مالکیت حقوقی و دولتی در سهام شرکت، می‌تواند نشان‌گر توان کمتر شرکت در استفاده از مزایای مالکیت دولتی باشد (گُرد و همکاران، ۱۳۹۷). بدین ترتیب شرکت‌های دارای روابط دولتی، به دلیل نادیده گرفتن ارزش شرکت، ممکن است عملکرد پایینی داشته باشند. از این‌رو تأثیر ارتباطات سیاسی بر فرایند سرمایه‌گذاری شرکت متفاوت بوده و نیازمند مطالعه بیشتر است.

در بازارهای کامل، انتظار بر این است که همه شرکت‌ها به آسانی به منابع مالی خارج از شرکت دسترسی دارند، تصمیمات سرمایه‌گذاری منحصراً مبتنی بر سودآوری مورد انتظار آینده می‌باشد و دسترسی به سرمایه‌های داخلی هیچگونه تأثیری بر تصمیمات نداشته باشد. اما در دنیای واقعی با وجود سازوکارهای اطلاعات نامتقارن، تأمین مالی از محل منابع داخل و خارج شرکت، هزینه‌ی متفاوت خواهد داشت، در این محیط، اطلاعات نامتقارن بین اعطا کننده و دریافت کننده وام بر توانایی شرکت برای دستیابی به اعتبار، بر قدرت سرمایه‌گذاری و فعالیت‌های اقتصادی آنها تأثیرگذار است (پورغفار و ابافت، ۱۴۰۰). امروزه محیطی که شرکت‌ها در آن فعالیت می‌کنند، محیط رقابتی و درحال رشد است، اگر شرکت‌ها نتوانند به موقع، منابع مالی مورد نیاز خود را تأمین کنند، توان رشد شرکت‌ها محدود می‌شود، لذا، شرکت مجبور به چشم‌پوشی از فرصت‌های سرمایه‌گذاری مناسب خواهد شد، بنابراین اتخاذ سیاست‌های درست تأمین مالی، یکی از جنبه‌های مهم تصمیم‌گیری مدیران به شمار می‌رود (صالحی‌نیا و تامرادی، ۱۳۹۸). بنابراین عواملی که نقش زیادی در استمرار و رشد سودآوری شرکتها دارند از قبیل نحوه تأمین مالی، توانایی بنگاه‌ها در دستیابی به منابع درون سازمانی اعم از سود انباشته و ذخایر، و منابع برون سازمانی از قبیل دریافت تسهیلات، انتشار انواع اوراق بدهی و صدور سهام است (نعمتی و همکاران، ۱۳۹۵). رابطه با اشخاص وابسته می‌تواند بر عملکرد مالی، وضعیت مالی و انعطاف‌پذیری مالی واحد تجاری تأثیرگذار باشد. بنابراین مسئله اصلی پژوهش حاضر این است که آیا بین مالکیت دولتی، ارتباطات سیاسی و معامله با اشخاص وابسته با تأمین مالی برون سازمانی و سرمایه‌گذاری رابطه وجود دارد؟

در ادامه، مبانی نظری و پیشینه تجربی پژوهش، فرضیه‌ها و روش پژوهش ارائه شده است. سپس، مدل‌های آماری و یافته‌های پژوهش تشریح شده است و در پایان، نتیجه‌گیری و پیشنهادها بیان شده است.

مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

رابطه مالکیت دولتی، ارتباطات سیاسی و معامله با اشخاص وابسته با تأمین مالی برون سازمانی

اقتصاددانان و کارشناسان دریافته‌اند که میزان دولتی بودن اقتصاد کشورها با بازار بورس، رابطه مستقیم و تنگاتنگی دارد، بطوری‌که هرگونه کنشی از سوی دولت (اگر تصمیم‌گیرنده کلان و اصلی اقتصاد

باشد) با واکنش‌های مشهود و متعددی در بازار سهام همراه می‌شود. در ایران نیز، دولت در اقتصاد و ساختار شرکت‌های بزرگ نقشی اساسی دارد، عمده صنایع را شرکت‌هایی با مالکیت دولتی تشکیل می‌دهند. در این راستا، رشد سال‌های اخیر بازار سرمایه بیشتر از اینکه متأثر از گزارشگری مالی و وضعیت داخلی شرکت‌ها باشد، متأثر از عوامل سیاسی کلان بوده است (شیخی و حسن‌زاده، ۱۳۹۹). در مقایسه با شرکت‌های خصوصی، سهامداران کنترل‌کننده و مدیران شرکت‌های دولتی انگیزه زیادی برای کسب منافع شخصی خود دارند (لاله‌مازین و همکاران، ۱۳۹۶)، در نتیجه، مدیران بخش دولتی برای جبران این هزینه‌ها، به دریافت منابع مالی از دولت مبادرت می‌ورزند. ارتباط سیاسی به مانند شمشیر دو لبه است که هم می‌تواند باعث افزایش ارزش شرکت و هم باعث به خطر افتادن آن باشد (آنگ، دینگ و سونگ^۱، ۲۰۱۳). گلدمن، روچول و سو^۲ (۲۰۰۹) به این نتیجه رسیدند در صورت انتصاب یک مقام وابسته به دولت به‌عنوان هیئت مدیره شرکت، باعث ایجاد بازده غیرعادی می‌شود. بنابراین تخصیص نامناسب منابع و افزایش فساد بر عرضه و تقاضای سهام شرکت‌ها تأثیرگذار خواهد بود. زمانی که افزایش ارزش ناشی از انتصابات دولتی یا مدیران وابسته به دولت باشد، افزایش کمتری در ارزش شرکت ناشی از عملکرد مناسب ایجاد می‌شود. در واقع این یک مسئله نمایندگی است که ساختار حاکمیت دولتی باعث به وجود آمدن آن می‌شود (آنگ، دینگ و سونگ، ۲۰۱۳).

لیوز و گی^۳ (۲۰۰۶) نشان دادند زمانی که حامی دولتی شرکت‌ها از صحنه قدرت کنار می‌روند و این شرکت نمی‌تواند با حاکمیت جدید ارتباط داشته باشند باعث تضعیف عملکرد مالی و پیرو آن، با مشکل تأمین مالی روبرو می‌شوند (لاله‌مازین و همکاران، ۱۳۹۶). شرکت‌های با وابستگی دولتی و ارتباطات سیاسی از دسترسی آسان به منابع، مالیات پایین‌تر و قدرت بازار قوی‌تر بهره‌مند می‌گردند (شریفی و همکاران، ۱۴۰۰). از سوی دیگر، ارتباطات سیاسی می‌تواند به کاهش مشکلات ناشی از محدودیت‌های مالی کمک کند و سرمایه لازم را برای فعالیت‌های سرمایه‌گذاری شرکت فراهم کند (بادآورنهدی و تقی‌زاده خانقاه، ۱۳۹۷). واحدهای تجاری تمایل زیادی به برقراری ارتباط نزدیک با دولت دارند، زیرا بدین وسیله تحت حمایت‌های دولت قرار می‌گیرند. این روابط منافع زیادی نظیر تخفیف‌های مالیاتی و دسترسی آسان‌تر به اعتبارات را در پی خواهد داشت. لذا، در نظام‌های نوظهور اقتصادی، ارتباطات سیاسی یک منبع ارزشمند برای شرکت‌ها محسوب می‌شود. شرکت‌های دارای روابط سیاسی، راحت‌تر به منابع سرمایه و مزایای دیگر دست می‌یابند (رهنمای رودپشتی و محسنی، ۱۳۹۷). در این راستا برخی مدیران شرکت‌ها درصدد برقراری و حفظ ارتباط بین شرکت و دولت با هدف رفع محدودیت‌های مالی با کمترین هزینه می‌باشند (بوباگری^۴ و همکاران، ۲۰۱۳). نفوذ و حمایت سیاسی دولت، مزایا و معایبی برای شرکت‌ها دارد. حمایت سیاسی دولت، می‌تواند منجر به ایجاد ارزش برای شرکت شود. برای مثال، شرکت‌هایی که دارای ارتباط خوبی با دولت می‌باشند، مالیات کمتری می‌پردازند، سهم بازار بیشتری دارند، وام‌های بانکی با سهولت بیشتری برای آنان

1. Ang, Ding, & Thong
2. Goldman, Rocholl, & So
3. Leuz, & Gee
4. Boubakri

فراهم می‌شود، دولت در عرضه عمومی سهام، به آنها کمک می‌کند و نسبت به سایر شرکت‌ها، آسان‌تر و با هزینه کمتری از امتیازهای مهم بهره‌مند می‌شوند. اگرچه حمایت دولت، مزایای یاد شده در بالا را برای یک شرکت خاص به ارمغان می‌آورد، اما ممکن است منجر به ناکارایی عملکرد شرکت گردد (ساری و آنوگراه^۱، ۲۰۱۱).

علاوه بر روش برقراری ارتباط میان شرکت‌ها و دولت، پیامدهای این ارتباطات برای شرکت‌ها مهم‌تر است. طرف‌های سیاسی برای پشتیبانی از نیازهای سیاسی و تامین منابع مالی مورد نیاز خود مانند ایجاد ستادهای انتخاباتی، از حمایت شرکت‌ها استفاده می‌کنند. ضمن این‌که، وجود این روابط برای تثبیت جایگاه دولت در اداره نیازهای کلان کشور نیز ضروری است (زارع‌زاده و بادآورنهدی، ۱۳۹۸). نخست، هنگامی که بازارها به سبب وجود قوانین محدودکننده نمی‌توانند نیازهای تجاری شرکت‌ها را برطرف نمایند یا قوانین سرسختانه مالیاتی وجود دارد یا اینکه پشتوانه ضعیفی برای دفاع از حقوق قانونی وجود دارد، این‌گونه روابط می‌تواند تا حدودی سبب رفع نگرانی شرکت‌ها شود. دوم، بسیاری از منابع توسط دولت کنترل می‌شود و نهادهای دولتی هستند که قدرت تسهیم منابع میان شرکت‌ها و پروژه‌های سرمایه‌ای را دارند. سوم، بر اساس تئوری وابستگی منابع، روابط سیاسی موجب کمک به شرکت‌ها در دستیابی به منابع ارزشمند و تقابل و تعامل با عوامل خارجی و غیرمنتظره می‌شوند و همچنین زمینه کاهش عدم اطمینان در فضای کسب و کار را فراهم می‌آورند (رضوانی و سهامخدم، ۱۳۹۱). نتایج پژوهش‌های پیشین حاکی از آن است که این دسته از شرکت‌ها از هزینه بدهی پایین‌تر (بوباگری و همکاران، ۲۰۱۲ و رضایی و سیاری، ۱۳۹۴)، انعقاد قراردادهای پربازده دولتی و کاهش محدودیت‌های قانونی (گلدمن^۲ و همکاران، ۲۰۰۹)، نظارت و بازبینی کمتر، پرداخت مالیات کمتر به سبب وجود مشوق‌های کاهش مالیات و تحمل فشار کمتر در بازارهای رقابتی (بوباگری و همکاران، ۲۰۱۲) منتفع می‌شوند. فریدمن^۳ (۱۹۹۹) گزارش می‌دهد که بانک‌داران اغلب مجبور به افزایش وام برای پروژه‌های شرکت‌های دارای وابستگی سیاسی حتی اگر سودآور نبودن پروژه نیز پیش‌بینی شود، می‌باشند (لاله ماژین و همکاران، ۱۳۹۶). مطالعات نشان می‌دهد اختلاف در رفتار ارائه تسهیلات توسط بانک‌های دولتی با تغییر احزاب در انتخابات تحت تأثیر قرار می‌گیرد (زلقی و همکاران، ۱۳۹۷). مدیران دولتی از طریق مناسبات سیاسی ریسک مربوط به شرکت را تحت تأثیر قرار می‌دهند، پیرو آن، ارزش شرکت‌ها به عنوان معیاری از عملکرد نیز تحت تأثیر قرار می‌گیرد (زلقی و همکاران، ۱۳۹۷)؛ بنابراین وابستگی دولتی می‌تواند به عنوان یکی از متغیرهای مهم در مطالعه عملکرد مورد توجه قرار گیرد. از این‌رو می‌توان گفت رگه‌هایی از فرضیه نظارت فعال در این حالت می‌توان یافت.

معاملات با اشخاص وابسته، در رسوایی‌های مالی اخیر به عنوان یکی از کانون‌های نگرانی بوده است، به گونه‌ای که استفاده هدفمند از این معاملات و عدم افشای آنها یا کافی نبودن افشا، از عوامل سقوط شرکت‌ها می‌باشد. تصاحب منابع شرکت از طریق معاملات با اشخاص وابسته، در کشورهای توسعه یافته

1. Sari & Anugerah
2. Goldman
3. Friedman

مرسوم است، اما در اقتصادهای نوظهور به دلیل نارسایی بازارها و ضعف راهبری شرکتی بیشتر مشاهده می‌شود. در بسیاری از موارد، معاملات با اشخاص وابسته، اجتناب‌ناپذیر و سودمند است و در چرخه عملیات شرکت تکرار می‌گردد، ولی در شرایط خاص به سهامداران عمده یا مدیران شرکت‌ها اجازه می‌دهد به هزینه سهامداران خرد منافع شخصی خود را تأمین کنند (دارابی و داودخانی، ۱۳۹۴). براساس تئوری هزینه معاملات، امروزه با بزرگ شدن شرکت‌ها و ایجاد رفتارهای فرصت‌طلبانه توسط مدیران، جهت کسب منافع بیشتر و کاهش هزینه‌ها، معامله با اشخاص وابسته نظیر شرکت‌های اصلی و فرعی، یا شرکت سرمایه‌گذار و سرمایه‌پذیر، به عبارتی، معاملات درون گروهی، پیشنهاد می‌شود.

رابطه مالکیت دولتی، ارتباطات سیاسی و معامله با اشخاص وابسته با سرمایه‌گذاری

یکی از راهکارهای پیش‌روی دولت، جهت کنترل اقتصاد کشور، نفوذ در واحدهای اقتصادی است، که از طریق روابط سیاستمداران و یا مالکیت دولتی انجام می‌شود (ساری و آنوگراه، ۲۰۱۱). بنابراین، مدیران ارشد شرکت‌ها، برای دستیابی به اهداف اجتماعی یا سیاسی مورد نظر دولت، مجبور می‌شوند در پروژه‌های غیرسودآور سرمایه‌گذاری کنند که این پروژه‌ها از نظر اهداف و برنامه‌های دولت، مطلوب است ولی موجب ناکارایی سرمایه‌گذاری و عملکرد ضعیف شرکت می‌شود (پن و تیان^۱، ۲۰۲۰). همچنین شرکت‌های با وابستگی دولتی، در انتخاب فرصت‌های سرمایه‌گذاری بهتر عمل می‌کنند زیرا می‌توانند از وابستگی‌های دولتی جهت انتخاب پروژه‌های با ارزش فعلی مثبت بهره‌مند شوند و با این کار ریسک مربوط به شرایط سیاسی و اقتصادی خود را کم و باعث افزایش ارزش شرکت شوند.

در اقتصادهای نوظهور، به دلیل نارسایی بازارها و ضعف راهبری شرکتی، انتصاب مدیران با نفوذ سیاسی انجام می‌شود و تصاحب منابع شرکت‌ها بیشتر رخ می‌دهد و مدیران اقدام به معامله با اشخاص وابسته مشکوک و سرمایه‌گذاری در پروژه‌های کم بازده در جهت حفظ و تأمین منافع شخصی و همچنین بیش سرمایه‌گذاری می‌کنند (زارع‌زاده و بادآورن‌نهدی، ۱۳۹۸). ارتباط سیاسی سبب دسترسی آسان به منابع برون سازمانی و عقد قراردادهای مبتنی بر روابط می‌شود که منابع ارزشمندی برای شرکت فراهم می‌کند و بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری اثر می‌گذارد (پیوتروسکی و ژانگ^۲، ۲۰۱۴). با وجود این، دسترسی به مبالغ هنگفتی سرمایه برون سازمانی از طریق ارتباطات سیاسی، شرکت را به سرمایه‌گذاری‌های پایین‌تر از حد بهینه ترغیب می‌نماید، ارتباطات سیاسی، ممکن است با مداخله شدید دولت و انحراف از اهداف نهایی شرکت همراه شود (بادآورن‌نهدی و تقی‌زاده خانقاه، ۱۳۹۷). اگر ارتباطات دولتی به عنوان یک عامل سودآوری باشد، می‌تواند منجر به تحریف تصمیمات سرمایه‌گذاری و یا القاء تصمیمات سرمایه‌گذاری نامناسب گردد که در نتیجه این امر منجر به کاهش ارزش شرکت خواهد شد (فاسیو^۳، ۲۰۰۶). شکل‌های

1. Pan & Tian
2. Piotroski & Zhang
3. Faciou



مختلف وابستگی دولتی، محیط عملیاتی و رفتار شرکت‌ها بر تصمیم‌گیری‌های مالی شرکت‌ها تأثیرگذار است (فان و همکاران، ۲۰۰۷). از سوی دیگر، ارتباطات سیاسی آثار مخربی از جمله افزایش ریسک‌پذیری و مدیریت سود را نیز در پی دارد. بوباگری و همکاران (۲۰۱۲) و لی و وانگ^۱ (۲۰۱۷) معتقدند که ارتباط سیاسی به منابع شرکت آسیب می‌زند و شرکت را در وضعیت نامساعدی از لحاظ سودآوری قرار می‌دهد. در نتیجه مدیران سیاسی استفاده نامناسبی از جریان‌های نقد آزاد می‌کنند و مطلوبیت سرمایه‌گذاری را تحت تأثیر قرار می‌دهند. شرکت‌های دارای ارتباطات سیاسی، دسترسی بیشتری به بدهی‌های بلند مدت دارند و به احتمال زیاد بیش سرمایه‌گذاری انجام می‌دهند. به همین دلیل برقراری ارتباطات سیاسی نوعی سرمایه‌گذاری مخاطره‌آمیز است (بادآورنهندی و تقی زاده خانقاه، ۱۳۹۷). لذا، شرکت‌های دارای ارتباطات سیاسی قوی، ممکن است به گونه‌ای فرصت‌طلبانه عمل نموده و منافع سهامداران جزء را کمتر مورد توجه قرار دهند. شواهد ۴۷ کشور نشان می‌دهد که شرکت‌های دارای ارتباطات سیاسی، عملکرد کمتر از حد مورد انتظار نسبت به شرکت‌هایی فاقد ارتباطات سیاسی، براساس اطلاعات حسابداری داشته‌اند (فاسیو، ۲۰۰۶). یک دلیل ممکن برای کمتر از حد انتظار بودن عملکرد مالی شرکت‌های دارای وابستگی سیاسی، می‌تواند ناشی از تخصیص نامناسب منابع به سرمایه‌گذاری‌ها و افزایش فساد باشد. از سوی دیگر ممکن است روابط سیاسی از طریق رانت‌های غیرمنصفانه اقتصادی در زمینه مصرف کنندگان، تولیدکنندگان و رقبا باعث افزایش ارزش شرکت شود (فاسیو، ۲۰۰۶). شرکت‌های دارای وابستگی سیاسی، علاوه بر ایجاد اعتبار به‌وسیله مدیران دولتی، از مزایای دیگر نیز بهره‌مند می‌شوند. مدیران دارای روابط سیاسی و وابسته به دولت، قدرت و توانایی لازم در جهت کسب منفعت برای شرکت از طریق تأثیرگذاری بر تصویب قوانین و مقررات دولتی را دارند و همچنین می‌توانند احتمال برنده شدن شرکت را در مناقصه‌های دولتی را افزایش دهند که این عامل می‌تواند به عنوان اخبار خوب به بازار مخابره گردد. شرکت‌های دارای روابط گسترده سیاسی با دولت، به دلیل برخورداری از شرایط خاص هزینه‌های کمتری را از سوی دولت متحمل می‌شوند (حسنی کلوانی و محفوظی، ۱۴۰۱).

یکی از ابزارهای رفتار فرصت‌طلبانه مدیران شرکت‌ها، معامله با اشخاص وابسته است. معاملات با اشخاص وابسته، شرکت‌های دارای ارتباطات سیاسی را قادر می‌سازد راحت‌تر در جهت نیل به اهداف خود گام بردارند. براساس استاندارد شماره ۱۲ حسابداری ایران، معامله با اشخاص وابسته به صورت انتقال منابع، خدمت یا تعهدات بین اشخاص وابسته صرف نظر از مطالبه یا عدم مطالبه بهای آن تعریف شده است. این‌گونه معاملات پیچیده هستند که اغلب بین شرکت از یک سو، و مدیران، هیات مدیره، مالکان نهادی از سوی دیگر، انجام می‌شود، زیرا معامله با این افراد معمولاً خارج از عرف بازار و نهادهای نظارتی انجام می‌شود (عباس‌زاده و همکاران، ۱۳۹۸). علی‌رغم اینکه در برخی موارد معاملات با اشخاص وابسته مفید است، اما براساس نظریه تضاد منافع این‌گونه معاملات موجب متضرر شدن سهامداران شده و به مدیران شرکت‌ها اجازه می‌دهد که با هزینه سهامداران اقلیت، منافع شخصی خود را تأمین نمایند (دارابی و داودخانی، ۱۳۹۴).

پیشینه تجربی پژوهش

شریفی و همکاران (۱۴۰۰) نشان دادند مالکیت دولتی بر بازده سهام تاثیر مستقیم و معنی دار دارد و بحران مالی شرکت، این رابطه را ضعیف می کند. نتایج پژوهش عباس زاده و همکاران (۱۳۹۸) حاکی از وجود رابطه مثبت و معنی دار بین ارتباطات سیاسی و معاملات با اشخاص وابسته است و رابطه معنی داری میان معاملات با اشخاص وابسته و مدیریت سود نیافته اند، اما با افزودن متغیر تعدیل گر ارتباطات سیاسی، وجود رابطه مثبت و معنی دار بین معاملات با اشخاص وابسته و مدیریت سود تأیید گردید. یافته های صالحی نیا و تامرادی (۱۳۹۸) بیانگر آن است که ارتباطات سیاسی بر بدهی های کوتاه مدت، بدهی های بلند مدت، مجموع بدهی ها و هزینه بدهی تأثیر مثبت و معنی داری دارد. همچنین ارتباطات سیاسی بر رتبه اعتباری شرکت ها تأثیر منفی و معنی داری دارد. زارع زاده و بادآورنهدی (۱۳۹۸) یافته اند بین ارتباطات سیاسی و معاملات با اشخاص وابسته رابطه منفی، و بین معاملات با اشخاص وابسته و انتخاب حسابرس رابطه مثبت وجود دارد و ارتباطات سیاسی بر رابطه بین معاملات با اشخاص وابسته و انتخاب حسابرس تاثیر منفی دارد. بادآورنهدی و تقی زاده خانقاه (۱۳۹۷) نشان دادند ارتباطات سیاسی بر سرمایه گذاری بیش از حد تأثیر مثبت، و بر عملکرد شرکت تأثیر منفی می گذارد. رهنمای رودپشتی و محسنی (۱۳۹۷) دریافته اند بین ارتباطات سیاسی و سود نقدی رابطه مثبت و معنی داری وجود دارد. از این رو، با افزایش ارتباطات سیاسی، سود نقدی تقسیمی افزایش می یابد. همچنین، بین ارتباطات سیاسی و بازده سهام رابطه مثبت و معنی داری وجود دارد. از این رو، با افزایش ارتباطات سیاسی، بازده سهام شرکت ها افزایش می یابد. بنابراین، ارتباط سیاسی می تواند عاملی مهم در زمینه توزیع سود نقدی و بازده های سهام باشد. وقفی و همکاران (۱۳۹۷) نشان دادند بین معاملات با اشخاص وابسته با رتبه افشاء رابطه منفی و با مدیریت سود، رابطه مثبت و معنی داری وجود دارد. اما بین معامله با اشخاص وابسته و سودآوری رابطه معنی دار یافت نشد. حسن زاده و محسنی (۱۳۹۷)، رابطه منفی و معنی دار بین ارتباطات سیاسی از طریق دولت و هزینه سرمایه حقوق صاحبان سهام یافته اند.

بوباگری^۱ و همکاران (۲۰۲۰) نشان دادند مالکیت دولتی موجب کاهش نقدینگی شرکت می گردد. تیهانی^۲ و همکاران (۲۰۲۰) با استفاده از تکنیک های فرا تحلیلی یافته اند که مالکیت دولتی تأثیر منفی کمی بر عملکرد مالی شرکت دارد و ارتباطات سیاسی هیچ پیامد مستقیمی برای عملکرد ندارد. مالول^۳ و همکاران (۲۰۱۸) یافته اند ارتباطات سیاسی موجب بهبود عملکرد و ارزش شرکت می شود. در واقع سرمایه گذاران به دلیل کسب منافع بیشتر، به سرمایه گذاری در شرکت هایی با ارتباطات سیاسی بالا تمایل نشان می دهند. نتایج الدهماری و کواسماعیل^۴ (۲۰۱۵) حاکی از آن است که شرکت هایی که وجه نقد بیشتری نگهداری می کردند، دارای کیفیت سود بالاتری بودند. از طرفی شرکت هایی که دارای روابط سیاسی بودند، کیفیت سود پایین تری داشتند. سعید^۵ و همکاران (۲۰۱۶) یافته اند بین ارتباطات سیاسی و عملکرد

1. Boubakri
2. Tihanyi
3. Maaloul
4. Al-dhamari & Ku Ismail
5. Saeed



شرکت، رابطه منفی وجود دارد و عملکرد شرکت‌های سیاسی بر اساس شاخص‌های بازده دارایی و بازده حقوق صاحبان سهام به ترتیب حدود ۱۷ و ۱۵٪ کمتر از عملکرد شرکت‌های غیرسیاسی است. نتایج بنژامین^۱ و همکاران (۲۰۱۶) نشان می‌دهد که شرکت‌های دارای ارتباطات سیاسی تمایل دارند سود سهام کمتری توزیع می‌کنند. درحالی که مالکان نهادی تمایل به پرداخت سود سهام بیشتر دارند. نتایج لینگ^۲ و همکاران (۲۰۱۶) نشان می‌دهد شرکت‌های با ارتباطات سیاسی قوی‌تر، معمولاً دسترسی آسان‌تری به تامین مالی بلندمدت دارند. هر چند ارتباطات سیاسی ممکن است به شرکت‌ها برای به دستیابی به منابع مالی بیشتر و افزایش بار مالی کمک کند، اما مداخله سیاستمداران ممکن است موجب تحریف در تخصیص منابع اجتماعی و در نتیجه عملکرد ضعیف شود. نتایج سو^۳ و همکاران (۲۰۱۴) نشان می‌دهد که ساختار مالکیت در شرکت‌ها نقش مهمی در سیاست تقسیم سود به نسبت معاملات با اشخاص وابسته و ارتباطات سیاسی بازی می‌کند. شرکت‌هایی که دارای روابط سیاسی هستند سود نقدی بالاتری نسبت به سایر شرکت‌ها پرداخت می‌کنند. نتایج بوباکری و همکاران (۲۰۱۲) حاکی از آن است که هزینه سرمایه شرکت‌های برخوردار از روابط سیاسی، نسبت به شرکت‌های همتای خود که از روابط سیاسی برخوردار نیستند، کمتر است و سرمایه‌گذاران ریسک کمتری را برای چنین شرکت‌هایی در نظر می‌گیرند. همچنین، در شرکت‌های بزرگ‌تر و قدیمی‌تر و شرکت‌های مربوط به کشورهای که از آزادی و دموکراسی کمتری برخوردارند و احتمال کمک و حمایت دولت در زمان بحران‌های مالی آن کشورها بیشتر است، کمتر می‌باشد. نتایج فان و همکاران (۲۰۰۷) بیانگر وجود رابطه مستقیم و معنی‌دار بین مالکیت دولتی و عملکرد شرکت است، به عبارتی شرکت‌هایی که وابستگی دولتی دارند، مالکیت دولتی بر عرضه و تقاضا شرکت‌ها تأثیرگذار است. بنابراین اثر نوسانات بازار بر سهام شرکت‌های دولتی بیشتر خواهد بود.

مطالعه حاضر به دلایلی به گسترش ادبیات پژوهش در ایران کمک می‌کند. اول اینکه در پژوهش‌های پیشین، مالکیت دولتی، ارتباطات سیاسی و معامله با اشخاص وابسته و ارتباط آنها با تامین مالی برون سازمانی توجه نشده است، در این پژوهش تلاش می‌شود به این موضوع مهم پرداخته شود. دلیل دوم این است که عملکرد شرکت به دلیل جذب سرمایه‌گذاران جدید و ایجاد اعتماد در شرکت، اهمیت زیادی دارد و مالکیت دولتی، ارتباطات سیاسی و معامله با اشخاص وابسته ممکن است بر میزان سرمایه‌گذاری شرکت تأثیرگذار باشد، از این‌رو در پژوهش حاضر تلاش می‌شود این شکاف پر شود.

فرضیه‌های پژوهش

بنابر استدلال‌های بیان شده در بخش‌های قبلی فرضیه‌های زیر را می‌توان طرح کرد:
فرضیه اول: بین مالکیت دولتی و تامین مالی برون سازمانی رابطه منفی وجود دارد.

1. Benjamin
2. Ling
3. Su

فرضیه دوم: بین ارتباطات سیاسی و تامین مالی برون سازمانی رابطه منفی وجود دارد.
 فرضیه سوم: بین معامله با اشخاص وابسته و تامین مالی برون سازمانی رابطه مثبت وجود دارد.
 فرضیه چهارم: بین مالکیت دولتی و سرمایه‌گذاری رابطه مثبت وجود دارد.
 فرضیه پنجم: بین ارتباطات سیاسی و سرمایه‌گذاری رابطه مثبت وجود دارد.
 فرضیه ششم: بین معامله با اشخاص وابسته و سرمایه‌گذاری رابطه مثبت وجود دارد.

روش شناسی پژوهش

این پژوهش از گونه پژوهش‌های کاربردی، پس‌رویدادی است، از نظر ماهیت اجرا توصیفی-همبستگی مبتنی بر داده‌های تابلویی، ترکیبی از داده‌های مقطعی و سری زمانی است. پژوهش حاضر به روش کتابخانه‌ای اجرا شد. جامعه آماری این پژوهش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است، نمونه‌گیری به روش حذف نظام‌مند است و شرکت‌هایی که حائز شرایط زیر باشند بعنوان نمونه انتخاب شدند: (۱) شرکت از سال ۱۳۹۳ تا پایان سال ۱۳۹۹ عضو بورس اوراق بهادار تهران بوده باشند، (۲) به دلیل ماهیت خاص فعالیت شرکت‌های هلدینگ، بیمه، لیزینگ، بانک‌ها، موسسات مالی و سرمایه‌گذاری و تفاوت قابل‌ملاحظه فعالیت آنها با شرکت‌های تولیدی و بازرگانی، لذا، شرکت انتخابی جز شرکت‌های یاد شده نباشد. (۳) جهت افزایش قابلیت مقایسه، سال مالی شرکت‌ها منتهی به ۲۹ اسفند باشد و طی بازه زمانی پژوهش تغییر سال مالی نداشته باشد. (۴) سهام شرکت‌ها در طول هر یک از سال‌های دوره پژوهش معامله شده باشد. (۵) اطلاعات مالی شرکت‌ها در دسترس باشد. در نهایت ۱۰۲ شرکت طی هفت سال و تعداد ۷۱۴ مشاهده (سال-شرکت) انتخاب شدند.

مدل‌ها و متغیرهای پژوهش و نحوه اندازه‌گیری آنها

به منظور بررسی فرضیه‌های اول، دوم و سوم پژوهش از مدل زیر استفاده شده است:

$$EF_{it} = \beta_0 + \beta_1 Govern_{it} + \beta_2 PCON_{it} + \beta_3 RPT_{it} + \beta_4 Size_{it} + \beta_5 ROA_{it} + \beta_6 LEV_{it} + \beta_7 Age_{it} + \beta_8 CFO_{it} + \beta_9 Growth_{it} + \varepsilon_{it}$$

به منظور بررسی فرضیه‌های چهارم، پنجم و ششم پژوهش از مدل زیر استفاده شده است:

$$Investment_{it} = \beta_0 + \beta_1 Govern_{it-1} + \beta_2 PCON_{it-1} + \beta_3 RPT_{it-1} + \beta_4 Size_{it-1} + \beta_5 ROA_{it-1} + \beta_6 LEV_{it-1} + \beta_7 Age_{it-1} + \beta_8 CFO_{it-1} + \beta_9 Growth_{it-1} + \varepsilon_{it-1}$$

متغیرهای وابسته

۱. تامین مالی برون سازمانی (EF): از مجموع وجه نقد دریافتی از انتشار سهام، افزایش در استقراض، وام و تسهیلات بلندمدت اندازه‌گیری می‌شود (ابراهیمی و همکاران، ۱۳۹۶؛ رضایی و سیاری، ۱۳۹۴).

۲. سرمایه‌گذاری (Investment): از وجه نقد پرداختی بابت خرید دارایی‌های ثابت مشهود به دست می‌آید (برادران حسن‌زاده و تقی‌زاده خانقاه، ۱۳۹۵).

متغیرهای مستقل

۱. مالکیت دولتی (GO): مجموع درصد سهامی که در اختیار شرکت‌ها و سازمان‌های دولتی است (تیهانی و همکاران، ۲۰۱۹).

۲. ارتباطات سیاسی (PCON): از دو معیار زیر برای اندازه‌گیری آن استفاده می‌شود (ابراهیمی و همکاران، ۱۳۹۶):

(۱) نسبت بدهی‌های بلندمدت به کل بدهی‌ها

(۲) نسبت اعضای هیئت مدیره وابسته به دولت به کل اعضا هیئت مدیره

شرکت‌هایی که مقدار هر دو معیار آنها بیشتر از میانه باشد به عنوان شرکت‌های دارای ارتباطات سیاسی بوده و عدد یک به آنها اختصاص می‌یابد و در غیر اینصورت عدد صفر خواهند بود.

۳. معامله با اشخاص وابسته (RPT): جمع معاملات فی‌مابین شرکت اصلی و شرکت‌های فرعی تقسیم بر جمع دارایی‌ها می‌باشد (لطفعلی پور و همکاران، ۱۳۹۵).

متغیرهای کنترلی

۱. اندازه شرکت (Size): برابر با لگاریتم طبیعی کل دارایی‌ها.

۲. بازده دارایی‌ها (ROA): برابر با سود خالص تقسیم بر کل دارایی‌ها.

۳. اهرم مالی (LEV): برابر با کل بدهی‌ها تقسیم بر کل دارایی‌ها.

۴. سن شرکت (AGE): برابر با لگاریتم طبیعی عمر شرکت از زمان تاسیس.

۵. جریان وجوه نقد (CFO): برابر با نسبت جریان وجه نقد عملیاتی به کل دارایی‌های ابتدای دوره.

۶. رشد فروش (Growth): برابر با میزان تغییرات فروش شرکت نسبت به سال گذشته.

-
1. External financing
 2. Government ownership
 3. Political communication
 4. Related party transactions

تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه‌ها

نمونه‌ها به روش حذف نظامند طی سال‌های ۱۳۹۳ تا ۱۳۹۹ برای هفت سال و نهایتاً تعداد ۶۸۶ سال-شرکت انتخاب شدند، آمار توصیفی این مشاهده‌ها به شرح جدول ۱ است:

جدول ۱. آمار توصیفی

متغیر	نماد	میانگین	میانۀ	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی	کمینه	بیشینه
تامین مالی برون سازمانی	EF	۰/۳۱۳	۰/۳۱۶	۰/۳۲۸۳	۱/۷۴	۷/۳۳	۰	۲/۲۹۵
سرمایه‌گذاری	Investment	۰/۰۳۶	۰/۰۲۲	۰/۰۵۳۵	۴/۵۵	۳۰/۳۷	۰	۰/۴۹۷
مالکیت دولتی	GO	۶۱/۶	۶۶/۹	۲۴/۱۶	-۱/۱۲	۳/۷۱	۰	۹۶/۳۲
ارتباطات سیاسی	PCON	۰/۲۰۷	۰/۰	۰/۴۰۵۶	۱/۴۴	۳/۰۸	۰	۱
معامله با اشخاص وابسته	RPT	۰/۷۶۲	۰/۳۲۶	۱/۳۲۷	۵/۳۱	۴۹/۱۷	۰	۱۷/۶۶۶
اندازه شرکت	Size	۱۴/۷۶	۱۴/۵۸	۱/۴۴	۰/۹۸	۵/۲۹	۱۱/۱۲	۲۰/۷۷
بازده دارایی‌ها	ROA	۰/۱۲۲	۰/۰۹۴	۰/۱۵۰۳	۰/۵۶	۴/۳۱	-۰/۴۰۵۸	۰/۶۸۲
اهرم مالی	LEV	۰/۵۹۳	۰/۵۹۱	۰/۱۹۸	۰/۱۴	۳/۴۷	۰/۰۵۷	۱/۳۴۳
سن شرکت	AGE	۳/۷۰	۳/۷۸	۰/۳۱	-۰/۶۱	۲/۴۲	۲/۸۳	۴/۲۰
جریان نقد عملیاتی	CFO	۰/۱۳۸	۰/۱۱۷	۰/۲۰۵	۰/۳۶	۱۱/۰۰	-۱/۳۶۲	۱/۲۱۵
رشد فروش	Growth	۰/۳۴	۰/۲۲۲	۰/۵۲	۲/۰۵	۱۰/۷۷	-۰/۷۴	۳/۷۸

ماخذ: محاسبات پژوهش

با توجه به جدول ۱ بیشترین و کمترین میانگین به ترتیب مربوط به مالکیت دولتی (۶۱/۶۲) و سرمایه‌گذاری (۰/۰۳۶۴) است و متغیر سرمایه‌گذاری نشان می‌دهد وجه نقد پرداختی بابت خرید دارایی‌های ثابت مشهود به کل دارایی‌ها به طور متوسط برابر ۰/۰۳۶ است. بیشترین انحراف معیار مربوط به مالکیت دولتی (۲۴/۱۶) است و کمترین مقدار انحراف معیار مربوط به سرمایه‌گذاری (۰/۰۵۳۵) است. کمترین مقدار متغیرها مربوط به جریان نقد عملیاتی (-۱/۳۶۲) و بیشترین مقدار معامله با اشخاص وابسته (۱۷/۶۶۶) است. مالکیت دولتی دارای چولگی منفی (-۱/۱۲) و معامله با اشخاص وابسته و سرمایه‌گذاری دارای بیشترین چولگی مثبت و بیشترین کشیدگی مثبت می‌باشند.

ماتریس همبستگی پیرسون متغیرهای مدل به شرح زیر است سطر اول ضرایب همبستگی و سطر دوم سطح احتمال ضرایب همبستگی را نشان می‌دهد:

جدول ۲. همبستگی بین متغیرها

رشد فروش	خرید نقد عملیاتی	سمن شرکت	اهرم مالی	بازده دارایی‌ها	اندازه شرکت	معاملات با اشخاص وابسته	مالکیت دولتی	سرمایه گذاری	تامین مالی برون سازمانی
۱۰	۹	۸	۷	۶	۵	۴	۳	۲	۱
									-۰/۰۸۳
								۱	۰/۰۲۷
								-۰/۰۰۵	-۰/۰۰۱
							۱	۰/۸۹۹	۰/۹۷۹
							۰/۰۰۴	-۰/۰۶۱	-۰/۰۶۴
						۱	۰/۹۲۴	۰/۱۰۱	۰/۰۸۸
						-۰/۰۷۱	۰/۰۷۷	-۰/۰۶۷	۰/۱۵۵
					۱	۰/۰۰۰	۰/۰۳۹	۰/۰۷۲	۰/۰۰۰
					۰/۱۱۱	-۰/۱۵۳	-۰/۰۹۳	۰/۱۴۱	-۰/۰۶۸
				۱	۰/۰۰۳	۰/۰۰۰	۰/۰۱۳	۰/۰۰۰	۰/۰۶۸
				-۰/۶۴۰	۰/۰۹۸	۰/۱۵۵	۰/۲۸۴	۰/۰۰۶	۰/۲۴۸
			۱	۰/۰۰۰	۰/۰۰۹	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۸۸۰	۰/۰۰۰
			-۰/۰۴۰	۰/۰۸۰	۰/۱۳۰	-۰/۱۵۳	-۰/۱۵۲	۰/۰۳۳	-۰/۰۷۸
		۱	۰/۲۹۲	۰/۰۳۲	۰/۰۰۱	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۳۷۴	۰/۰۲۷
		۰/۰۱۸	-۰/۲۰۵	۰/۴۴۱	۰/۰۶۸	-۰/۱۴۲	-۰/۰۰۵	۰/۳۱۵	-۰/۲۱۸
	۱	۰/۶۳۳	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۶۹	۰/۰۰۰	۰/۹۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰
	۰/۰۸۵	۰/۰۵۰	-۰/۰۹۷	۰/۲۴۱	۰/۱۴۸	۰/۱۰۴	-۰/۱۰۷	۰/۱۰۲	-۰/۰۷۹
۱	۰/۰۲۳	۰/۱۸۶	۰/۰۰۹	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۵	۰/۰۰۴	۰/۰۰۶	۰/۰۳۴

ماخذ: محاسبات پژوهش

تامین مالی برون سازمانی و سرمایه‌گذاری با یکدیگر همبستگی منفی و معنی‌دار دارند. مالکیت دولتی با معاملات اسخاخص وابسته همبستگی معنی‌داری ندارد. سن شرکت با جریان نقد عملیاتی و رشد فروش همبستگی معنی‌داری ندارد. بقیه متغیرها با یکدیگر همبستگی معنی‌دار دارد.

بررسی کیفیت الگو

شرکت‌های با داده‌های پرت تعدیل^۱ شدند. سپس پایایی سری‌ها به کمک آزمون ریشه واحد هادری بررسی شدند که نتایج آن در جدول ۳ زیر آمده است. با توجه به جدول ۳ مقدار احتمال تمام متغیرهای از ۰/۰۵ کمتر است لذا در سطح ۹۵ درصد تمام متغیرها مانا می‌باشند.

جدول ۳. آزمون مانایی

متغیر	نماد	آماره آزمون	سطح معنی‌داری
تامین مالی برون سازمانی	EF	۹/۴۱۹۳	<۰/۰۱
سرمایه‌گذاری	Investment	۱۲/۷۳۰۴	<۰/۰۱
مالکیت دولتی	GO	۱۶/۷۰۹۲	<۰/۰۱
معامله با اشخاص وابسته	RPT	۱۱/۲۸۱۸	<۰/۰۱
اندازه شرکت	Size	۱۷/۵۰۰۸	<۰/۰۱
بازده دارایی‌ها	ROA	۱۲/۵۶۰۹	<۰/۰۱
اهرم مالی	LEV	۱۱/۹۰۵۱	<۰/۰۱
سن شرکت	AGE	۱۹/۳۹۲۸	<۰/۰۱
جریان نقد عملیاتی	CFO	۱۲/۵۵۱۵	<۰/۰۱
رشد فروش	Growth	۱۲/۵۶۰۴	<۰/۰۱

ماخذ: محاسبات پژوهش

تشخیص الگوی مناسب

داده‌های این پژوهش از نوع ترکیبی (پنل) است، اما قبل از برآورد مدل‌ها روش برآورد (تلفیقی یا تابلویی) باید مشخص شود. از این‌رو، آزمون‌های چاو (f لیمر)، هاسمن و بررسی ناهمسانی واریانس انجام شد.

جدول ۴. آزمون‌های شناسایی الگوی مناسب برای مدل‌های پژوهش

مدل	آزمون چاو		آزمون هاسمن		بروش پاگان گادفری	
	آماره	احتمال	آماره	احتمال	آماره	احتمال
اول	۱۱/۴۰	۰/۰۰۰	۴۴/۲۹	۰/۰۰۰	۳/۱۴	۰/۰۰۰
دوم	۱۰/۹۰	۰/۰۰۰	۳۶/۴۱	۰/۰۰۰	۳/۱۴	۰/۰۰۰
سوم	۱۱/۵۶	۰/۰۰۰	۴۶/۱۹	۰/۰۰۰	۳/۱۰	۰/۰۰۰
چهارم	۳/۳۹	۰/۰۰۰	۳۷/۲۴	۰/۰۰۰	۲/۰۹	۰/۰۰۰
پنجم	۳/۳۵	۰/۰۰۰	۳۸/۵۰	۰/۰۰۰	۲/۰۴	۰/۰۰۰
ششم	۳/۴۲	۰/۰۰۰	۴۱/۵۶	۰/۰۰۰	۲/۰۹	۰/۰۰۰

(۱) مدل رگرسیون الگوی داده‌های ترکیبی با اثرات ثابت مناسب است.

(۲) واریانس مقادیر خطا همسان نیستند. بنابراین مدل رگرسیون معمولی مناسب نیست و باید از الگوی ترکیبی با اثرات ثابت استفاده شود.

ماخذ: محاسبات پژوهش

با توجه به جدول ۴ برای هر دو مدل رگرسیونی، سطح احتمال آنها از ۰/۰۵ کمتر است، پس در سطح ۹۵ درصد الگوی داده‌های ترکیبی مناسب است و برای تعیین الگوی اثرات ثابت در مقابل اثرات تصادفی از آزمون هاسمن استفاده شد. سطح احتمال آزمون هاسمن کمتر از ۰/۰۵ است، لذا در سطح اطمینان ۹۵ درصد الگوی اثرات ثابت مناسب است. یکی از فرض‌های رگرسیون خطی این است که جملات خطا (باقیمانده) مدل دارای واریانس برابر باشد، در این مطالعه از آزمون پرورش، پاگان و گادفری برای بررسی ناهمسانی واریانس خطا استفاده شد. نتایج بررسی ناهمسانی واریانس مندرج در جدول ۴ نشان می‌دهد مقادیر باقیمانده (خطا) مدل‌های رگرسیون معمولی دارای واریانس همسان نمی‌باشند، لذا ناهمسانی واریانس وجود دارد برای رفع آن از الگوی رگرسیون تابلویی با حداقل مربعات تعمیم یافته (GLS) استفاده شده است.

عدم وجود همخطی

همبستگی شدید بین متغیرهای مدل‌ها نشان دهنده هم خطی است که موجب می‌شود در مدل‌ها، ضرایب برآورده شده دارای خطای معیار زیادی بشود. برای بررسی هم خطی از معیار عامل تورم واریانس (VIF) استفاده شد. وقتی مقدار آن کمتر از ۱۰ باشد، نشان دهنده عدم وجود هم خطی است (بنی‌مهد و همکاران، ۱۳۹۸).

جدول ۵. مقدار عامل تورم واریانس (VIF) برای بررسی هم خطی مدل ها

ششم	پنجم	چهارم	سوم	دوم	اول	فرضیه ها	
	-	-	-	-	-	C	ضریب ثابت
		۱/۱۳			۱/۱۴	GO	مالکیت دولتی
	۱/۰۵			۱/۰۳		PCON	ارتباطات سیاسی
۱/۰۶			۱/۰۹			RPT	معامله با اشخاص وابسته
۱/۰۹	۱/۱۲	۱/۰۸	۱/۰۶	۱/۰۸	۱/۰۶	Size	اندازه شرکت
۱/۹۱	۱/۹۱	۱/۹۴	۲/۰۳	۲/۰۱	۲/۰۶	ROA	بازده دارایی ها
۱/۶۱	۱/۶۰	۱/۷۴	۱/۷۴	۱/۷۲	۱/۸۷	LEV	اهرم مالی
۱/۰۳	۱/۰۱	۱/۰۵	۱/۰۳	۱/۰۱	۱/۰۳	AGE	سن شرکت
۱/۲۶	۱/۲۵	۱/۲۵	۱/۲۹	۱/۲۸	۱/۲۸	CFO	جریان نقد عملیاتی
۱/۰۴	۱/۰۲	۱/۰۲	۱/۰۱	۱/۰۰	۱/۰۰	Growth	رشد فروش

ماخذ: محاسبات پژوهش

نتایج جدول ۵ نشان می‌دهد در همه مدل‌های مربوط به آزمون فرضیه‌ها، مقدار عامل تورم واریانس کمتر از ۱۰ و در دامنه مطلوب کمتر از ۵ قرار دارد لذا هم خطی با اهمیت در مدل‌ها وجود ندارد.

آزمون فرضیه‌های پژوهش

پس از ارزیابی متغیرها و بررسی فرض‌های رگرسیون، نتایج نشان می‌دهد الگوی رگرسیون تابلویی با اثرات ثابت مناسب است. نتایج به شرح جدول ۶ و ۷ است.

در جدول ۶ نتایج رابطه‌های متغیرهای توضیحی شامل مالکیت دولتی، ارتباطات سیاسی و معاملات با اشخاص وابسته، با تامین مالی برون سازمانی بررسی شدند. ضریب تعیین (R^2) برای این مدل‌ها در حدود ۹۲٪ است. یعنی معادل همین درصدها تغییرات تامین مالی برون سازمانی (متغیر وابسته) توسط متغیرهای توضیحی این مدل‌ها تشریح می‌شوند. و مقدار کاهش ضریب تعیین تعدیل شده در مقایسه با ضریب تعیین، اثر افزودن متغیرهای توضیحی در مدل را نشان می‌دهد هرچه این کاهش کمتر باشد بیانگر اثر مطلوب متغیرهای توضیحی مدل است. همچنین مقدار آماره VIF کمتر از ۵ بوده لذا بین متغیرهای مدل هم خطی وجود ندارد (بنی‌مهد و همکاران، ۱۳۹۸). همان‌طور که در جدول ۶ مشاهده می‌شود آماره دوربین واتسون برابر ۲/۲۹ است که چون این عدد بین ۱/۵ تا ۲/۵ قرار دارد نشان می‌دهد که بین باقی‌مانده‌ها خودهمبستگی وجود ندارد. و آماره فیشر نیز نشان از برازش معنی‌دار مدل‌های رگرسیون دارد.

جدول ۶. نتایج اجرای مدل‌های پژوهش، متغیر وابسته: تامین مالی برون سازمانی

فرضیه‌ها	اول			دوم			سوم		
	ضریب	آماره t	احتمال	ضریب	آماره t	احتمال	ضریب	آماره t	احتمال
ضریب ثابت	۲/۲۹۱	۲۱/۹۴	۰/۰۰۰	۱/۸۶۳	۱۴/۰۵	۰/۰۰۰	۱/۵۹۹	۱۳/۴۵	۰/۰۰۰
مالکیت دولتی	-۰/۰۰۱	-۸/۴۶	۰/۰۰۰						
ارتباطات سیاسی				-۰/۰۲۲	-۲/۶۷	۰/۰۰۸			
معامله با اشخاص وابسته							-۰/۰۱۰	۲/۵۷	۰/۰۱۰
اندازه شرکت	۰/۰۵۲	۱۰/۶۸	۰/۰۰۰	-۰/۰۵۶	۹/۷۶	۰/۰۰۰	-۰/۰۵۳	۸/۱۸	۰/۰۰۰
بازده دارایی‌ها	۰/۰۸۱	۳/۲۲	۰/۰۰۱	-۰/۰۸۲	۴/۸۴	۰/۰۰۰	-۰/۰۶۳	۲/۷۶	۰/۰۰۶
اهرم مالی	۰/۱۶۴	۱۳/۹۱	۰/۰۰۰	-۰/۱۹۶	۱۱/۸۱	۰/۰۰۰	-۰/۱۷۲	۹/۰۰	۰/۰۰۰
سن شرکت	-۰/۷۵۱	-۱۸/۱۵	۰/۰۰۰	-۰/۶۷۴	-۱۱/۶۵	۰/۰۰۰	-۰/۵۸۷	-۱۲/۵۸	۰/۰۰۰
جریان نقد عملیاتی	-۰/۱۰۰	-۴/۲۴	۰/۰۰۰	-۰/۱۳۳	-۹/۹۰	۰/۰۰۰	-۰/۱۲۲	-۶/۰۹	۰/۰۰۰
رشد فروش	۰/۰۰۹	۱/۰۶	۰/۲۸۷	-۰/۰۰۲	-۰/۲۶	۰/۷۹۸	-۰/۰۰۸	-۰/۶۷	۰/۵۰۴
ضریب تعیین	۰/۹۲۶۳			۰/۹۲۰۳			۰/۹۲۱۰		
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۹۱۳۲			۰/۹۰۶۰			۰/۹۰۶۹		
آماره F	۷۰/۴			۶۴/۰ *			۶۵/۳ *		
دوربین واتسون	۱/۸۵			۱/۸۲			۱/۸۳		

* در سطح اهمیت ۱٪ معنی‌دار است. ** در سطح اهمیت ۵٪ معنی‌دار است.

ماخذ: محاسبات پژوهش

در مدل اول، مقدار ضریب متغیر مالکیت دولتی برابر با $-۰/۰۰۱$ - در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنی‌دار است. پس می‌توان پذیرفت بین مالکیت دولتی و تامین مالی برون سازمانی رابطه منفی و معنی‌داری وجود دارد. با افزایش مالکیت دولتی، تامین مالی برون سازمانی کاهش می‌یابد. فرضیه اول تایید می‌شود. مقدار ضریب ارتباطات سیاسی در مدل دوم برابر با $-۰/۰۲۲$ - و در سطح خطای کمتر از $۰/۰۵$ می‌توان گفت که بین متغیر ارتباطات سیاسی و تامین مالی برون سازمانی رابطه منفی و معنی‌داری وجود دارد. پس فرضیه دوم تایید می‌شود. بنابراین، با افزایش ارتباطات سیاسی، برون سازمانی کاهش می‌یابد. مقدار ضریب متغیر معامله با اشخاص وابسته برابر با $۰/۰۱۰$ است. از آنجا که سطح خطا این متغیر کمتر از $۰/۰۵$ است، در سطح ۹۵ درصد بین متغیر معامله با اشخاص وابسته و تامین مالی برون سازمانی

رابطه مثبت و معنی داری وجود دارد. لذا، فرضیه سوم پذیرفته می‌شود. به عبارت دیگر با افزایش معامله با اشخاص وابسته، تامین مالی برون سازمانی افزایش می‌یابد.

جدول ۷ نتایج بررسی متغیرهای مالکیت دولتی، ارتباطات سیاسی و معامله با اشخاص وابسته با سرمایه گذاری به عنوان متغیر وابسته را نشان می‌دهد. مقدار ضریب تعیین در حدود ۸۷٪ است و حدود ۸۷٪ از تغییرات میزان سرمایه گذاری شرکت‌ها توسط این متغیرها تشریح می‌شود. مقدار آماره دوربین واتسون در دامنه مطلوب (۱/۵ تا ۲/۵) قرار دارد. و آماره فیشر نیز نشان از برازش معنی دار مدل‌های رگرسیون دارد.

جدول ۷. نتایج اجرای مدل‌های دسته دوم، متغیر وابسته، سرمایه گذاری

فرضیه‌ها	چهارم		پنجم		ششم	
	ضریب	آماره t	احتمال	ضریب	آماره t	احتمال
C	-۰/۰۸۳	-۳/۰۱	۰/۰۰۳	-۰/۰۷۵	-۲/۵۷	۰/۰۱۰
GO	۰/۰۰۰۱	۱/۷۹	۰/۰۷۳			
PCON			۰/۰۰۲	۱/۳۵	۰/۱۷۶	
RPT					۰/۰۰۱	۰/۸۰
Size	-۰/۰۰۱	-۰/۶۶	۰/۵۰۸	۰/۰۰۲	-۱/۱۷	۰/۲۴۱
ROA	۰/۰۵۰	۱۰/۱۷	۰/۰۰۰	۰/۰۵۰	۷/۸۲	۰/۰۰۰
LEV	۰/۰۱۶	۴/۱۶	۰/۰۰۰	۰/۰۱۵	۳/۲۱	۰/۰۰۱
AGE	۰/۰۲۸	۲/۸۶	۰/۰۰۴	۰/۰۳۰	۲/۷۸	۰/۰۰۶
CFO	۰/۰۲۳	۸/۹۲	۰/۰۰۰	۰/۰۲۳	۷/۷۴	۰/۰۰۰
Growth	۰/۰۱۰	۹/۹۸	۰/۰۰۰	۰/۰۱۰	۸/۳۱	۰/۰۰۰
R2	۰/۸۷۶۹		۰/۸۷۶۸		۰/۸۷۴۴	
adj R2	۰/۸۵۰۲		۰/۸۵۰۰		۰/۸۴۷۲	
F		۳۲/۸			۳۲/۰۸	
DW		۲/۱۶			۲/۱۶	

* در سطح اهمیت ۱٪ معنی دار است. ** در سطح اهمیت ۵٪ معنی دار است.

ماخذ: محاسبات پژوهش

با توجه به جدول ۷ ضریب مالکیت دولتی (۰/۰۰۰۱) و در سطح خطای ۵٪ معنی دار نیست لذا در سطح اطمینان ۹۵ درصد می‌توان پذیرفت بین مالکیت دولتی و سرمایه‌گذاری رابطه معنی داری وجود ندارد. پس فرضیه چهارم رد می‌شود.

با توجه به جدول ۷ ضریب ارتباطات سیاسی (۰/۰۰۲) معنی دار نیست، چون سطح خطا بیش از ۰/۰۵ است از این رو بین متغیر ارتباطات سیاسی و سرمایه‌گذاری رابطه معنی داری وجود ندارد.

مقدار ضریب معامله با اشخاص وابسته (۰/۰۰۱) معنی‌دار نیست است و مقدار خطا نیز بیشتر از ۰/۰۵ است لذا می‌توان ادعا کرد که بین متغیر معامله با اشخاص وابسته و سرمایه‌گذاری رابطه معنی‌داری وجود ندارد.

نتیجه‌گیری و بحث

رشد و توسعه اقتصادی یک کشور، مستلزم تجهیز منابع سرمایه‌ای و تخصیص بهینه آن به فعالیت‌های مولد اقتصادی است. و تحقق این امر، نیازمند توسعه بخش مالی اقتصاد، به‌ویژه، گسترش بازار سرمایه و در رأس آن، بورس اوراق بهادار است. دستیابی به این مهم نیز با بسترسازی مناسب جهت ترغیب سرمایه‌گذاران به مشارکت در چنین بازارهایی، میسر می‌گردد. در این راستا، سرمایه‌گذاران به اطلاعاتی نیاز دارند که بر پایه آن، قادر به ارزیابی ریسک ذاتی و بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاری‌های انجام شده و تصمیم‌گیری درباره خرید، نگهداری یا فروش آن باشند. از سوی دیگر، اقتصاد سیاسی حوزه مهمی در مطالعه علمی پدیده‌های اجتماعی است. بر پایه نظریه اقتصاد سیاسی، اطلاعات حسابداری تنها برای حمایت از گروه‌های صاحب نفوذ در حوزه‌های اجتماعی، سیاسی و اقتصادی تهیه می‌شود. اطلاعاتی که صاحبان قدرت کمک می‌کند در جهت منافع شخصی خود از آنها استفاده نمایند. در کشورهای در حال توسعه که سیستم‌های اقتصادی آنها غالباً مبتنی بر روابط است، یکی از عوامل اساسی که بر انگیزه‌های مدیریت در گزارشگری مالی تأثیر می‌گذارد، سیاسی بودن مدیران و مالکان شرکت‌ها به دلیل دولتی بودن شرکت‌ها و صنایع بزرگ تأثیرگذار بر اقتصاد و نیز نظام اقتصادی حاکم بر کشور، یعنی اقتصاد دولتی است.

نتایج پژوهش نشان می‌دهد:

بین مالکیت دولتی و تامین مالی برون سازمانی رابطه منفی وجود دارد. مالکیت دولتی، دیدگاه بلندمدت داشته، عملکرد بلندمدت شرکت را مد نظر دارند. بنابراین، برای داشتن نماینده در هیات مدیره شرکت‌های سرمایه‌پذیر انگیزه زیادی دارند. به علت نفوذ و کنترل زیاد دولت بر اعضای هیات مدیره، تامین مالی برون سازمانی محدود می‌شود و دولت با نظارت فعالانه بر مدیریت و تصمیمات وی، انگیزه‌هایی برای مسئولیت‌پذیری بیشتر مدیریت فراهم می‌آورند و شرکت را از نظر جریان نقدینگی حمایت می‌کنند در نتیجه سرمایه‌گذاران وابسته به دولت، خواهان بهبود عملکرد شرکت در دراز مدت بوده، متعاقباً، تمایلی به افزایش نقدینگی و عملکرد، تنها در دوره‌های جاری شرکت نخواهند داشت، و همچنین، اغلب شرکت‌های دولتی از بودجه و منابع مالی دولتی استفاده می‌کنند و این شرکت‌ها در تامین منابع مالی از طریق منابع برون سازمانی، محدودیت دارند.

بین ارتباطات سیاسی و تامین مالی برون سازمانی رابطه منفی وجود دارد. شرکت‌ها دارای فرصت‌های متفاوت بالقوه‌ای برای تامین مالی دارند و با توجه به نفوذ سیاسی، اندازه و اعتبار شرکت‌ها، برخی از نهادها و شرکت‌ها توان بیشتری در جذب منابع برون سازمانی نسبت به سایر شرکت‌ها دارند.

بین معامله با اشخاص وابسته و تامین مالی برون سازمانی رابطه مثبت وجود دارد. در بسیاری از موارد معاملات با اشخاص وابسته، در چرخه عملیات شرکت‌ها، معاملات درون سازمانی و فی‌مابین واحدها رخ

می‌دهد، لذا یکی از نگرش‌های غالب در مورد معاملات با اشخاص وابسته این است که این معاملات می‌توانند به‌عنوان روشی برای تخصیص بهینه منابع داخلی، کاهش هزینه‌های معاملاتی و بهبود بازده دارایی در بین شرکت‌های یک گروه استفاده گردند، لذا نگرش رفتار کارا (فرضیه معاملات کارا) تایید می‌شود.

بین مالکیت دولتی و سرمایه‌گذاری رابطه معنی‌داری وجود ندارد. مالکیت دولتی ابزاری برای تامین خواسته‌های سیاسی دولت، نظم بخشیدن به اجرای اهداف سیاسی دولت محسوب می‌شود. تغییر و تجدیدنظر در سیاست‌های اقتصادی و سرمایه‌گذاری به دلیل عوامل مختلف محیطی می‌تواند عامل اصلی یافته‌های این پژوهش باشد.

بین ارتباطات سیاسی و سرمایه‌گذاری رابطه معنی‌داری وجود ندارد. فاسیو (۲۰۰۶) عنوان می‌دارد که اگر ارتباطات سیاسی به عنوان یک عامل سودآوری در نظر گرفته شود، می‌تواند منجر به تحریف تصمیمات سرمایه‌گذاری و یا القاء تصمیمات سرمایه‌گذاری نامناسب گردد که در نتیجه این امر منجر به کاهش عملکرد شرکت خواهد شد.

بین معامله با اشخاص وابسته و سرمایه‌گذاری رابطه معنی‌داری وجود ندارد. نبود رابطه مثبت و معنی‌دار بین معامله با اشخاص وابسته و سرمایه‌گذاری شرکت مؤید تئوری تضاد منافع (رفتار فرصت طلبانه) است. در تئوری‌های موجود دو نگرش نسبت به معاملات با اشخاص وابسته وجود دارد که عبارتند از نگرش رفتار فرصت طلبانه (تئوری تضاد منافع) و نگرش رفتار کارا (فرضیه معاملات کارا) که وجود یا عدم وجود هر یک از این رفتارها تابعی از راهبری شرکتی، قوانین حفاظت از سرمایه‌گذاران و به طور کلی فضای کسب و کار کشورها است. تئوری تضاد منافع با مسأله نمایندگی سازگار است و بیان می‌دارد که این گونه معاملات به جهت کسب منافع شخصی برای مدیران به کار گرفته می‌شود و موجب متضرر شدن شرکت و سهامداران می‌گردد. در مقابل، فرضیه معاملات کارا، معاملات با اشخاص وابسته را بخشی از تقاضای واحد تجاری قلمداد می‌کند و آن را تضمین‌کننده کار مدیران در شرکت می‌داند. این دیدگاه معاملات با اشخاص وابسته را مضر نمی‌داند و حتی آن‌را برای سهامداران سودمند می‌داند. به‌طور کلی، در اقتصادهای نوظهور به دلیل نقص بازارهای برون سازمانی و ضعف راهبری شرکتی، تصاحب منابع شرکت از طریق معامله با اشخاص وابسته بیشتر مشاهده می‌شود گرچه تصاحب منابع شرکت از طریق معامله با اشخاص وابسته در کشورهای توسعه یافته هم گزارش شده است. در بازار نوظهور سرمایه ایران نیز به دلیل تمرکز مالکیت دولتی و سطوح بالای عدم تقارن اطلاعاتی میان مدیران و مالکان، وجود نگرش رفتار فرصت طلبانه چندان دور از انتظار نیست. تجربیات سال‌های اخیر نیز گواهی بر این ادعا است که معاملات با اشخاص وابسته نه تنها می‌تواند باعث اخلال در امر ارزش آفرینی به عنوان اصلی‌ترین وظیفه مدیریت شود، بلکه زمینه‌ساز فروپاشی شرکتها را نیز به تدریج فراهم می‌کند. از این‌رو، پس از ورشکستگی انرون، کنگره آمریکا قانون سارینز آکسلی را تصویب کرد که در بخشی از آن به معاملات با اشخاص وابسته اشاره دارد، از همین‌رو سازمان بورس اوراق بهادار آمریکا قوانین سختگیرانه‌ای را درباره لزوم افشای معاملات با اشخاص وابسته برای شرکت‌های پذیرفته شده وضع نموده است (دارابی و داودخانی، ۱۳۹۴).

پیشنهاد می‌شود نهادها و سازمان‌های فعال در بازار سرمایه به ویژه سازمان بورس بسترهای لازم جهت سرمایه‌گذاری بخش‌های دولتی و شبه دولتی از جمله مالکان نهادی را در بورس فراهم آورند؛ زیرا مالکان دولتی با نفوذی که در دولت دارند و با منابع مالی که در اختیار دارند می‌توانند عملکرد مالی شرکت را ارتقا دهند و سرمایه‌گذاران شرکتها نیز میزان دخالت دولت در اداره امور شرکتها و میزان سهام آن را عاملی مؤثر بر میزان مشارکت شرکتها در معامله با اشخاص وابسته در نظر بگیرند و در تصمیم‌های خود این یافته را لحاظ کنند.

با توجه به وجود تفاوت در وضعیت مالی و کیفیت صورت‌های مالی شرکت‌های با و بدون روابط سیاسی، به سازمان بورس و اوراق بهادار توصیه می‌شود، به فرآیند گزارشگری مالی این گونه شرکتها، توجه بیشتری نماید و الزاماتی را جهت افشای اطلاعات مربوط به روابط سیاسی وضع نماید. همچنین به سازمان بورس اوراق بهادار و جامعه حسابداران رسمی پیشنهاد می‌شود به منظور ارتقای کیفیت حسابرسی موسساتی که حسابرسی شرکت‌های دارای ارتباطات سیاسی را به عهده دارند، نظارت بیشتری داشته باشند. در راستای اتخاذ تصمیمات بهینه سرمایه‌گذاری و انجام سرمایه‌گذاری با حداقل ریسک، معاملات با اشخاص وابسته را با تحلیل دقیق اطلاعات و گزارش‌های منتشره توسط شرکت، انجام دهند.

برای پژوهش‌های آتی، می‌توان برای شناسایی شرکت‌های دارای ارتباطات سیاسی از الگوی تاپسیس و وزن‌دهی آنروپی استفاده کرد. همچنین، در صنایع مختلف و کیفیت حاکمیت شرکتی می‌تواند بر ارتباطات سیاسی، مالکیت دولتی، معاملات اشخاص وابسته تاثیر گذاشته و پیرو آن، بر تامین مالی برون سازمانی و سرمایه‌گذاری واحدهای اقتصادی تاثیر خواهد داشت.

پژوهش‌های علمی غالباً با محدودیت‌هایی مواجه است که به ثبات و روایی یافته‌ها لطمه می‌زند. در این پژوهش نیز محدودیت‌ها و مشکلاتی وجود داشت که اهم آنها به این شرح زیر است. جامعه آماری محدود به شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است که سال مالی آنها منتهی به پایان اسفند ماه بوده، تعمیم نتایج به سایر شرکتها بایستی با احتیاط انجام شود. پژوهش حاضر با استفاده از داده‌های شرکت‌های نمونه طی سال‌های ۱۳۹۳ تا ۱۳۹۹ انجام شده است و در برگیرنده همه شرکت‌های عضو بورس اوراق بهادار تهران نیست. بنابراین، به هنگام تعمیم نتایج حاصل از این پژوهش به سایر شرکتها باید این مسأله را مدنظر قرار داد. به علت ناقص بودن اطلاعات مالی شرکتها، امکان بررسی تمام شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران میسر نشد.

ملاحظات اخلاقی

حامی مالی: پژوهش حامی مالی ندارد.

مشارکت نویسندگان: تمام نویسندگان در آماده‌سازی پژوهش مشارکت داشته‌اند.

تعارض منافع: بنابر اظهار نویسندگان در این پژوهش هیچگونه تعارض منافی وجود ندارد.

تعهد کپی‌رایت: طبق تعهد نویسندگان حق کپی‌رایت رعایت شده است.

References

- Abbaszadeh, M. R., Rajabalizadeh, J., & Ghannad, M., (2019). Political Connections, Related Party Transactions and Earnings Management in Listed Companies in Tehran Stock Exchange. *Empirical Studies in Financial Accounting*, 16(63), 129–155. (In Persian).
- Al-dhamari, R., & Ku Ismail, K.N., (2015). "Cash holdings, political connections, and earnings quality: Some evidence from Malaysia", *International Journal of Managerial Finance*, 11 (2), 215-231.
- Ang, J. S., Ding, D. K., & Thong, T. Y., (2013). "Political connection and firm value". *Asian Development Review*, 30(2), 131–166.
- Badavar Nahandi, Y., & Taghizadeh Khanqah, V., (2018). "The Impact of Political Connections on Overinvestment and Firm Performance". *Accounting and Auditing Review*, 25(2), 181–198. (In Persian).
- Banimahd, B., Arabi, M., & Hassanpour, S., (2019). *Experimental and methodological research in accounting*. Termeh Publications. (In Persian).
- Baradaran-Hassanzadeh, R., & Taghizadeh-Khaneghah, V. (2016). "The effect of agency costs on investment behavior". *Financial Accounting and Auditing Research*, 8 (32), 139-170. (In Persian).
- Benjamin, S. J., Zain, M. M., & Wahab, E. A. A., (2016). "Political connections, institutional investors and dividend payouts in Malaysia", *Pacific Accounting Review*, 28(2): 153 – 179.
- Borisov, A., Goldman, E., & Gupta, N. (2016). "The corporate value of (corrupt) lobbying". *The Review of Financial Studies*, 29(4), 1039-1071.
- Boubakri, S., Derouiche, I., & Nguyen, D. (2013). "Does the board of directors affect cash holdings? A study of French listed firms", *Journal of Management & Governance*, 19(2): 341-370.
- Boubakri, N., Guedhami, O., Mishra, D., & Saffar, W. (2012). "Political connections and the cost of equity capital". *Journal of Corporate Finance*. 18 (3), 541–559.
- Boubakri, N., & Chen, R. (2020). "State Ownership and Stock Liquidity: Evidence from Privatization", *Journal of corporate finance*, 3,122-143.
- Darabi, R., & Davoodkhani, M. (2015). "Impact of transactions with dependents on the value of the company". *Financial Accounting and Auditing Research*, 7 (28): 131-152. (In Persian).
- Ebrahimi, S. K., Bahraminasab, A., & Hasanzadeh, M. (2017). "The Analysis of Financial Reporting Quality and Tax Avoidance According to Governmental Ownership and Political Connections". *Quarterly Journal of Public Organizations Management*, 5(2), 61–76. (In Persian).
- Faccio, M. (2006). "Politically connected firms". *American economic review*, 96(1), 369-386.

Fan, J. P., Wong, T. J., & Zhang, T., (2007). "Politically Connected CEOs, Corporate Governance, and Post-IPO Performance of China's Newly Partially Privatized Firms", *Journal of Financial Economics*, 84(2), PP. 330–57.

Goldman, E., Rocholl, J., & So, J. (2009). "Do politically connected boards affect firm value?" *The Review of Financial Studies*, 22(6), 2331–2360.

Gord, A., Mohammadi, M., & Goldoost, M. (2015). "Investigating the relationship between corporate governance mechanism and cash holding". *Accounting and Auditing Review*, 22(2), 263–278. (In Persian).

Gun Lee, M., Kang, M., Young Lee, H., & Park, J. C. (2014). "Related-party transactions and financial statement comparability: evidence from South Korea". *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics* Published online, 23(2), 224-252.

Hasanikolavani, Z., & Mahfoozi, G. (2022). "Investigating the Relationship between Political Influence and Investment Efficiency of Listed Companies in Tehran Stock Exchange". *Journal of Investment Knowledge*, 11(42), 57–71. (In Persian).

Hasanzadeh, S., & Mohseni, A. (2018). "Political connections and the cost of equity capital in listed firms on Tehran Stock Exchange". *Financial Engineering and Portfolio Management*, 9(34), 273–291. (In Persian).

Laleh-Majin, M., Zalqi, H., Bayat, M., & Sobhani, A. (2018). "The effect of government ownership on the performance of companies listed on the Tehran Stock Exchange". *The Financial Accounting and Auditing Researches*, 9 (36): 151-170. (In Persian).

Lee, W., & Wang, L. (2017). "Do political connections affect stock price crash risk? Firm-level evidence from China". *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 48(3), 643-676.

Ling, L., Zhou, X., Liang, Q., Song, P., & Zeng, H. (2016). "Political connections, overinvestments and firm performance: Evidence from Chinese listed real estate firms". *Finance Research Letters*, 18, 328-333.

Lotfalipour, M., Galdipour, S., & Arian, O. (2017). "The Impact of Related-Party Transactions on the Value Relevance of Earnings in Determining the Stock Market Value of Companies Listed in Tehran Stock Exchange". *Monetary & Financial Economics*, 23(12), 19–44. (In Persian).

Maaloul, A., Chakroun, R., & Yahyaoui, S. (2018). "The effect of political connections on companies' performance and value: Evidence from Tunisian companies after the revolution". *Journal of Accounting in Emerging Economies*, 8 (2), 185-204.

Nemati, A., Karimi, M., Vahidi-Molavi, R. (2016). "Investigating financing methods with the growth of profitability of pharmaceutical companies in Iran". *Financial Economics*. 10(36), 51-72. (In Persian).

Pan, X., & Tian, G. G. (2020). "Political connections and corporate investments: Evidence from the recent anti-corruption campaign in China". *Journal of Banking & Finance*, 119, 105108.

Piotroski, J. D., & Zhang, T. (2014). "Politicians and the IPO decision: The impact of impending political promotions on IPO activity in China". *Journal of Financial Economics*, 111(1), 111-136.

Pourghaffar, J., & Abafat, O. (2021). "The relationship between financial constraints and cash flow sensitivity with foreign financing in companies listed on the Tehran Stock Exchange". *Journal of Accounting and Management Vision*, 4(39), 1-14. (In Persian).

Rahnamay Roodposhti, F., & Mohseni, A. (2018). "Political connections, dividend and stock return in listed firms on Tehran Stock Exchange". *Financial Knowledge of Securities Analysis*, 11(38), 129-144. (In Persian).

Rezaei, F., & Sayyari, M. S. (2015). "The Role of Financing Resources in the Relation between Assets Growth and Firm's Stock Return". *Empirical Research in Accounting*, 5(3), 95-118. (In Persian).

Rezvani, H. R., & Saham-khadam, M. (2012). "Business strategy correspondence with Environmental Uncertainty". *Journal of Business Administration Researches*, 4(7), 88-104. (In Persian).

Saeed, A., Belghitr, Y., & Clark, E. (2016). "Do political connections affect firm performance? Evidence from a developing country". *Journal Emerging Markets Finance and Trade*, 52(8), 1879-1891.

Salehinia, M., & Tamoradi, A. (2019). "The Effect of Political Connections on Financing Policies". *Journal of Financial Accounting Research*, 11(2), 39-60. (In Persian).

Sari, R. N., & Anugerah, R. (2011). "The effect of political influence and corporate transparency on firm performance: Empirical evidence from Indonesian listed companies". *Journal of Modern Accounting and Auditing*, 7(8), 773-783.

Sharifi, A., Qajar-Beigi, M., & Bitari, J. (2021). "The Impact of Government Ownership on Stock Returns with Emphasis on the Role of Financial Crisis in Companies Listed on the Tehran Stock Exchange". *Journal of New Research Approaches in Management and Accounting*, 5(69), 40-56.

Sheykhi, Z., Hasanzadeh-diva, M. (2020). "Investigating the relationship between government ownership, financing constraints, fraudulent financial reporting, and corporate performance". *Journal of Accounting and Management Vision*, 3(29), 71-86. (In Persian).

Su, Z., Fung, H., Huang, D., & Shen, C. (2014). "Cash dividends, expropriation, and political connections: Evidence from China", *International Review of Economics and Finance*. *International Review of Economics and Finance* 29, 260-272.

Tihanyi, L., Aguilera, R. V., Heugens, P., Van Essen, M., Sauerwald, S., Duran, P., & Turturea, R. (2019). "State ownership and political connections". *Journal of Management*, 45(6), 2293-2321.



Vaghfi, S. H., Salmanian, M., Manian, F., & Fayaz, A. (2018). "The Relation of Related Party Transactions To Disclosure Quality, Earnings Management and Profitability". *Empirical Research in Accounting*, 8(2), 71–94. (In Persian).

Xu, L. C., Zhu, T., & Lin, Y. M. (2005). "Politician control, agency problems and ownership reform: evidence from China". *Economics of Transition*, 13(1), 1-24.

Zalaghi, H., Bayat, M., Mirhossani, I., & Lalehmazhin, M. (2018). "Survey the Effect of Governmental Affiliation on Firm`s Value". *Accounting and Auditing Research*, 10(37), 57–72. (In Persian).

Zarezadeh, H., & Badavarhandi, Y. (2019). "Political Relations, Affiliate Transactions and Auditor Selection", 2nd National Conference on Fundamental Research in Management and Accounting, Tehran-Shahid Beheshti University. (In Persian).

COPYRIGHTS



This license allows others to download the works and share them with others as long as they credit them, but they can't change them in any way or use them commercially.