

## ارتباطات سیاسی، سود نقدی و بازده سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

فریدون رهنمای رودپشتی<sup>۱</sup>  
عبدالرضا محسنی<sup>۲</sup>

تاریخ پذیرش: ۹۶/۰۶/۱۷

تاریخ دریافت: ۹۶/۰۳/۱۴

### چکیده

مداخله دولت و حضور اشخاص سیاسی در هیات مدیره، می تواند تصمیم‌گیری شرکت و مسیر کسب‌وکار را متأثر سازد. هدف این تحقیق بررسی رابطه بین ارتباطات سیاسی شرکت‌ها با سود نقدی و بازده سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. روش تحقیق حاضر توصیفی از نوع همبستگی است. نمونه آماری تحقیق متشکل از ۱۱۴ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۴ است. برای آزمون فرضیه‌ها از روش تحلیل رگرسیون استفاده شده است. یافته‌های تحقیق نشان می‌دهد که بین ارتباطات سیاسی و سود نقدی سهام رابطه مثبت و معنی‌داری وجود دارد. به عبارتی با افزایش ارتباطات سیاسی، سود نقدی تقسیمی افزایش می‌یابد. همچنین یافته‌های تحقیق بیانگر رابطه مثبت و معنی‌دار بین ارتباطات سیاسی و بازده سهام است. به عبارتی با افزایش ارتباطات سیاسی، بازده سهام شرکت‌ها افزایش می‌یابد. این نتایج دلالت بر این دارد که ارتباط سیاسی می‌تواند به عنوان عاملی مهم در زمینه سود نقدی و بازده های سهام در نظر گرفته شود.

**واژه‌های کلیدی:** ارتباطات سیاسی، سود نقدی سهام، بازده سهام.

۱- استاد دانشگاه آزاد اسلامی، واحد علوم و تحقیقات تهران، گروه حسابداری، تهران، ایران  
۲- استادیار دانشگاه آزاد اسلامی، واحد بوشهر، گروه حسابداری، بوشهر، (مسئول مکاتبات). mohseni.abdoreza@yahoo.com

## ۱- مقدمه

حمایت‌ها دارد. به نظر می‌رسد شرکت‌هایی که موفق می‌شوند حمایت‌های سیاسی را جلب نمایند، وجوه نقد کمتری نگهداری می‌کنند. زیرا مدیران این‌گونه شرکت‌ها می‌توانند نیازهای خود را با سطح اعتباری بالاتری که نیاز به پرداخت سریع وجه نقد ندارد، تهیه نمایند و یا در صورت نیاز به منابع مالی، در زمان کوتاه‌تری به این منابع دسترسی خواهند داشت. از این رو، جلب حمایت سیاسی مانع نگهداشت وجه نقد زیاد در شرکت می‌شود (بوباگری و همکاران، ۲۰۱۲).

همانطور که بیان شد ارتباطات سیاسی از طریق فراهم نمودن امکان دسترسی به منابع مالی جدید، تسهیل‌کننده سیاست‌های شرکت‌ها در زمینه توزیع سود نقدی است. با این حال این اثرگذاری فراتر هم خواهد رفت و آن هنگامی است که موضوع حضور دولت در قالب سرمایه‌گذار نهادی در بسیاری شرکت‌های بورسی، در کنار ارتباطات سیاسی دیده شود. بدین ترتیب ارتباط سیاسی به همراه حق رای ناشی از حضور به عنوان مالک نهادی، می‌تواند این اثرگذاری را تقویت کند.

سهامداران عمده شرکت‌های دارای مالکیت متمرکز، با استفاده از حق رأی خود می‌توانند شرکت را به توزیع جریان‌های نقدی اضافی به منظور کاهش هزینه‌های نمایندگی وادار کنند، تا جایگزینی برای نظارت آنها باشد. از سوی دیگر، انگیزه سرمایه‌گذاران نهادی در زمینه سواری مجانی از فعالیت‌های نظارتی ایجاد می‌کند، این گروه از سرمایه‌گذاران، به جای نظارت مستقیم، با استفاده از قدرت رأی خود شرکت‌ها را به افزایش سود تقسیمی وادار کنند، تا هزینه‌های نمایندگی مربوط به جریان‌های نقدی آزاد کاهش یابد (مشایخ و بهزادپور، ۱۳۹۳).

موضوع دیگری که می‌تواند در تقویت تاثیر ارتباطات سیاسی و پیامدهای آن مورد توجه قرار گیرد، به پایین‌تر بودن ریسک شرکت‌های دارای ارتباط سیاسی نسبت به سایر شرکت‌ها بر می‌گردد. به گونه‌ای که از منظر سرمایه‌گذاران چنین شرکت‌هایی

واحد‌های تجاری تمایل زیادی به برقراری ارتباط نزدیک با دولت دارند، زیرا از این طریق تحت حمایت‌های دولت واقع می‌شوند. این روابط منافع زیادی نظیر تخفیف‌های مالیاتی و دسترسی آسان‌تر به اعتبارات را در پی خواهد داشت. لذا می‌توان بیان کرد، در نظام‌های اقتصادی مبتنی بر روابط، ارتباطات سیاسی یک منبع مهم ارزش برای شرکت‌های دارای روابط محسوب می‌شود. شرکت‌های دارای روابط سیاسی، راحت‌تر به منابع سرمایه و مزایای دیگر از طریق ارتباطات خود دست می‌یابند. در این راستا برخی مدیران شرکت‌ها درصدد برقراری و حفظ ارتباط بین شرکت و دولت با هدف رفع محدودیت‌های مالی با کمترین هزینه هستند (بوباگری و همکاران، ۲۰۱۲).

یکی از راه‌کارهای پیش روی دولت، جهت کنترل اقتصاد کشور، نفوذ در واحدهای اقتصادی است. نفوذ دولت در واحدهای اقتصادی، از طریق روابط سیاستمداران و یا مالکیت دولتی ایجاد می‌شود (نلی ساری و آنوگراه، ۲۰۱۱). نفوذ و حمایت سیاسی دولت را می‌توان از دو جنبه مزایا و معایب، مورد بررسی قرار داد. حمایت سیاسی دولت، ممکن است منجر به ایجاد ارزش برای شرکت شود. برای مثال، شرکت‌هایی که از ارتباط خوبی با دولت برخوردارند، مالیات کمتری می‌پردازند، سهم بازار بیشتری دارند، وام‌های بانکی با سهولت بیشتری برای آنان فراهم می‌شود، دولت در عرضه عمومی سهام، به آن‌ها کمک می‌کند و نسبت به سایر شرکت‌ها، آسان‌تر و با پرداخت هزینه کمتری از امتیازهای مهم بهره‌مند می‌شوند (لئوز و ابرهالزر-گی، ۲۰۰۶). اگرچه حمایت دولت، مزیت‌هایی مثل هزینه کمتر تأمین مالی را برای یک شرکت خاص به ارمغان می‌آورد، اما از طرف دیگر ممکن است منجر به ناکارایی عملکرد شرکت گردد (نلی ساری و آنوگراه، ۲۰۱۱).

شرکت‌های دارای ارتباطات سیاسی از منافع بودجه نرم<sup>۱</sup> بهره‌مند می‌گردند. بودجه نرم اشاره به جلب حمایت سیاسی و بهره‌مندی از مزایای این

گزینه‌های مطمئن‌تری برای سرمایه‌گذاری محسوب می‌شوند.

شرکت‌های دارای حمایت‌های سیاسی نسبت به فشارهای بازار و رقابت‌های معمول حساس نیستند. این شرکت‌ها از ریسک کمتری نسبت به سایر شرکت‌ها برخوردار بوده و انتظارات سرمایه‌گذاران نسبت به نرخ بازده سرمایه‌گذاری نیز کمتر است. مسلماً این شرکت‌ها هنگام مواجهه با بحران‌های مالی از حمایت‌های مالی دولت برخوردار می‌شوند، از این رو احتمال ورشکستگی آن‌ها کمتر است (بوباگری و همکاران، ۲۰۱۲).

در مجموع ارتباطات سیاسی از طریق دولت، چه بواسطه حضور افراد سیاسی در بدنه شرکت‌ها، و یا از طریق مالکیت دولت و نهادهای دولتی به عنوان سهامدار در این شرکت‌ها، می‌تواند شرایط را برای تسهیل سیاست‌های تقسیم سود و افزایش جذابیت‌های سرمایه‌گذاری فراهم نماید.

رابطه بالقوه میان ارتباطات سیاسی با سود نقدی و بازده سهام، موضوع بسیار بااهمیتی است که مورد مطالعه قرار نگرفته است. مطالعات تجربی پیشین به رغم اینکه باعث آگاهی از مولفه‌های اثرگذار بر ساختار سرمایه شرکت‌ها می‌شوند، با این حال عمدتاً بر مبنای شرکت‌های آمریکایی، اروپایی و سایر کشورهای توسعه یافته قرار دارد.

با توجه به اهمیت موضوع و خلایی که در این زمینه وجود دارد به نظر می‌رسد که پژوهش در این حیطه ضروری است. این تحقیق در پی یافتن پاسخی برای این پرسش است که آیا بین ارتباطات سیاسی شرکت‌ها از طریق دولت، و سود نقدی و بازده سهام رابطه وجود دارد.

## ۲- مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

حضور و نفوذ صاحب‌منصبان دولتی در ارکان اداره شرکت‌ها، موضوعی است که می‌تواند با توجه به وجود شواهد تجربی به عنوان امری بدیهی قلمداد شود. با این حال، ارتباطات سیاسی می‌تواند از طرق مختلف

بین شرکت‌ها و دولت ایجاد شود، از جمله از طریق ساختار مالکیت، حضور در ترکیب هیات مدیره، تولید محصولات خاص و ارتباطات شبکه‌ای (رضایی و سعادت، ۱۳۹۳). صرف‌نظر از روش برقراری ارتباط میان شرکت‌ها و دولت، آنچه از اهمیت بیشتری برخوردار است، پیامدهای این نوع از ارتباطات برای شرکت‌هاست.

یکی از مهمترین ویژگی بازارهای سرمایه نوپا، مخصوصاً در کشورهای در حال توسعه، وجود سرمایه‌گذاران عمده و تملک بخش اعظمی از حقوق مالکانه شرکت‌ها توسط آنان است. کشور ما نیز از این قاعده مستثنی نیست، حضور سرمایه‌گذاران عمده، از جمله سازمان‌های بزرگ دولتی، و موسسات مالی در بازار سرمایه موید این موضوع است (رشیدیان و همکاران، ۱۳۹۳).

اخیراً در مورد ارتباط بین سیاست و کسب و کار، و همچنین برجسته شدن میزان ارتباط سیاسی در سراسر جهان بحث‌هایی مطرح شده است. به دلیل وجود شواهد بین‌المللی در زمینه وجود روابط بین سیاستمداران و شرکت‌ها، تعداد زیادی از مطالعات به بررسی پدیده‌ی ارتباطات سیاسی شرکت‌ها پرداخته‌اند. این مطالعات نشان می‌دهند که ارتباطات سیاسی در سراسر جهان، به ویژه در کشورهای با نظام‌های حقوقی ضعیف، شایع است. البته مطالعات اخیر نشان می‌دهد که ارتباطات سیاسی تنها منحصر به چنین محیط‌هایی نیست، به عنوان مثال، گلدمن و همکاران (۲۰۰۹) و کوپر و همکاران (۲۰۱۰) نشان دادند که ارتباطات سیاسی در ایالات متحده نیز فراگیر است.

مطالعات انجام شده در شرکت‌های دارای ارتباطات سیاسی نشان می‌دهد که ارتباطات سیاسی می‌تواند از دو جهت مثبت و منفی شرکت را تحت تاثیر قرار دهد. از یک طرف، برخی از مطالعات به منافع زیاد ارتباطات سیاسی اشاره کرده‌اند از جمله: (۱) دسترسی آسان‌تر به منابع مالی، مثل وام‌های بانکی و بودجه‌هایی با شرایط مناسب (۲) افزایش اعتماد به نفس در نظام حقوقی (۳) بهبود عملکرد (۴) احتمال بالای نجات از توقیف (۵)

چنین استدلال کردند که ارزش افزوده ناشی از ارتباط سیاسی با توجه به نوع صنعت تغییر می کند. سیویلاز و همکاران (۲۰۱۵) در تایید این دیدگاه که ارتباطات سیاسی برای شرکت‌ها از طریق فراهم آوردن رانتهای اقتصادی، ارزش افزوده ایجاد می کنند، به این نتیجه رسیدند که صرف های بازده ناشی از ارتباطات سیاسی در صنایع رقابتی و قاعده‌مند مثل فن‌آوری، اموال، مالی و منابع، به صورت مشخصی بالاتر است.

رانته اقتصادی<sup>۲</sup>، به عبارتی بازده مازاد بر هزینه فرصت تملک منبع، مورد علاقه شرکت‌هایی است که بر اساس "اصول مدیریت مبتنی بر ارزش" فعالیت می کنند. همان‌طور که تالیسون (۱۹۸۲) بیان می‌کند، اگر چه رانته‌ها می‌تواند در یک سیستم قیمتی به صورت طبیعی به وجود آید (مثل سودجویی در فعالیت‌ها)، با این حال این رانته‌ها همچنین می‌تواند به صورت مصنوعی و بوسیله اقدامات دولت ایجاد شود. این نوع اخیر، به ایده رانته جویی<sup>۳</sup> منتهی می‌شود؛ رقابت در میان شرکت‌ها با هدف ایجاد ثروت به صورتی مصنوعی که منشاء انتقال آن، صاحب‌منصبان دولتی هستند (تالوک، ۱۹۶۷). مشابه با این دیدگاه نظری، جانسون و میتون (۲۰۰۳) و ایمای (۲۰۰۶) به شواهدی دست یافتند که نشان می‌دهد شرکت‌های دارای ارتباط سیاسی در آسیا، از رانتهای اقتصادی ویژه و معافیت در برابر قوانین و مقررات معین، بهره می‌برند. فاسیو (۲۰۰۶، ۲۰۱۰) همچنین نشان دادند که ارتباطات سیاسی در کشورهای با سیستم قانونی ضعیف، مداخلات دولتی و فساد زیاد، دارای بیشترین ارزش هستند. این صفات در واقع ویژگی‌های عمومی مربوط به بازارهای نوظهور هستند. این موضوع توسط فیسمن (۲۰۰۱)، فراسر و همکاران (۲۰۰۶)، و لئوز و ابرهالزر-گی (۲۰۰۶) به این صورت بیان شده است که به صورت بالقوه، پیوندی میان حمایت‌های سیاسی و شرکت‌ها، در بازارهای نوظهور آسیا وجود دارد. شواهد پشتیبان ذکر شده در بالا، اشاره دارد به اینکه بین سیاستمداران و عملکردهای کسب و کار در

افزایش ارزش شرکت به عنوان مثال از طریق افزایش ارزش سهام، هزینه سرمایه کمتر (۶ امتیازهای معامله از قبیل اولویت در قراردادهای دولتی. از سوی دیگر، برخی از مطالعات نشان داده‌اند که ارتباطات سیاسی می‌تواند تاثیر منفی بر شرکت داشته باشد از جمله: (۱) اطلاعات حسابداری با کیفیت پایین‌تر (۲) انتخاب مدیران و اعضای هیات مدیره با صلاحیت‌های پایین، کاهش عملکرد بلند مدت شرکت به دلیل کاهش انگیزه‌های مدیریتی یا ناکارآمدی (۳) هزینه بدهی بالاتر (شلايفر و ویشنی، ۱۹۹۴).

رابطه مثبتی بین ارتباطات سیاسی، رانتهای اقتصادی و ارزش شرکت‌ها در سطح جهان قابل مشاهده است. چنین مواردی باعث می‌شود این استدلال تقویت شود که اگر ارتباطات سیاسی در تعیین ارزش شرکت‌ها، بقاء شرکت‌ها، قدرت آن‌ها و دیگر ویژگی‌های شرکت‌ها، دارای اهمیت است، در این صورت بایستی به صورت نظام‌مندی در بازار سهام، منعکس شود (سیویلاز و همکاران، ۲۰۱۵). فاسیو (۲۰۱۰) نشان داد شرکت‌های دارای ارتباط سیاسی با اعضای پارلمان، نسبت به سایر شرکت‌هایی که از این ارتباط برخوردار نیستند، دارای قدرت بازار بیشتری هستند.

سیویلاز و همکاران (۲۰۱۵) در ادامه نتایج فاسیو (۲۰۱۰) به این نتیجه رسیدند که سطح نفوذ سیاسی بر میزان ارزش افزوده ناشی از این ارتباطات، موثر است. آن‌ها همچنین نشان دادند بازده های تحقق یافته مبتنی بر ارتباطات سیاسی، هنگامی که اشخاص سیاسی موردنظر، خود مالک سهم هستند نسبت به زمانی که تنها عضو هیات مدیره شرکت هستند، بسیار بیشتر است.

فان و همکاران (۲۰۰۷) نشان دادند که انحرافی در سطح صنعت در خصوص مدیران عامل معینی که دارای ارتباط سیاسی در چین هستند و در طبقه‌بندی صنعت، در گروه بخش‌های کم برخوردار و دارای مضیقه به لحاظ منابع طبیعی و تسهیلات قرار می‌گیرند، دیده می‌شود. آن‌ها با تکیه بر این یافته،

سیاست شرکت در مورد تقسیم سود نقدی است. دلایل زیادی برای تقسیم یا عدم تقسیم سود وجود دارد. کشف و شناسایی دقیق عوامل اثرگذار بر سیاست تقسیم سود هنوز یکی از مسائل بحث برانگیز در حوزه مدیریت مالی شرکت‌ها است. مدیریت شرکت باید متغیرهای متفاوتی را قبل از تصمیم‌گیری درباره چگونگی پرداخت سود تقسیمی در نظر بگیرد. در صورتی که عوامل اثرگذار بر نسبت سود تقسیمی و میزان تأثیر آن‌ها مشخص شود، مدیران به نگرشی درباره موقعیت شرکت خود از لحاظ تقسیم سود دست می‌یابند و بهتر می‌توانند تصمیم‌گیری کنند. سود تقسیمی روی ارزش سهام شرکت و آینده آن تأثیر گذار است. به دست آوردن سود و کسب ثروت هدف مشترک تمامی سهامداران است. تصمیم‌گیری نادرست در این زمینه ممکن است منجر به از دست دادن سهامداران شرکت و در پی آن کاهش در ارزش شرکت شود.

همان‌طور که در بخش‌های قبل بیان گردید شرکت‌هایی که از حمایت‌های سیاسی برخوردارند، می‌توانند از مزایای بودجه نرم استفاده کنند. چنین شرکت‌هایی در کنار بهره‌مندی از منابع مالی با هزینه کمتر چه از طریق بازار پول و چه از طریق بازار سرمایه، از ریسک کمتری برخوردار بوده و در بحران‌های مالی از حمایت‌های مالی دولت برخوردار هستند. قرار گرفتن شرکت در چنین فضایی نگرانی‌ها در زمینه کمبود نقدینگی را کاهش داده و شرایطی را برای مدیران فراهم می‌کند تا در سیاست‌های سود تقسیمی به گونه‌ای عمل کنند که ضمن تأمین رضایت سهامداران، از آن به عنوان ابزاری برای جذب منابع بیشتر از بازار سرمایه استفاده نمایند. در کنار این موضوع بایستی به حضور سهامداران نهادی عمدتاً دولتی در بسیاری از شرکت‌های تحت حمایت‌های سیاسی نیز اشاره کرد که قادر هستند از طریق حق رای خود شرکت‌ها را برای پرداخت سود سهام بیشتر تحت فشار قرار دهند.

این بازارها یک پیوند ناگسستنی وجود دارد. در نتیجه در این بازارها، فشارهایی بر روی شرکت‌ها اعمال می‌شود تا برای باقی ماندن در عرصه رقابت، روابط سیاسی را برقرار و حفظ نمایند (سیویلاز و همکاران، ۲۰۱۵).

اینکه آیا این فعالیت‌های رانت‌جویی به صورت مداوم مورد ارزیابی قرار می‌گیرد و در بازار سهام منعکس می‌شود، موضوع تحقیق حاضر است.

در جوامع رانت‌جو، از پیوند میان سیاست و کسب و کار چیزی به وجود می‌آید، که "اقتصاد رفاقتی"<sup>۴</sup> نامیده می‌شود. در این شرایط، اقتصاد کشور با گسترش گروه‌های کسب و کار دارای ارتباط با دولت، رشد می‌کند (پامرلینو، ۱۹۹۹). در چنین وضعیتی، سیاستمداران قدرتمند معمولاً رفتارهای تبعیض آمیزی را با شرکت‌های دارای ارتباط، از خود نشان می‌دهند و از طریق ایجاد محیطی انحصاری، که این شرکت‌ها را در برابر رقبای خود حفاظت می‌کند، عملیات و فعالیت‌های آن‌ها را تسهیل می‌کنند (چایتاناکچی، ۲۰۰۶). برای مثال، چارومیلیند و همکاران (۲۰۰۶) نشان دادند که شرکت‌های دارای ارتباط سیاسی قادر هستند وام‌های بلندمدت‌تری را نسبت به سایرین به دست آورند. تأمین مالی بهتر، به شرکت‌های دارای ارتباط کمک می‌کند تا نتایج مالی و قدرت بازار بهتری داشته باشند. بنابراین منافع اقتصادی ناشی از ارتباطات سیاسی به صورتی کاملاً ملموس و قابل مشاهده است.

شلايفر و ویشنی (۱۹۹۴)، و اسونسون (۲۰۰۳) بیان می‌کنند که ایجاد و حفظ ارتباطات سیاسی می‌تواند دشوار و اغلب برای صاحبان کسب و کار پرهزینه باشد. این موضوع به ویژه برای شرکت‌های در حال فعالیت در کشورهایی که با تغییرات مکرر در دولت روبرو هستند، باعث می‌شود که برقراری مجدد و حفظ ارتباطات با صاحبان قدرت پرهزینه باشد.

مباحث مختلفی در رابطه با تقسیم سود از جمله میزان تقسیم سود و زمان پرداخت، بین مدیران و سهامداران مطرح می‌شود که در نهایت تعیین کننده

بین‌المللی شامل ۳۵ کشور بین سال‌های ۱۹۹۰ تا ۲۰۰۸ استفاده شده است. نتایج تحقیق نشان می‌دهد که سود نقدی سهام با ریسک سیاسی بالا، ارتباط معنی‌داری دارد. تجزیه و تحلیل بیشتر نشان می‌دهد که اثر ریسک در سیاست پرداخت سود، برای شرکت‌های چند ملیتی قوی‌تر است.

لی و ژو (۲۰۱۵) به بررسی رابطه بین ارتباطات سیاسی و دسترسی به بازارهای عرضه اوراق بهادار در چین پرداختند. نتایج نشان داد که ارتباطات سیاسی تاثیر مثبت و معنی‌داری بر عرضه اولیه اوراق بهادار دارد و شرکت‌هایی که دارای ارتباطات سیاسی هستند، کمتر احتمال دارد که عرضه اوراق بهادار آن‌ها توسط مقامات نظارتی برای حسابرسی انتخاب شود.

سیویلاز و همکاران (۲۰۱۵) به بررسی رابطه بین ارتباطات سیاسی و بازده سهام در شرکتهای تایلندی پرداختند. نتایج نشان داد که بازده سهام بالاتر با ارتباطات سیاسی رابطه معنی‌داری دارد. به ویژه این رابطه در صنایع قدرتمند و بزرگ، بیشتر است.

سو و همکاران (۲۰۱۴) به بررسی ارتباط بین سودنقدی و ارتباطات سیاسی در شرکت‌های چینی پرداختند. نتایج نشان داد 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.

هو و همکاران (۲۰۱۴) ارتباط بین مالکیت نهادی و ارتباطات سیاسی را بین سال‌های ۱۹۹۹ تا ۲۰۰۹ در مالزی بررسی کردند. بر اساس مشاهدات آن‌ها، یک رابطه مثبت و معنی‌داری بین مالکیت نهادی و ارتباطات سیاسی وجود دارد.

مارتینز و همکاران (۲۰۱۳) به بررسی اثر ارتباطات سیاسی بر رفتار قیمت سهام در شرکت‌های برزیلی پرداختند. این مطالعه با استفاده از روش مطالعه رویدادی برای تعیین اثرات انتصاب اعضای هیات مدیره با تجربه سیاسی بر قیمت سهام و در

سهامداران نهادی شرکت‌ها با استفاده از حق رأی خود می‌توانند شرکت را به توزیع جریان‌های نقدی اضافی به منظور کاهش هزینه‌های نمایندگی وادار کنند تا جایگزینی برای نظارت آنها باشد (مشایخ و بهزادپور، ۱۳۹۳).

بر اساس مطالب مطرح شده در قسمت‌های قبل این انتظار وجود دارد که ارتباطات سیاسی شرکت‌ها با دولت، که خود زمینه ساز حمایت‌های بعدی است، بتواند بر سود نقدی و بازده سهام موثر باشد.

ساموئل و همکاران (۲۰۱۶) به بررسی ارتباطات سیاسی، سرمایه‌گذاران نهادی و سود نقدی سهام در مالزی پرداختند. این مطالعه بر روی یک نمونه تصادفی از ۲۴۵۸ مشاهده در مالزی برای دوره ۲۰۰۴ تا ۲۰۰۹ انجام شده است. نتایج نشان می‌دهد که شرکت‌های دارای ارتباطات سیاسی تمایل دارند سود سهام کمتری توزیع کنند. در حالیکه مالکان نهادی تمایل به پرداخت سود سهام بیشتر دارند.

لینگ و همکاران (۲۰۱۶) به بررسی تاثیر ارتباطات سیاسی شرکت‌ها بر تامین مالی، سرمایه‌گذاری شرکت‌های بزرگ، و عملکرد مالی پرداختند. نتایج نشان داد که شرکت‌های با ارتباطات سیاسی قوی‌تر، معمولاً دسترسی آسان‌تری به تامین مالی بلندمدت دارند. هرچند ارتباطات سیاسی ممکن است به شرکت‌ها برای به دست آوردن 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.

فردیناند و همکاران (۲۰۱۵) به بررسی نهادهای سیاسی، نقدشوندگی بازار سهام و سیاست تقسیم سود شرکت پرداختند. با استفاده از یک نمونه از ۵۲ کشور، نتایج نشان می‌دهد که ارتباط منفی بین سود سهام و نقدشوندگی بازار سهام با ارتباطات سیاسی قوی‌تر وجود دارد.

تاو و همکاران (۲۰۱۵) به بررسی ریسک سیاسی و سیاست تقسیم سود با توجه به بحران‌های سیاسی بین‌المللی پرداختند. در این تحقیق از یک نمونه بزرگ

نلی‌ساری و آنوگراه (۲۰۱۱) به بررسی اثر حمایت سیاسی دولت بر شفافیت اطلاعات و عملکرد شرکت‌ها در کشور اندونزی پرداختند. نتایج این پژوهش، حاکی از آن بود که درصد مالکیت دولتی، با شفافیت اطلاعات و نسبت بازده دارایی‌ها، رابطه مثبت و معنی‌داری دارد. اما زمانی که از حضور سیاستمداران در هیأت مدیره شرکت‌ها به عنوان معیار اندازه‌گیری حمایت سیاسی دولت و از کیوتوبین به عنوان معیار اندازه‌گیری عملکرد استفاده می‌شود، این روابط معنی‌دار نخواهد بود. علاوه بر آن، یافته‌های پژوهش حاکی از آن بود که در رابطه بین درصد مالکیت دولتی و نسبت بازده دارایی‌ها، شفافیت اطلاعات دارای نقش میانجی‌گری است.

کوپر و همکاران (۲۰۱۰) به بررسی ارتباط سیاسی شرکت‌ها و بازده سهام در شرکت‌های ایالات متحده آمریکا بین سال‌های ۱۹۷۹ تا ۲۰۰۴ پرداختند. نتایج تحقیق نشان می‌دهد که این اقدامات یا ارتباطات، تاثیر مثبت و معنی‌داری بر بازده سهام دارد. علاوه بر این، اثرات قوی‌تر در شرکت‌هایی دیده می‌شود که مشارکت به سمت مجلس نمایندگان و حزب دموکرات وجود داشته است.

رهنورد (۱۳۹۵) به بررسی رابطه بین ارتباط سیاسی و عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخت. نتایج نشان داد بین ارتباطات سیاسی از طریق دولت و نسبت بازده دارایی‌ها و نیز نسبت بازده حقوق صاحبان سهام رابطه منفی و معنی‌داری وجود دارد.

رضایی و ویسی حصار (۱۳۹۳) به بررسی تاثیر ارتباط سیاسی با دولت بر رابطه بین تمرکز مالکیت و کیفیت گزارشگری مالی، و تمرکز مالکیت و هزینه سرمایه سهام عادی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج نشان داد در شرکت‌هایی که ساختار مالکیت آن‌ها متمرکز است، کیفیت سود بالاست؛ حال آنکه در شرکت‌های دارای روابط سیاسی گسترده با دولت که ساختار مالکیت متمرکزی دارند، کیفیت سود پایین است. همچنین در

شرکت‌های که در طول سال ۲۰۰۸ با بحران مالی مواجه بودند، انجام شده است. نتایج نشان می‌دهد که ارتباطات سیاسی می‌تواند بازده مثبت قابل توجهی در کوتاه مدت داشته باشد.

بوباکری و همکاران (۲۰۱۲) هزینه سرمایه را در شرکت‌های دارای ارتباطات سیاسی بررسی نمودند، آن‌ها دریافتند که شرکت‌های دارای ارتباطات سیاسی نسبت به سایر شرکت‌ها از هزینه سرمایه حقوق صاحبان سهام کمتری برخوردارند و ریسک آن‌ها نیز نسبت به شرکت‌های دیگر کمتر است.

بلیس و گول (۲۰۱۲) در پژوهشی ارتباط بین روابط سیاسی و هزینه بدهی را مورد بررسی قرار دادند. یافته‌های آن‌ها نشان داد از منظر بازار سرمایه و موسسات حسابرسی، شرکت‌های دارای ارتباطات سیاسی، ریسک بیشتری نسبت به سایر شرکت‌ها دارند. شواهد آن‌ها نشان داد این شرکت‌ها به طور عمده، هزینه بدهی بالاتر، گزارشگری زیان بیشتر و حقوق صاحبان سهام منفی بیشتری دارند. میزان ۱۴٫۵ درصد از شرکت‌های دارای ارتباطات سیاسی مورد بررسی، حقوق صاحبان سهام منفی داشتند. در حالی که آن‌ها مطابق قانون ورشکسته بودند، ولی به فعالیت خود ادامه می‌دادند. همچنین، وجود دوگانگی وظیفه مدیرعامل در شرکت‌های دارای رابطه سیاسی، برای وام‌دهندگان ریسک بیشتری به همراه داشت و نسبت بالاتر مدیران مستقل عضو کمیته حسابرسی، این ریسک را کاهش می‌داد.

هانگ و همکاران (۲۰۱۲) به مطالعه ملاحظات سیاسی در تصمیم‌گیری‌های شرکت‌های دولتی پذیرفته شده در بورس هنگ‌کنگ پرداختند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد که شرکت‌های برخوردار از روابط سیاسی، عملکرد ضعیف‌تری دارند. اما به رغم عملکرد ضعیف، مدیران این شرکت‌ها با استفاده از قدرت و حمایت سیاسی دولت، زمینه را برای پذیرفته شدن این شرکت‌ها در بورس‌های خارجی فراهم می‌کنند.

تعهدی می‌گردد. همچنین یافته‌های آن‌ها نشان داد که شاخص کیفیت اقلام تعهدی با متغیرهای اندازه موسسه حسابرسی، شاخص سودآوری، و اهرم مالی رابطه مستقیم و با اندازه شرکت رابطه معکوس دارد.

محمودآبادی و نجفی (۱۳۹۲) به بررسی نقش شفافیت اطلاعات در تبیین رابطه بین حمایت سیاسی دولت و عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج نشان داد بین حمایت سیاسی دولت و شفافیت اطلاعات، رابطه منفی و معنی‌داری وجود دارد. اما حمایت سیاسی دولت و شفافیت اطلاعات رابطه معنی‌داری با نسبت بازده دارایی‌ها ندارند و زمانی که نسبت کیوتوبین، به عنوان معیار اندازه‌گیری عملکرد در نظر گرفته می‌شود، بین حمایت سیاسی دولت و عملکرد شرکت، رابطه مثبت و معنی‌داری وجود دارد. همچنین در رابطه بین حمایت سیاسی دولت و نسبت کیوتوبین، متغیر شفافیت اطلاعات، دارای نقش واسطه‌ای است. به عبارت دیگر، حمایت سیاسی دولت منجر به کاهش شفافیت اطلاعات می‌شود، و شفافیت پایین اطلاعات به نوبه‌ی خود، منجر به بهبود عملکرد شرکت می‌گردد.

خواجوی و حسینی (۱۳۸۹) به بررسی ارتباط بین میزان حمایت سیاسی دولت و ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. این پژوهش نشان داد که بین ساختار سرمایه و حمایت سیاسی دولت، ارتباط مثبت و معنی‌داری وجود دارد. همچنین در شرکت‌هایی که از حمایت سیاسی دولت برخوردارند، حجم بدهی‌ها بدون توجه به بازده حاصل از آن و ظرفیت استقراض، افزایش یافته است.

### ۳- فرضیه‌های پژوهش

بر اساس مطالعات گذشته، ارتباطات سیاسی مزایایی را برای شرکت‌های دارای ارتباط فراهم می‌کند که این مزایا برای شرکت‌های مشابه ولی فاقد ارتباط، در دسترس نیستند. شرکت‌های دارای ارتباطات

شرکت‌هایی که ساختار مالکیت متمرکزی دارند، هزینه سرمایه سهام عادی پایین است، ولی در شرکت‌های دارای روابط سیاسی گسترده با دولت که ساختار مالکیت متمرکزی دارند، هزینه سرمایه سهام عادی بالا است.

رضایی و سعادت (۱۳۹۳) به بررسی نقش حمایت سیاسی دولت بر میزان نگهداشت وجه نقد در شرکت‌ها پرداختند. ضمناً اثر هزینه نمایندگی به عنوان متغیر مداخله‌گر نیز مورد بررسی قرار گرفت. نتایج نشان داد بین حمایت سیاسی و سطح نگهداشت وجه نقد رابطه منفی و معنی‌داری وجود دارد. همچنین، اثر حمایت سیاسی بر موجودی نقد با افزایش هزینه نمایندگی، تشدید می‌شود و رابطه منفی بین حمایت سیاسی از شرکت‌ها با نگهداشت وجه نقد، تحت تاثیر سطح بالای هزینه نمایندگی قرار می‌گیرد.

رضایی و رفیعی نیا (۱۳۹۳) به بررسی رابطه ترکیب هیات مدیره با اهرم مالی در شرکت‌های دارای ارتباط سیاسی پرداختند. یافته‌های حاصل از این پژوهش نشان داد که در شرکت‌هایی که دارای ارتباطات سیاسی زیاد یا کم هستند بین اهرم مالی و ترکیب هیات مدیره رابطه‌ای وجود ندارد. بنابراین اینکه شرکت‌هایی تبعیت بیشتری از قوانین و مقررات دولت می‌نمایند (ارتباطات سیاسی زیاد) و یا تبعیت کمتری می‌نمایند (ارتباطات سیاسی کم)، این موضوع تعیین کننده ریسک مالی نیست.

رضایی و افروزی (۱۳۹۳) با بررسی اثر روابط سیاسی شرکت بر هزینه بدهی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به این نتیجه رسیدند که ارتباطات سیاسی شرکت‌ها موجب کاهش هزینه بدهی آن‌ها می‌شود.

نیکومرام و همکاران (۱۳۹۲) با بررسی تاثیر روابط سیاسی شرکت بر کیفیت اقلام تعهدی و سپس رابطه متغیرهای حسابداری کلیدی شرکت‌های دارای روابط سیاسی با کیفیت اقلام تعهدی، به این نتیجه رسیدند که وجود رابطه سیاسی منجر به کاهش کیفیت اقلام



نمونه‌گیری از روش نمونه‌گیری حذف سیستماتیک استفاده شده است. بطوری که، کلیه شرکت‌های عضو جامعه آماری که دارای شرایط زیر بوده‌اند، به‌عنوان نمونه انتخاب، و سایر شرکت‌ها حذف شده‌اند:

(۱) قبل از سال ۱۳۸۷ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشد.

(۲) به‌منظور افزایش هم‌سنجی و هم‌سان‌سازی شرایط انتخابی شرکت‌ها، پایان سال مالی شرکت‌ها منتهی به پایان اسفندماه باشد.

(۳) به دلیل متفاوت بودن ماهیت اقتصادی شرکت‌هایی نظیر شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه‌گری مالی، هلدینگ، بانک و لیزینگ از سایر شرکت‌ها، این شرکت‌ها از نمونه حذف شده‌اند.

(۴) اطلاعات مورد نیاز برای محاسبه متغیرهای تحقیق در دسترس باشد.

همچنین داده‌های مورد نیاز پژوهش نیز از اطلاعات مالی مندرج در صورت‌های مالی حسابرسی شده و گزارش هیات مدیره درباره فعالیت و وضع عمومی شرکت استخراج شده است. با اعمال محدودیت‌های فوق، تعداد ۱۱۴ شرکت برای بازه زمانی ۷ ساله انتخاب گردید. داده‌های جمع‌آوری شده در صفحه گسترده اکسل اصلاح و طبقه‌بندی شده، و تجزیه و تحلیل نهایی به کمک نرم افزار Stata نسخه ۱۲ انجام شده است.

#### ۴- مدل‌های پژوهش و متغیرهای آن

برای آزمون فرضیه اول از مدل بکارگرفته شده در پژوهش سیویلاز و همکاران (۲۰۱۵) استفاده شده است.

$$\text{Cash Dividend}_{it} = \alpha + \beta_1 \text{GOCO}_{it} + \beta_2 \text{SIZE}_{it} + \beta_3 \text{Leverage} + \beta_4 \text{Liquidity}_{it} + \beta_5 \text{ROA}_{it} + \beta_6 \text{Tobins } Q_{it} + \varepsilon_{it}$$

#### • متغیر وابسته

سود نقدی سهام (Cash Dividend): لگاریتم طبیعی سود نقدی هر سهم است.

سیاسی دسترسی بیشتری به منابع دولت دارند، مطابق با "تئوری علامت‌دهی"<sup>۵</sup> این انتظار وجود دارد که شرکت‌های دارای ارتباطات سیاسی با پرداخت بیشتر سود نقدی، چشم‌انداز آتی قوی‌تر خود را به بازار مخابره نموده و مزیت رقابتی خود را نشان دهند (برای مثال، سو و همکاران، ۲۰۱۴).

بر اساس مطالعات گذشته، می‌توان چنین استدلال نمود که در اقتصادی که رانت‌جویی از طریق ارتباطات سیاسی، نه تنها برای کسب و کار ضروری است بلکه برای رسیدن به آن رقابت وجود دارد، سرمایه‌گذاران در بازار سهام چنین کشورهایی به صورت نظام‌مندی تمایل دارند برای به دست آوردن سهام شرکت‌هایی که به لحاظ سیاسی دارای ارتباط هستند با همدیگر در ارایه پیشنهاد قیمتی بالاتر رقابت کنند. به عبارت دیگر، ارتباطات سیاسی می‌تواند این پیام را برای سرمایه‌گذاران داشته باشد که در جایی که روابط سیاسی هست، رانت‌های اقتصادی برای شرکت‌های دارای روابط سیاسی وجود خواهد داشت (برای مثال، سیویلاز و همکاران، ۲۰۱۵).

#### ۲- فرضیه‌های پژوهش

- (۱) بین ارتباطات سیاسی و سود نقدی سهام رابطه معنی‌داری وجود دارد.
- (۲) بین ارتباطات سیاسی و بازده سهام رابطه معنی‌داری وجود دارد.

#### ۳- روش‌شناسی پژوهش

پژوهش حاضر بر مبنای هدف، از نوع پژوهش‌های کاربردی است. همچنین از نظر ماهیت و روش از نوع پژوهش‌های توصیفی-همبستگی قلمداد می‌شود. در این پژوهش به منظور تدوین مبنای و مفاهیم نظری و نیز برای گردآوری داده‌ها از روش کتابخانه‌ای استفاده شده است. جامعه آماری این پژوهش شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است. قلمرو زمانی سال‌های ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۴ برای این پژوهش در نظر گرفته شده است. در این پژوهش به منظور

### • متغیر مستقل

ارتباطات سیاسی از طریق دولت ( $GOCO_{it}$ ): در پژوهش نیکومرام و همکاران (۱۳۹۲)، نشانه‌های مدیریت سیاسی شرکت عبارتند از وجود اعضای هیأت مدیره وابسته به دولت، مجلس و مانند این نوع نهادهای سیاسی، و یا وجود سهامدار عمده (دارای حداقل ده درصد سهام دارای حق رای) دولتی و شبه دولتی بیان شده است. مطابق با پژوهش‌های بوشمن و همکاران (۲۰۰۴)، خواجوی و حسینی (۱۳۸۹)، محمودآبادی و نجفی (۱۳۹۲) و نلی‌ساری و نوگراه (۲۰۱۱)، درصد مالکیت مستقیم یا نهادی دولت به عنوان نماینده متغیر ارتباطات سیاسی از طریق دولت در نظر گرفته شده است. جهت تعیین حداقل درصد مالکیت ممکن، که بتواند بر تصمیم‌گیری‌های مرتبط با سیاست‌های مالی و عملیاتی یک واحد تجاری، اثرگذار باشد، تعریف استاندارد حسابداری شماره ۲۰، از «نفوذ قابل ملاحظه» مد نظر قرار گرفته شده است. بر اساس استاندارد مذکور، اگر واحد سرمایه‌گذار به طور مستقیم یا غیر مستقیم (برای مثال، از طریق واحد تجاری فرعی) حداقل ۲۰ درصد از حق رای واحد سرمایه‌پذیر را در اختیار داشته باشد، فرض می‌شود که از نفوذ قابل ملاحظه‌ای برخوردار است، مگر این که نبود چنین نفوذی را بتوان به روشنی اثبات کرد (کمیته تدوین استاندارد های حسابداری، ۱۳۸۹). بنابراین تعریف عملیاتی متغیر ارتباطات سیاسی دولت به صورت زیر است:

درصد مالکیت مستقیم یا غیر مستقیم دولت و نهادهای دولتی، در صورتی که در شرکت بیش از ۲۰٪ باشد، مقدار این متغیر برابر یک و در غیر این صورت، صفر در نظر گرفته می‌شود.

### • متغیرهای کنترلی

اندازه شرکت (SIZE): لگاریتم طبیعی کل دارایی‌های شرکت در پایان سال.  
 اهرم مالی (Leverage): کل بدهی‌ها تقسیم بر کل دارایی‌ها در پایان سال.

نقدینگی (Liquidity): دارایی‌های جاری منهای بدهی‌های جاری تقسیم بر کل دارایی‌ها.  
 بازده دارایی‌ها (ROA): سود خالص تقسیم بر میانگین کل دارایی‌ها.  
 نسبت کیو توبین (Tobins Q): ارزش بازار حقوق صاحبان سهام بعلاوه ارزش دفتری کل بدهی‌ها، تقسیم بر ارزش دفتری کل دارایی‌ها.

برای آزمون فرضیه دوم از مدل بکارگرفته شده در پژوهش سیویلایز و همکاران (۲۰۱۵) استفاده شده است.

$$R_{it} = \alpha + \beta_1 GOCO_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 Leverage_{it} + \beta_4 Liquidity_{it} + \beta_5 ROA_{it} + \beta_6 Tobins Q_{it} + \varepsilon_{it}$$

### • متغیر وابسته

بازده سهام ( $R_{it}$ ): برای محاسبه بازده سهام، تفاوت قیمت سهم در ابتدا و پایان دوره را به سود نقدی اضافه نموده و حاصل را بر قیمت سهم در ابتدای دوره تقسیم می‌کنیم.

$$R_{it} = \frac{P_1 - P_0 + D_1}{P_0}$$

تعریف سایر متغیرها همانند آن چیزی است که در فرضیه فرعی نخست بیان شده است.

### ۵- نتایج پژوهش

خلاصه آمارهای توصیفی متغیرهایی استفاده شده در این پژوهش در جدول شماره ۱ ارائه شده است. همانطور که در این جدول مشاهده می‌شود حدود ۲۸ درصد مشاهدات دارای ارتباط سیاسی از طریق دولت هستند. این مشاهدات در برگیرنده سال شرکت‌هایی است که دارای روابط سیاسی هستند. متوسط لگاریتم طبیعی سود نقدی، و بازده سهام نیز به ترتیب ۵٫۳ و ۳۲ درصد است.  
 نتایج بررسی همبستگی میان متغیرها در جدول شماره ۲ ارائه شده است.

یکی از مفروضات رگرسیون‌های خطی، ثابت بودن واریانس خطاها می‌باشد که به عنوان فرض همسانی واریانس‌ها شناخته می‌شود. برای آزمون این پیش فرض از آزمون والد تعدیل شده استفاده شده است. بررسی نتایج آزمون ناهمسانی واریانس‌ها در جدول شماره ۴ نشان می‌دهد سطح معنی داری کمتر از ۵ درصد است. این بدان معنا است که مشکل ناهمسانی واریانس وجود دارد.

با توجه به جدول شماره ۲ بین ارتباطات سیاسی از طریق دولت با سود نقدی و بازده سهام رابطه مثبت و معنی داری وجود دارد. قبل از آزمون فرضیات تحقیق باید از نرمال بودن داده‌ها اطمینان پیدا کرد، برای آزمون نرمال بودن جملات خطا از آزمون‌های مختلفی می‌توان استفاده کرد. یکی از این آزمون‌ها، آزمون شاپیروویلک می‌باشد که در این تحقیق نیز از این آزمون استفاده شده است.

جدول ۱- آماره‌های توصیفی

متغیر	علامت اختصاری	تعداد مشاهدات	حداقل	حداکثر	میانه	میانگین	انحراف معیار
سود نقدی سهام	Cash Divdend	۷۹۸	۰	۷,۱۳۸	۵,۳۲۲	۵,۲۸۹	۰,۵۹۸
بازده سهام	R	۷۹۸	-۰,۸۹۴	۸,۰۵۷	۰,۰۰۰	۰,۳۲۰	۰,۹۹۱
ارتباطات سیاسی	GOCO	۷۹۸	۰	۱	۰	۰,۲۸۲	۰,۴۵۰
اندازه شرکت	SIZE	۷۹۸	۹,۸۸۰	۱۸,۴۵۴	۱۳,۴۰۴	۱۳,۵۲۴	۱,۳۸۹
اهرم مالی	Leverage	۷۹۸	۰,۱۰۵	۰,۹۲۳	۰,۴۷۵	۰,۶۲۰	۰,۲۵۸
نقدینگی	Liquidity	۷۹۸	-۲,۲۷۴	۰,۸۱۹	۰,۱۲۶	۰,۱۰۹	۰,۲۶۳
بازده دارایی	ROA	۷۹۸	-۰,۳۸۷	۰,۶۳۱	۰,۱۰۶	۰,۱۲۵	۰,۱۳۴
کیو توبین	Tobins Q	۷۹۸	۰,۲۳۴	۱۹,۱۷۳	۱,۱۷۸	۱,۷۹۴	۱,۹۱۷

جدول ۲- آزمون همبستگی

متغیر	علامت	GOCO	Cash D	R	SIZE	LEV	Liquidity	ROA	Tobins Q
ارتباطات سیاسی	GOCO	۱							
سود نقدی سهام	Cash D	*۰,۱۲۳	۱						
بازده سهام	R	۰,۰۵۴	۰,۰۶۵	۱					
اندازه شرکت	SIZE	*۰,۲۱۱	*۰,۱۲۱	۰,۰۱۷	۱				
اهرم مالی	LEV	-۰,۰۰۳	۰,۰۰۵	۰,۰۰۸	*۰,۹۷	۱			
نقدینگی	Liquidity	-۰,۰۵۴	*۰,۱۴۵	۰,۰۶۲	*-۰,۱۸۷	*-۰,۷۲۷	۱		
بازده دارایی‌ها	ROA	۰,۰۵۳	*-۰,۱۰۶	*۰,۱۲۳	۰,۰۲۰	*-۰,۶۴۵	*۰,۵۰۳	۱	
کیو توبین	Tobins Q	-۰,۰۱۳	۰,۰۶۳	*-۰,۰۸۶	-۰,۰۲۴	۰,۰۵۶	-۰,۰۴۸	*-۰,۱۲۹	۱

\*در سطح خطای ۵ درصد معنی دار است

در روش رگرسیون چندگانه قبل از اینکه مدل برآورد شود، لازم است در ابتدا آزمون اف لیمر (چاو) جهت تشخیص روش داده‌های تابلویی و یا تلفیقی استفاده شود. اگر سطح معنی داری کمتر از ۵ درصد باشد روش داده‌های تابلویی تایید می‌گردد و در غیر این صورت، روش تلفیقی استفاده می‌شود. اگر

پیش فرض دیگر مدل‌های رگرسیون خطی، عدم وجود خودهمبستگی میان جملات خطا است. برای آزمون عدم وجود خودهمبستگی از آزمون والدریج استفاده شده است. بررسی نتایج این آزمون در جدول شماره ۵ نشان داده شده است.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه نخست پژوهش در جدول شماره ۷ نشان داده شده است.

میزان ضریب تعیین تعدیل شده مدل برابر با ۰,۱۳۸ است. یعنی در حدود ۱۴ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل و کنترلی توضیح داده می شود. سطح معنی داری مدل ۰,۰۰۰ بوده و مؤید معنی دار بودن مدل برای آزمون فرضیه است. ضریب متغیر ارتباط سیاسی ۰,۲۰۹ و سطح معنی داری این متغیر ۰,۰۰۰ است، که نشان می دهد این رابطه از نظر آماری معنی دار است. به عبارت دیگر میان ارتباط سیاسی شرکت ها و سود نقدی تقسیمی رابطه مستقیم و معنی داری وجود دارد. این شواهد از فرضیه نخست تحقیق پشتیبانی می کند. بنابراین شرکت های دارای حمایت سیاسی نسبت به سایر شرکت ها سود نقدی بیشتری توزیع می کنند. به عبارت دیگر ارتباطات سیاسی شرکت ها از طریق دولت، موجب افزایش سود نقدی سهام آن ها می شود.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم پژوهش در جدول شماره ۸ نشان داده شده است. میزان ضریب تعیین تعدیل شده مدل برابر با ۰,۱۷۸ است. یعنی در حدود ۱۸ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل و کنترلی بیان می گردد. سطح معنی داری مدل ۰,۰۰۰ بوده و مؤید معنی دار بودن مدل برای آزمون فرضیه است. ضریب متغیر ارتباط سیاسی ۰,۱۰۰ و سطح معنی داری این متغیر ۰,۰۰۰ است، که نشان می دهد این رابطه از نظر آماری معنی دار است. به عبارت دیگر میان ارتباطات سیاسی شرکت ها و بازده سهام رابطه مستقیم و معنی داری وجود دارد. این شواهد از فرضیه دوم تحقیق پشتیبانی می کند.

بنابراین شرکت های دارای حمایت سیاسی نسبت به سایر شرکت ها، بازده سهام بیشتری دارند. به عبارت دیگر ارتباطات سیاسی شرکت ها از طریق دولت موجب افزایش بازده سهام آن ها می شود.

داده های تابلویی تایید گردد، لازم است برای تشخیص روش داده های تابلویی با اثرات ثابت یا اثرات تصادفی از آزمون هاسمن استفاده شود. اگر سطح معنی داری آزمون هاسمن کمتر از ۵ درصد باشد، روش داده های تابلویی با اثرات ثابت پذیرفته می شود، در غیر این صورت روش داده های تابلویی با اثرات تصادفی انتخاب می شود.

جدول ۳- آزمون نرمال بودن

متغیر	شاپیروویلیک	سطح معناداری
جمله خطا مدل اول	۰,۱۹۵	۰,۴۰۰
جمله خطا مدل دوم	۰,۲۴۶	۰,۱۳۱

جدول ۴- آزمون ناهمسانی واریانس

فرضیه ها	ناهمسانی	سطح معناداری	آماره
مدل اول	دارد	۰,۰۰۰	۲۳۰,۶۶۰
مدل دوم	دارد	۰,۰۰۰	۲۲۶,۷۳۰

جدول ۵- آزمون عدم وجود خود همبستگی

فرضیه ها	خود همبستگی	سطح معناداری	آماره
مدل اول	دارد	۰,۰۰۰	۲۶,۷۱۴
مدل دوم	ندارد	۰,۲۰۳	۱,۶۴۱

جدول ۶- نتایج حاصل از آزمون اف لیمر و آزمون

هاسمن

مدل	آزمون	آماره	سطح معنی داری	نتیجه
اول	اف لیمر	۱۵,۴۹۰	۰,۰۰۰	روش تابلویی
	هاسمن	۹۳,۶۴۰	۰,۰۰۰	اثرات ثابت
دوم	اف لیمر	۳,۹۲۰	۰,۰۰۰	روش تابلویی
	هاسمن	۱۰۴,۵۵۰	۰,۰۰۰	اثرات ثابت

با توجه به نتایج آزمون های پیش فرض رگرسیون و انتخاب مدل، برای آزمون فرضیه نخست از رگرسیون حداقل مربعات تعمیم یافته ناهمسان و همبسته به روش داده های تابلویی، و برای آزمون فرضیه دوم از رگرسیون حداقل مربعات تعمیم یافته ناهمسان و مستقل به روش داده های تابلویی استفاده شده است.

جدول ۷- نتایج تخمین مدل اول پژوهش

Cash Dividend <sub>it</sub> = α + β <sub>1</sub> GOCO <sub>it</sub> + β <sub>2</sub> SIZE <sub>it</sub> + β <sub>3</sub> Leverage + β <sub>4</sub> Liquidity <sub>it</sub> + β <sub>5</sub> ROA <sub>it</sub> + β <sub>6</sub> Tobins Q <sub>it</sub> + ε <sub>it</sub>				
متغیر	علامت اختصاری	ضریب	آماره z	سطح معنی داری
مقدار ثابت	C	۴,۵۸۰	۲۸,۵۰	۰,۰۰۰
ارتباطات سیاسی	GOCO	۰,۲۰۹	۷,۲۶	۰,۰۰۰
اندازه شرکت	SIZE	۰,۰۴۱	۳,۸۰	۰,۰۰۰
اهرم مالی	LEV	۰,۱۲۹	۱,۳۶	۰,۱۷۴
نقدینگی	Liquidity	۰,۸۹۱	۱۱,۶۷	۰,۰۰۰
بازده دارایی‌ها	ROA	-۱,۱۶۵	-۸,۱۰	۰,۰۰۰
کیو توبین	Tobins Q	۰,۰۰۱	۰,۰۰	۱,۰۰۰
ضریب تعیین تعدیل شده		۰,۱۳۸	سطح معنی داری مدل	۰,۰۰۰

جدول ۸- نتایج تخمین مدل دوم پژوهش

R <sub>it</sub> = α + β <sub>1</sub> GOCO <sub>it</sub> + β <sub>2</sub> SIZE <sub>it</sub> + β <sub>3</sub> Leverage + β <sub>4</sub> Liquidity <sub>it</sub> + β <sub>5</sub> ROA <sub>it</sub> + β <sub>6</sub> Tobins Q <sub>it</sub> + ε <sub>it</sub>				
متغیر	علامت اختصاری	ضریب	آماره z	سطح معنی داری
مقدار ثابت	C	-۰,۷۸۸	-۳,۱۳	۰,۰۰۲
ارتباطات سیاسی	GOCO	۰,۱۰۰	۲,۰۴	۰,۰۴۱
اندازه شرکت	SIZE	۰,۰۴۵	۲,۵۷	۰,۰۱۰
اهرم مالی	LEV	۰,۵۷۳	۴,۳۰	۰,۰۰۰
نقدینگی	Liquidity	۰,۴۳۳	۳,۴۸	۰,۰۰۰
بازده دارایی‌ها	ROA	۰,۸۶۸	۳,۹۰	۰,۰۰۰
کیو توبین	Tobins Q	-۰,۰۲۳	-۲,۰۴	۰,۰۲۰
ضریب تعیین تعدیل شده		۰,۱۷۸	سطح معنی داری مدل	۰,۰۰۰

## ۶- نتیجه گیری و بحث

نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول نشان داد که بین ارتباطات سیاسی و سود نقدی سهام رابطه مثبت و معنی داری وجود دارد. به عبارت دیگر شرکت‌های دارای ارتباط سیاسی نسبت به سایر شرکت‌ها، سود نقدی بیشتری میان سهامداران توزیع می‌کنند. این یافته‌ها مطابق انتظارات بوده و با مبانی نظری تحقیق و ادبیات مربوطه انطباق دارد. بر اساس مبانی نظری شرکت‌های برخوردار از حمایت‌های سیاسی از مزایای بودجه نرم برخوردار می‌شوند. این شرکت‌ها از یک طرف قادر خواهند بود کالاها و خدمات مورد نیاز برای انجام عملیات خود را با شرایط اعتباری مناسب تامین نمایند، به سهولت منابع مالی مورد نیاز خود را از بازار پول و بازار سرمایه تامین می‌کنند، در بحران‌های

مالی از حمایت‌های دولتی برخوردار هستند، و در مجموع دغدغه‌های نقدینگی در این شرکت‌ها کمتر بوده و مدیران تمایل کمتری به نگهداری سطح بالای نقدینگی دارند. از طرف دیگر این ارتباطات سیاسی با مالکیت نهادی دولت که در اغلب این شرکت‌ها وجود دارد، همراه شده و شرایط اعمال فشار برای توزیع سود بیشتر را به عنوان جایگزینی برای نظارت مستقیم طبق تئوری هزینه نمایندگی فراهم می‌آورد. علاوه بر این، همسان با سو و همکاران (۲۰۱۴) ارتباطات سیاسی مزایایی را برای شرکت‌های دارای ارتباط فراهم می‌کند که این مزایا برای شرکت‌های مشابه ولی فاقد ارتباط، در دسترس نیستند. شرکت‌های دارای ارتباطات سیاسی دسترسی بیشتری به منابع دولت دارند، مطابق با تئوری پیام دهی این انتظار وجود دارد

حمایت، بواسطه برخوردای از این مزایا، نسبت به فشارهای بازار و رقابت های معمول حساس نیستند، بنابراین نسبت به سایر شرکتها در جذب سرمایه در موقعیت بهتر و جذاب تری قرار می گیرند و این موضوع باعث می شود تخصیص منابع به صورت بهینه صورت بگیرد.

این نتایج پیشنهاد می دهد که ارتباطات سیاسی می تواند به عنوان یک معیار مهم در خصوص سود نقدی و بازده سهام در نظر گرفته شود. البته بیشتر بودن سود نقدی و بازده سهام در شرکت های برخوردار از حمایت های سیاسی حاصل مکانیزم صحیح قیمت گذاری در یک فضای رقابتی و شفاف نیست، بلکه این نتیجه منتسب به اقتصاد مبتنی بر رانت جویی است. به محققان آتی پیشنهاد می شود رابطه میان شاخص درک فساد و مزایای حمایت های سیاسی از جمله سود نقدی و بازده سهام را مورد مطالعه قرار دهند.

#### فهرست منابع

- \* خواجهوی، شکراله، و حسینی، سید حسین. (۱۳۸۹) "بررسی رابطه ی حمایت سیاسی دولت و ساختار سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". مجله پیشرفت های حسابداری دانشگاه شیراز، دوره دوم، شماره اول صفحه های ۲۷-۸.
- \* رضایی، فرزین، و افروزی، لیلا. (۱۳۹۳) "بررسی اثر روابط سیاسی شرکتها بر هزینه بدهی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". پایانامه کارشناسی ارشد، دانشگاه البرز قزوین.
- \* رضایی، فرزین، و رفیعی نیا، محسن. (۱۳۹۳) "نقش ارتباطات سیاسی بر رابطه ترکیب هیئت مدیره با اهرم مالی شرکت ها"، مجله علمی مهندسی مدیریت نوین، سال سوم، شماره ۲.
- \* رضایی، فرزین، و سعادت، کمال الدین. (۱۳۹۳) "اثر حمایت سیاسی بر سطح نگهداشت

که شرکت های دارای ارتباطات سیاسی با پرداخت بیشتر سود نقدی، چشم انداز آتی قوی تر خود را به بازار مخابره نموده و مزیت رقابتی خود را نشان دهند. نتایج به دست آمده با یافته های سو و همکاران (۲۰۱۴) همسان و با فردیناند و همکاران (۲۰۱۵) و ساموئل و همکاران (۲۰۱۶) مغایرت دارد.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم نشان داد که بین ارتباطات سیاسی از طریق دولت و بازده سهام رابطه مثبت و معنی داری وجود دارد. مطابق با مبانی نظری، شرکت های دارای حمایت های سیاسی دارای ریسک کمتری هستند، زیرا در بحران های مالی از مزایای این حمایت ها برخوردار خواهند بود. این موضوع باعث می شود این شرکتها نسبت به سایرین به جهت سرمایه گذاری از جذابیت بیشتری برخوردار باشند. علاوه بر این، همسان با سیویلایز و همکاران (۲۰۱۵) می توان چنین استدلال نمود که در اقتصادی که رانت جویی از طریق ارتباطات سیاسی، نه تنها برای کسب و کار ضروری است بلکه برای رسیدن به آن رقابت وجود دارد، سرمایه گذاران در بازار سهام چنین کشورهایی به صورت نظام مندی تمایل دارند برای به دست آوردن سهام شرکت هایی که به لحاظ سیاسی دارای ارتباط هستند با همدیگر در ارایه پیشنهاد قیمتی بالاتر رقابت کنند. به عبارت دیگر، ارتباطات سیاسی می تواند این پیام را برای سرمایه گذاران داشته باشد که در جایی که روابط سیاسی هست، رانت های اقتصادی برای شرکت های دارای روابط سیاسی وجود خواهد داشت. نتایج به دست آمده با یافته های مارتینز و همکاران (۲۰۱۳)، کوپر و همکاران (۲۰۱۰) و سیویلایز و همکاران (۲۰۱۵) مطابقت دارد.

به هر حال آنچه مسلم است وجود چنین ارتباطاتی میان شرکتها و دولت، صرف نظر از سایر مزایا و معایبی که در تحقیقات گذشته به آنها پرداخته شده است، می تواند تاثیر بااهمیتی بر تخصیص بهینه منابع در بازار سرمایه داشته باشد. شرکت های تحت

- \* Chaithanakij, S., (2006). Cultural effects on corporate governance in Thailand: A study through the threepillared model. Working paper. <http://ssrn.com/abstract=938375>
- \* Chaney, P.K., Faccio, M., Parsley, D. (2011). "The quality of accounting information in politically connected firms". *J. Account. Econ.* 51(1-2), 58-76.
- \* Charumilind, C., R.Kali, and Y.Wiwattanakantang, (2006). Connected lending: Thailand before the financial crisis, *Journal of Business* 79(1), 181-217.
- \* Chen, C.J.P., Ding, Y., Kim, C.F. (2010). "High-level politically connected firms, corruption, and analyst forecast accuracy around the world". *J. Int. Bus. Stud.* 41, 1505-1524.
- \* Civilize, S, Wongchoti, U. Young, M. (2015). "Political Connection and Stock Returns: A Longitudinal Study". *The Financial Review* 50, PP, 89-119.
- \* Cooper, M.J., Gulen, H., Ovtchinnikov, A.V. (2010). "Corporate political and contributions stock returns". *J. Financ.* 65, 687-724.
- \* Faccio, M. (2006). Politically connected firms. *The American Economic Review*, Vol. 96, No. 1, pp. 369-386.
- \* Faccio, M., (2010). Differences between politically connected and nonconnected firms: A cross-country analysis, *Financial Management* 39(3), 905-927.
- \* Fan, J.P.H., T.J. Wong, and T. Zhang, (2007). Politically connected CEOs, corporate governance and post-IPO performance of China's newly partially privatized firms, *Journal of Financial Economics* 84(2), 330-357.
- \* Martins, F.F., Lana, J., Marcon, R., Xavier, W.G. and De-Mello, R.B., (2013). Effect of Political Connections on Stock Price Behavior of Brazilian Companies, *Journal of Business Research*, 36-51.
- \* Ferdinand A. Gul, Karen Lai, Walid Saffar, Xindong (Kevin) Zhu, (2014), Political Institutions, Stock Market Liquidity and Firm Dividend Policy. Working paper. University of Illinois.
- \* Fisman, R., (2001). Estimating the value of political connections, *American Economic Review* 91(4), 1095-1102.
- \* Fraser, D.R., H. Zhang, and C. Derashid, (2006). Capital structure and political patronage: The case of Malaysia, *Journal of Banking and Finance* 30(4), 1291-1308.
- موجودی نقد شرکت‌ها "کنفرانس بین المللی حسابداری، اقتصاد و مدیریت مالی ۴-۵.
- \* رضایی، فرزین، و ویسی حصار، ثریا. (۱۳۹۳) "اثر روابط سیاسی با دولت بر رابطه بین تمرکز مالکیت با کیفیت گزارشگری مالی و هزینه سهام عادی". دوره ۲۱ شماره ۴ صفحه ۴۷۰-۴۴۹.
- \* رشیدیان، مینا، پاک مرام، عسگر، و بیک زاده، جعفر. (۱۳۹۳). "رابطه بین مالکیت دولتی و محافظه کاری شرطی حسابداری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". پژوهش حسابداری، شماره ۱۴، پاییز.
- \* ره نورد، رضیه. (۱۳۹۵) "بررسی ارتباط سیاسی و عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشکده حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات بوشهر.
- \* محمودآبادی، حمید، و نجفی، زهرا. (۱۳۹۲). "نقش شفافیت اطلاعات در تبیین رابطه بین حمایت سیاسی دولت و عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مدیریت، پاییز، شماره هجدهم.
- \* مشایخ، شهرناز، و بهزادپور، سمیرا. (۱۳۹۳). "تاثیر بیش اطمینانی مدیران بر سیاست تقسیم در شرکت‌های بورسی". بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۲۱، شماره چهارم، ۴۸۵-۵۰۴.
- \* نیکومرام، هاشم، بنی مهد، بهمن، رهنمای رودپشتی، فریدون، و کیانی، علی. (۱۳۹۲). "اقتصاد مبتنی بر روابط، روابط سیاسی و کیفیت اقلام تعهدی". دانش حسابرسی، دوره ۱۳، شماره ۵۰، ۴۱-۵۵.
- \* Bliss, M.A., Gul, F.A. (2012). "Political connection and cost of debt: some Malaysian evidence". *J. Bank. Financ.* 36, 1520-1527.
- \* Boubakri, N., Guedhami, O., Mishra, D., Saffar, W. (2012). "Political connections and the cost of equity capital". *J. Corp. Financ.* 18 (3), 541-559.

- connections: Evidence from China”, *International Review of Economics and Finance*. *International Review of Economics and Finance* 29, 260–272 .
- \* Svensson, J., (2003). Who must pay bribes and how much? Evidence from cross-section of firms, *Quarterly Journal of Economics* 118, 207–230.
  - \* Tao, Huang. Fei, Wu., Jin, Yu., and Bohui Zhang.(2015). Political risk and dividend policy: Evidence from international political crises, *Journal of International Business Studies*, pp 574–595.
  - \* Tollison, R.D., (1982). Rent seeking: A survey, *Kyklos* 35, 575–602.
  - \* Tullock, G., (1967). The welfare costs of tariffs, monopolies, and theft, *Western Economic Journal* 5, 224–232
  - \* Goldman, E., Rocholl, J., & So, J. (2009). “Do politically connected boards affect firm value?” *The Review of Financial Studies*, 22, 2331–2360.
  - \* How, Janice, Verhoeven, Peter, AbdulWahab, Effiezal Aswadi. (2014). “political connections and analyst following in Malaysia Economic Modelling”. 158–167.
  - \* Hung, M., Wong, T.J., Zhang, T., (2012). “Political considerations in the decision of Chinese SOEs to list in Hong Kong”. *J. Account. Econ.* 53, 435–449.
  - \* Imai, M., (2006). Mixing family business with politics in Thailand, *Asian Economic Journal*, 20(3), 241–256.
  - \* Johnson, S. and T. Mitton, (2003). Cronyism and capital controls: Evidence from Malaysia, *Journal of Financial Economics* 67, 351–382.
  - \* Leuz, Christian, & Oberholzer-Gee, Felix (2006). “Political relationships, global financing and corporate transparency”. *Journal of Financial Economics*, 81(2), 411–439.
  - \* LI, Guoping, ZHOU, Hong. (2015). “Political connections and access to IPO markets in China, *China Economic Review*”. 76–93.
  - \* Ling, Leng, Zhou, Xiaorong, Liang, Quanxi, Song, Pingping, Zeng, Haijian.(2016). “Political connections, overinvestments and firm performance: Evidence from Chinese listed real estate firms”. *Finance Research Letters* 1–6.
  - \* Nelly Sari, R. and R. Anugerah. (2011). “The Effect Of Corporate Transparency On Firm Performance: Emperical Evidence From Indonesian Listed Companies”, *Modern Accounting and Auditing*, Vol. 7, No. 8, pp. 773-783.
  - \* Pomerleano, M., (1999). The East Asia crisis and corporate finances: The untold micro story. Working paper, World Bank Policy Research Working Paper No. 1990.
  - \* Samuel Jebaraj Benjamin , Mazlina Mat Zain , Effiezal Aswadi Abdul Wahab , (2016) "Political connections, institutional investors and dividend payouts in Malaysia", *Pacific Accounting Review*, Vol. 28 Iss: 2, pp. 153 – 179.
  - \* Shleifer, A., Vishny, R., (1994). “Politicians and Firms *Quarterly Journal of Economics*” 109, 995–1025.
  - \* Su, Z, Fung, H. Huang, D. Shen, C. (2014). "Cash dividends, expropriation, and political

#### یادداشت‌ها

<sup>1</sup> Soft budget

<sup>2</sup> Economic Rent

<sup>3</sup> Rent Seeking

<sup>4</sup> Crony Economic

<sup>5</sup> Signaling Theory