



## تأثیر ارتباطات سیاسی بر تأمین مالی واحدهای تجاری از طریق تسهیلات بانکی با توجه به نقش استقلال هیئت‌مدیره

رضا جمعی<sup>۱</sup>  
بنیامین عزیزی<sup>۲</sup>

تاریخ دریافت: ۱۳۹۹/۰۴/۱۲ تاریخ پذیرش: ۱۳۹۹/۰۶/۱۶

### چکیده

واحدهای تجاری برای انجام فعالیت‌های خود به منابع مالی نیاز دارند. یکی از راه‌هایی که واحدهای تجاری از طریق آن به تأمین منابع مالی مورد نیاز خود مبادرت می‌ورزند، استفاده از تسهیلات بانکی است. در این پژوهش به بررسی تأثیر ارتباطات سیاسی بر تأمین مالی واحدهای تجاری از طریق تسهیلات بانکی پرداخته شده است. همچنین از متغیر استقلال هیئت‌مدیره به عنوان متغیر تعدیلگر استفاده شده است. این پژوهش به لحاظ هدف، کاربردی و از نظر ماهیت و روش، توصیفی-همبستگی است. به منظور نیل به اهداف پژوهش، نمونه‌ای شامل ۱۲۸ شرکت از شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران به روش حذف سیستماتیک انتخاب و با استفاده از رگرسیون چند متغیره بررسی گردید. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که ارتباطات سیاسی بر تأمین مالی کوتاه‌مدت و بلندمدت واحدهای تجاری از طریق تسهیلات بانکی تأثیر مثبت و معناداری دارد. همچنین نتایج پژوهش نشان داد که حضور اعضای غیرموظف در ترکیب هیئت‌مدیره شرکت‌ها باعث تقویت تأثیر ارتباطات سیاسی بر تأمین مالی کوتاه‌مدت و بلندمدت واحدهای تجاری از طریق تسهیلات بانکی خواهد شد. نتایج پژوهش حاکی از آن است که شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران از حضور افراد سیاسی در ترکیب هیئت‌مدیره خود به‌منظور راهی برای دسترسی آسان‌تر به تسهیلات بانکی بهره می‌جویند. همچنین حضور افراد غیرموظف در ترکیب هیئت‌مدیره نیز به‌عنوان راهی برای جلب اعتماد بانک‌ها موجب تقویت تسهیل تأمین مالی شرکت‌ها خواهد شد.

**واژه‌های کلیدی:** ارتباطات سیاسی، تأمین مالی، تسهیلات بانکی، استقلال هیئت‌مدیره.

۱- گروه حسابداری، دانشکده علوم انسانی و اجتماعی، دانشگاه کردستان، سنندج، ایران، نویسنده مسئول. [frjamei@yahoo.com](mailto:frjamei@yahoo.com)  
۲- کارشناسی ارشد حسابداری، دانشکده علوم انسانی و اجتماعی، دانشگاه کردستان، سنندج، ایران.

## ۱- مقدمه

واحدهای تجاری برای انجام فعالیت‌های خود به منابع مختلفی نیازمندند که یکی از مهم‌ترین آن‌ها منابع مالی است. در سال‌های اخیر با توجه به تحریم‌های شدید علیه اقتصاد کشور و نیز وقوع رکود تورمی بحث تأمین مالی پروژه‌ها و واحدهای تجاری به چالش اصلی اقتصاد کشور تبدیل شده است. برای تأمین مالی واحدهای تجاری، روش‌ها و ابزارهای مختلفی وجود دارد. از جمله این روش‌ها، می‌توان به بازارهای سرمایه، انتشار اوراق قرضه و نیز دریافت تسهیلات بانکی اشاره نمود (زمانی و سهرابی، ۱۳۹۷). یکی از مهم‌ترین وظایف بانک‌ها، تأمین منابع مالی واحدهای تجاری در قالب تسهیلات بانکی کوتاه‌مدت و بلندمدت می‌باشد. بانک‌ها منابع مالی خویش را از محل سپرده‌گذاری مشتریان و انجام سایر فعالیت‌ها تأمین و در قالب تسهیلات در اختیار مشتریان و واحدهای تجاری برای انجام فعالیت‌های اقتصادی قرار می‌دهند.

از سوی دیگر در پژوهش‌های پیشین نشان داده شده است که واحدهای تجاری تمایل زیادی به برقراری ارتباطات نزدیک با دولت دارند، زیرا این روابط مزایای بسیاری نظیر تخفیفات مالیاتی، یارانه‌های دولتی، کاهش تعرفه‌های گمرکی، دسترسی آسان‌تر به اعتبارات و ... را برای واحدهای تجاری در پی دارد (لی و وانگ<sup>۱</sup>، ۲۰۱۷). یکی از مهم‌ترین عوامل تسهیل دریافت تسهیلات بانکی، ارتباطات سیاسی ارکان راهبری واحدهای تجاری می‌باشد (چارمیلند<sup>۲</sup> و همکاران، ۲۰۰۶؛ آکوملیو<sup>۳</sup> و همکاران، ۲۰۱۶؛ لی و وانگ، ۲۰۱۷؛ پنگ<sup>۴</sup> و همکاران، ۲۰۱۷). برقراری ارتباطات سیاسی توسط شرکت‌ها، باعث تسهیل دسترسی به منابع مالی خواهد شد که این امر باعث می‌شود که تصمیمات اعتباردهندگان نیز تحت‌الشعاع قرار گیرد (رضایی و افروزی، ۱۳۹۴). پن و تیان<sup>۵</sup> (۲۰۱۷) و بادآور نهندی و تقی زاده خانقاه (۱۳۹۷)، نیز بیان نمودند که ارتباطات سیاسی می‌تواند باعث کاهش محدودیت‌های تأمین مالی واحدهای تجاری و نیز افزایش سرمایه لازم برای فعالیت‌های سرمایه‌گذاری شود.

یک نظام حاکمیت شرکتی مناسب نیز باعث می‌شود که در سهامداران و وام‌دهندگان به شرکت این اطمینان به وجود آید که شرکت توانایی انجام تعهدات خود را دارد (زمانی و سهرابی، ۱۳۹۷) و باعث شفافیت در فرآیندهای کاری و رعایت حقوق و پاسخگویی در برابر ذینفعان خواهد شد (رضایی و افروزی، ۱۳۹۴). یکی از سازوکارهای مهم نظام حاکمیت شرکتی وجود اعضای غیرموظف در ترکیب هیئت‌مدیره و با به عبارت دیگر استقلال هیئت‌مدیره است. زمانی و سهرابی (۱۳۹۷)، معتقدند که حضور اعضای غیرموظف در ترکیب هیئت‌مدیره موجب کاهش مسئله نمایندگی خواهد شد. مدیران غیر اجرایی به دلیل رویکرد برون‌سازمانی خویش، در افزایش ظرفیت و قابلیت‌های شرکت، نقش مهمی ایفا نموده (پفیفر و سالانسیک<sup>۶</sup>، ۱۹۷۸) و موجب افزایش

شفافیت شرکت نزد بازار و نیز بهبود توانایی شرکت در افزایش وجوه خود می‌شود؛ بنابراین این موضوع، باعث افزایش اعتبار شرکت نزد اعتباردهندگان و تأمین مالی مناسب‌تر خواهد شد (زمانی و سهرابی، ۱۳۹۷). از این‌رو حضور افراد غیرموظف در ترکیب هیئت‌مدیره باعث تسهیل دریافت تسهیلات بانکی می‌شود (پنگ و همکاران، ۲۰۱۷).

با توجه به مطالب بیان‌شده، هدف این پژوهش بررسی تأثیر ارتباطات سیاسی بر تأمین مالی واحدهای تجاری از طریق تسهیلات بانکی می‌باشد. در این پژوهش حضور اعضای غیرموظف در ترکیب هیئت‌مدیره نیز به‌عنوان متغیر تعدیلگر در نظر گرفته شده است.

## ۲- پیشینه نظری پژوهش

از مهم‌ترین تصمیماتی که مدیران شرکت‌ها با آن مواجه‌اند، تصمیمات مربوط به تأمین منابع مالی است (زمانی و سهرابی، ۱۳۹۷). تأمین مالی به فرآیند تأمین منابع مالی برای انجام فعالیت‌ها و نیل به اهداف واحد تجاری اطلاق می‌شود. واحدهای تجاری به شیوه‌های گوناگون تأمین مالی خود را انجام می‌دهند (لاری دشت بیاض و همکاران، ۱۳۹۷) که یکی از مهم‌ترین آن‌ها، استفاده از تسهیلات بانکی است. بانک‌ها برای انجام فعالیت‌های اقتصادی واحدهای تجاری، وام‌های کوتاه‌مدت و بلندمدت در اختیار آن‌ها قرار می‌دهند. عوامل گوناگونی بر تأمین مالی از طریق تسهیلات بانکی مؤثرند. زمانی و سهرابی (۱۳۹۷)، این عوامل را به دو دسته عوامل درونی و برونی تقسیم می‌نمایند. آنان بیان نمودند که عوامل بیرونی از کنترل شرکت و ارکان راهبری آن خارج است که از آن جمله می‌توان به سیاست‌های دولتی و نیز وضعیت اقتصادی کشور اشاره نمود. آنان عوامل درونی را نیز مواردی چون اندازه و سن شرکت، حاکمیت شرکتی، کیفیت گزارشگری مالی و غیره بیان نمودند. یکی از عوامل مؤثر بر تأمین مالی از طریق تسهیلات بانکی، ارتباطات سیاسی اعضای هیئت‌مدیره شرکت می‌باشد (پنگ و همکاران، ۲۰۱۷).

پنگ و همکاران (۲۰۱۷)، ارتباطات سیاسی را در چارچوب ارتباط نزدیک بین واحدهای تجاری و ارکان راهبری آن با احزاب سیاسی، مقامات ارشد دولتی، نظام پارلمانی و سیاستمداران تعریف می‌کنند. فاسیو<sup>۷</sup> (۲۰۰۶)، ارتباطات سیاسی را در سه بعد اقتصادی، اجتماعی و فردی تقسیم‌بندی نمودند. آنان بیان کردند که در بعد اقتصادی دولت، ۵۰ درصد و یا بیش از ۵۰ درصد سهام واحدهای تجاری را در اختیار دارند. آنان سرمایه‌گذاری نهادهای وابسته به دولت در واحدهای تجاری را در بعد اجتماعی قرار می‌دهند. بعد فردی نیز به حضور افرادی از بدنه دولت مانند رئیس‌جمهور، اعضای کابینه، نمایندگان مجلس و غیره در ارکان راهبری واحدهای تجاری (مدیرعامل، اعضای هیئت‌مدیره و ...)، اشاره دارد (اعتمادی و احمدی گورجی، ۱۳۹۶). ادبیات

موجود در مورد مزایای ارتباطات سیاسی توضیحات مختلفی را ارائه داده‌اند که به سه دسته تقسیم می‌شوند: گروه اول در قالب تئوری وابستگی به منابع که توسط پفیر و سالانسیک (۱۹۷۸)، بیان شد، ارائه می‌گردد. در این رویکرد ارتباطات سیاسی دسترسی به منابع کمیاب و باارزش مانند تسهیلات بانکی یا قراردادهای دولتی را تسهیل می‌بخشد. آلن<sup>۸</sup> و همکاران (۲۰۰۶)، بیان می‌کنند که ارتباطات سیاسی خلأهای نهادی را که غالباً در اقتصادهای نوظهور وجود دارد، جبران می‌کند. همچنین ارتباطات سیاسی به شرکت‌ها کمک می‌کند تا با عدم قطعیت‌های موجود در بازارهای مالی مقابله کنند (لی و ژانگ<sup>۹</sup>، ۲۰۰۷) و نوعی پوشش بیمه‌ای در برابر شوک‌های منفی خارجی ایجاد می‌کنند (بلو<sup>۱۰</sup> و همکاران، ۲۰۱۱). گروه دوم نقش سیاستمداران در بازارهای مالی را مورد توجه قرار می‌دهد. بر این اساس ارتباطات سیاسی روشی برای استفاده از منابع واحدهای تجاری برای به دست آوردن یا حفظ حمایت‌های سیاسی محسوب می‌شود (بوباگری<sup>۱۱</sup> و همکاران، ۲۰۰۸). گروه سوم به منافع مدیران از ایجاد ارتباطات سیاسی واحدهای تجاری بازمی‌گردد. ایجاد ارتباطات سیاسی بخش مهمی از سرمایه اجتماعی واحدهای تجاری محسوب می‌شود که توسط مدیران به وجود آمده است که می‌تواند موقعیت رقابتی شرکت‌ها را بهبود ببخشد (لی<sup>۱۲</sup> و همکاران، ۲۰۰۸).

پنگ و همکاران (۲۰۱۷)، بیان می‌کنند که ارتباطات سیاسی می‌تواند باعث بهبود محیط مالی واحدهای تجاری شود. همچنین لی و همکاران (۲۰۰۸) و فان<sup>۱۳</sup> و همکاران (۲۰۰۸)، ارتباطات سیاسی را یکی از مهم‌ترین عوامل تسهیل‌کننده وام‌های بلندمدت بانکی در بازارهای نوظهوری مانند مالزی و پاکستان می‌دانند. فرازر<sup>۱۴</sup> و همکاران (۲۰۰۶)، نیز معتقدند که شرکت‌های دارای ارتباطات سیاسی قوی دسترسی بیشتر و آسان‌تری به منابع مالی مورد نیاز خود دارند. کلاسنس<sup>۱۵</sup> و همکاران (۲۰۰۸)، دسترسی به وام‌های اعتباری را یکی از مهم‌ترین عوامل برقراری ارتباطات سیاسی توسط واحدهای تجاری می‌داند. ارتباطات سیاسی به واحدهای تجاری کمک می‌کنند که با سهولت بیشتری وام‌های بانکی را دریافت نمایند (فان و همکاران، ۲۰۰۸). همچنین ارتباطات سیاسی به‌عنوان یک نقش واسط در نظام اداری باعث کاهش هزینه‌های تأمین مالی و اخذ وام‌های اعتباری خواهد شد (پنگ همکاران، ۲۰۱۷). ارتباطات سیاسی می‌تواند در شرکت‌هایی که نسبت به تصمیمات کلان دولت حساسیت بیشتری نشان می‌دهند، تأثیر بیشتری داشته باشد (لیانگ<sup>۱۶</sup> و همکاران، ۲۰۱۷ و دینگ<sup>۱۷</sup> و همکاران، ۲۰۱۷). پنگ و همکاران (۲۰۱۷)، نقش ارکان راهبری واحدهای تجاری همچون مدیران عامل و اعضای هیئت‌مدیره را بسیار مهم تلقی می‌کند و بیان می‌نماید که آنان از طریق ایجاد ارتباطات سیاسی و بهبود عملکرد واحد دسترسی بیشتری به وام‌های بانکی خواهند داشت.

مهدوی و رضایی (۱۳۹۴)، یکی از ارکان مهم در اداره امور شرکت‌ها به‌ویژه در مورد کنترل و نظارت بر عملکرد مدیران اجرایی و نیز حفاظت از منافع سهامداران را هیئت‌مدیره می‌دانند. پنگ و همکاران (۲۰۱۷)، بیان می‌کنند که حضور اعضای غیرموظف در ترکیب هیئت‌مدیره واحدهای تجاری باعث تسهیل تأمین مالی از طریق وام‌های بانکی می‌شوند. در محیط‌های عملیاتی پیچیده، شبکه‌های ارتباطی مدیران مستقل بر عملکرد بازار تأثیر مثبتی می‌گذارد (پنگ و همکاران، ۲۰۱۷). نگوئین و نیلسن<sup>۱۸</sup> (۲۰۱۰)، ارزش ذاتی مدیران مستقل را بیش از ارزش مهارت‌ها و قابلیت‌های فردی آنان می‌دانند. حضور اعضای غیرموظف در هیئت‌مدیره واحدهای تجاری، باعث می‌شود که بر عملکرد مدیران اجرایی نظارت بیشتر و مؤثرتری صورت گیرد و باعث ایجاد اطمینان در اعتباردهندگان گردد (رضایی و افروزی، ۱۳۹۴). در مناطق با بازارهای مالی کمتر توسعه یافته و نیز سیاست‌های پولی سخت‌گیرانه، مدیران مستقل از طریق برقراری ارتباطات سیاسی، به واحدهای تجاری در به دست آوردن وام‌های بلندمدت و جریان‌های نقدی باثبات کمک می‌نمایند (آکولمبو و همکاران، ۲۰۱۶). در مناطقی که محیط سازمانی ضعیفی دارند، همچنین سرمایه‌ها جزئی و فساد بالاست، واحدهای تجاری نسبت به ریسک تأمین اعتبار آسیب‌پذیرترند و با تنگناهای بیشتری در زنجیره تأمین مالی مواجه‌اند و ریسک مالی آنان افزایش می‌یابد؛ بنابراین این شرکت‌ها به‌منظور تسهیل تأمین اعتبار، استفاده از یارانه‌های دولتی، تخفیفات مالیاتی و ... از مدیران دولتی به‌عنوان اعضای غیرموظف در ترکیب هیئت‌مدیره خود استفاده نمایند (نیگوئین و نیلسن، ۲۰۱۰). حضور مدیران دولتی به‌عنوان اعضای غیرموظف در ترکیب هیئت‌مدیره، باعث ایجاد شبکه‌های ارتباطی (دوالی و پیک<sup>۱۹</sup>، ۲۰۱۰) و تسهیل در تأمین اعتبار بلندمدت خواهد شد (دنگ و همکاران، ۲۰۱۶).

### ۳- پیشینه تجربی پژوهش

بوابکری و همکاران (۲۰۱۲)، در پژوهشی تحت عنوان ارتباطات سیاسی و هزینه حقوق صاحبان سهام نشان دادند که شرکت‌های دارای ارتباطات سیاسی به منابع اعتباری دسترسی آسان‌تری دارند. همچنین ارتباطات سیاسی با تغییر در اهرم و عملکرد عملیاتی همبستگی دارد.

لی و همکاران (۲۰۱۳)، در پژوهشی تحت عنوان ارتباطات دولتی و محدودیت‌های مالی در نمونه‌ای از شرکت‌های بزرگ چینی نشان دادند که انتصاب مدیران اجرایی دولتی در ارکان رهبری شرکت‌ها باعث دسترسی آسان‌تر آنان به تسهیلات بانک‌های دولتی می‌شود. آنان همچنین نشان دادند که در بخشی از شرکت‌های غیردولتی، این ارتباطات دولتی باعث کاهش محدودیت‌های مالی شده است.

لینگ<sup>۲۰</sup> و همکاران (۲۰۱۶)، در پژوهشی تحت عنوان ارتباطات سیاسی، سرمایه‌گذاری بیش از حد و عملکرد شرکت نشان دادند که شرکت‌های با ارتباطات سیاسی قوی، تأمین مالی خود را بیشتر از طریق وام‌های بلندمدت بانکی انجام می‌دهند و سرمایه‌گذاری بیش از حد انجام می‌دهند. همچنین بین ارتباطات سیاسی و بازده دارایی‌ها ارتباط منفی برقرار است.

تسای<sup>۲۱</sup> و همکاران (۲۰۱۶)، در پژوهش خود تغییرات در عرضه وام‌ها را قبل و بعد از بحران مالی سال ۲۰۰۸ بررسی نمودند. آنان نشان دادند که شرکت‌های دارای ارتباطات سیاسی، قبل از سال ۲۰۰۸، وام‌های بانکی را با نرخ پایین‌تری دریافت کرده‌اند درحالی‌که چنین مزیتی به‌طور پیوسته در طول دوره پس از بحران مشاهده نشده است.

پنگ و همکاران (۲۰۱۷)، در پژوهش خود تحت عنوان ارتباطات سیاسی اعضای هیئت‌مدیره و تأمین مالی اعتباری در شرکت‌های خصوصی چینی نشان دادند که ارتباطات سیاسی مدیران غیر اجرایی نسبت به ارتباطات سیاسی مدیران اجرایی نقش مهم‌تری را در به دست آوردن وام‌های بلندمدت ایفا می‌نمایند.

حسن<sup>۲۲</sup> و همکاران (۲۰۱۷)، در پژوهش خود نشان دادند که در کشور لهستان نسبت به اقتصادهای نوظهور بین ارتباطات سیاسی و دسترسی به وام‌های بانکی بلندمدت ارتباط ضعیف‌تری وجود دارد. آنان دلیل احتمالی چنین نتیجه‌ای را عدم ثبات فضای سیاسی لهستان دانستند. آنان همچنین دریافتند که ارزش ارتباطات سیاسی برای شرکت‌های لهستانی از سال ۲۰۰۷ به بعد افزایش یافته است.

تی<sup>۲۳</sup> (۲۰۱۸)، در پژوهشی تحت عنوان بررسی مجدد رابطه بین ارتباطات سیاسی و هزینه بدهی در نمونه‌ای از شرکت‌های مالزیایی نشان داد که ارتباطات سیاسی با هزینه بدهی پایین‌تر در ارتباط است درحالی‌که دوگانگی وظایف مدیرعامل با هزینه بدهی بالاتر در ارتباط است. همچنین حضور اعضای غیرموظف در ترکیب کمیته حسابرسی باعث کاهش هزینه بدهی خواهد شد.

طالب‌نیا و همکاران (۱۳۹۴)، در پژوهشی تحت عنوان اثر تصمیمات تأمین مالی مدیریت بر جریان‌های نقدی، رابطه بین نسبت‌های بدهی و طبقات پنج‌گانه صورت جریان وجه نقد را مورد بررسی قرار دادند. آنان نشان دادند که بین متغیرهای تصمیمات تأمین مالی مدیریت و جریان‌های نقدی سال بعد رابطه معناداری وجود دارد.

جهانشاد و شعبانی (۱۳۹۴)، در پژوهش خود نشان دادند که سرمایه‌گذاران نهادی بر حساسیت جریان‌های نقدی سرمایه‌گذاری تأثیر منفی و معناداری دارند. همچنین آنان نشان دادند که در شرکت‌های دارای محدودیت تأمین مالی، مالکان نهادی بر حساسیت جریان‌های نقدی سرمایه‌گذاری

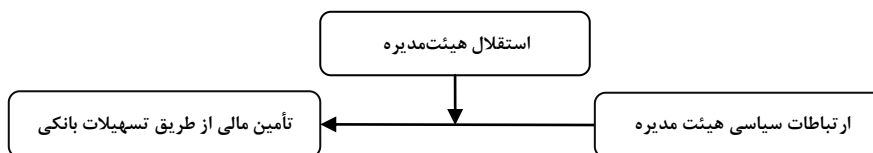
تأثیر منفی و معناداری دارند در حالی که در شرکت‌های فاقد محدودیت‌های تأمین مالی، تأثیر معناداری وجود ندارد.

حساس یگانه و همکاران (۱۳۹۴)، در پژوهش خود تأثیر مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی (تمرکز مالکیت، مالکیت نهادی، اندازه هیئت‌مدیره و استقلال هیئت‌مدیره) را بر میزان جذب بدهی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران بررسی نمودند و نشان دادند که هیچ یک از مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی بر میزان جذب بدهی مؤثر نبوده‌اند. ابراهیمی و همکاران (۱۳۹۵)، در پژوهشی تحت عنوان رابطه بین تصمیمات تأمین مالی با انواع مدیریت سود نشان دادند که بین اهرم مالی و مدیریت اقلام تعهدی به روش‌های جونز و کوتاری و نیز سطح کلی مدیریت سود رابطه منفی و بین اهرم مالی و مدیریت سود واقعی رابطه مثبتی وجود دارد.

اعتمادی و احمدی گورجی (۱۳۹۶)، در پژوهشی به بررسی اثر ارتباط سیاسی بر سرمایه‌گذاری و کاهش محدودیت‌های تأمین مالی در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. آنان نشان دادند که ارتباط سیاسی بر رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌ها مؤثر بوده و سبب کاهش محدودیت جریان تأمین مالی شرکت‌ها شده است.

بادآور نهندی و تقی زاده خانقاه (۱۳۹۷)، در پژوهشی تحت عنوان تأثیر ارتباطات سیاسی بر سرمایه‌گذاری بیشتر از حد و عملکرد شرکت نشان دادند که ارتباطات سیاسی بر سرمایه‌گذاری بیشتر از حد تأثیر مثبتی داشته و بر عملکرد شرکت تأثیر منفی می‌گذارد. زمانی و سهرابی (۱۳۹۷)، در پژوهشی تحت عنوان بررسی اثر حاکمیت شرکتی و کیفیت حسابرسی بر تأمین مالی از طریق وام بانکی در شرکت‌های خصوصی نشان دادند که وجود حاکمیت شرکتی (اندازه هیئت‌مدیره، استقلال هیئت‌مدیره و مالکیت مدیرعامل)، تأثیر مثبت و معناداری بر تأمین مالی از طریق وام بانکی دارد؛ در حالی که کیفیت حسابرسی تأثیری ندارد.

خواجوی و همکاران (۱۳۹۷)، در پژوهش خود رویه‌های اتخاذ شده توسط مدیران ارشد شرکت‌های فعال در صنایع مختلف را به‌منظور تأمین مالی سرمایه در گردش مورد بررسی قرار دادند. آنان از دو مدل SUR و OLS برای نیل به اهداف به پژوهش خود بهره بردند. نتایج پژوهش آنان نشان داد که در مدل SUR شرکت‌ها در صنایع مختلف گام نخست سلسله‌مراتب تأمین مالی یعنی رجوع به وجه نقد درون شرکت را رعایت و سپس در گام‌های بعدی به انتشار حقوق مالکیت و نیز تقبل بدهی رجوع کرده‌اند. در مدل OLS نیز در پنج طبقه‌ی دارویی، غذایی، ماشین‌آلات، معدنی و سیمان، آهک، گچ و سرامیک گام نخست سلسله‌مراتب تأمین مالی رعایت شده است. با توجه به مطالبی که در بخش مبانی نظری و نیز پیشینه پژوهش مورد بررسی قرار گرفت، مدل مفهومی پژوهش به‌صورت زیر است:



شکل ۱- مدل مفهومی پژوهش

(منبع: پنگ و همکاران (۲۰۱۷))

#### ۴- فرضیه‌های پژوهش

یکی از مهم‌ترین عوامل تسهیل دریافت تسهیلات بانکی، ارتباطات سیاسی ارکان راهبری واحدهای تجاری می‌باشد (فرارز و همکاران، ۲۰۰۶؛ چارمیلند و همکاران، ۲۰۰۶؛ فان و همکاران، ۲۰۰۸؛ آکومیلو و همکاران، ۲۰۰۶؛ لی و وانگ، ۲۰۱۷؛ پنگ و همکاران، ۲۰۱۷؛ حسن و همکاران، ۲۰۱۷)؛ بنابراین انتظار بر این است که ارتباطات سیاسی اعضای هیئت‌مدیره بر تأمین مالی واحدهای تجاری از طریق تسهیلات بانکی تأثیر بگذارد و فرضیه‌های اول و دوم به‌صورت زیر تبیین می‌گردد:

**فرضیه اول:** ارتباطات سیاسی بر تأمین مالی واحدهای تجاری از طریق تسهیلات بانکی کوتاه‌مدت مؤثر است.

**فرضیه دوم:** ارتباطات سیاسی بر تأمین مالی واحدهای تجاری از طریق تسهیلات بانکی بلندمدت مؤثر است.

همچنین حضور افراد غیرموظف در ترکیب هیئت‌مدیره، باعث افزایش شفافیت و اعتبار شرکت نزد سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان خواهد شد (زمانی و سهرابی، ۱۳۹۷) و باعث تسهیل تأمین مالی شرکت خواهند شد (نیگوئین و نیلسن، ۲۰۱۰؛ دنگ و همکاران، ۲۰۱۶؛ آکومیلو و همکاران، ۲۰۱۶؛ پنگ و همکاران، ۲۰۱۷)؛ بنابراین انتظار بر این است که حضور اعضای غیرموظف در ترکیب هیئت‌مدیره به‌عنوان یک متغیر تعدیلگر، تأثیر ارتباطات سیاسی هیئت‌مدیره بر تأمین مالی واحدهای تجاری از طریق تسهیلات بانکی را تقویت نماید و فرضیه‌های سوم و چهارم به‌صورت زیر تبیین می‌گردد:

**فرضیه سوم:** استقلال هیئت‌مدیره به‌عنوان متغیر تعدیلگر بر تأثیر ارتباطات سیاسی بر تأمین مالی واحدهای تجاری از طریق تسهیلات بانکی کوتاه‌مدت مؤثر است.

**فرضیه چهارم:** استقلال هیئت‌مدیره به‌عنوان متغیر تعدیلگر بر تأثیر ارتباطات سیاسی بر تأمین مالی واحدهای تجاری از طریق تسهیلات بانکی بلندمدت مؤثر است.



## ۵- روش‌شناسی پژوهش

این پژوهش به لحاظ هدف، کاربردی و از نظر ماهیت و روش، توصیفی-همبستگی است. همچنین از لحاظ زمان انجام پژوهش از نوع پژوهش‌های پس‌رویدادی (غیرتجربی) است و از لحاظ نوع استدلال برای نتیجه‌گیری، جزء پژوهش‌های استقرایی تلقی می‌شود. داده‌های مورد نیاز این پژوهش از اطلاعات واقعی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، نرم‌افزار ره‌آورد نوین و نیز یادداشت‌های توضیحی و گزارش‌های هیئت‌مدیره استخراج گردیده و برای آزمون فرضیه‌ها و گزارش نتایج از نرم‌افزار Eviews استفاده شده است. در این پژوهش جامعه آماری، کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است که با استفاده از روش حذف سیستماتیک نسبت به تعیین حجم نمونه بر اساس معیارهای زیر مبادرت شده است:

(۱) برای رعایت قابلیت مقایسه پذیری، سال مالی منتهی به ۲۹ اسفندماه هر سال در نظر گرفته می‌شود.

(۲) جزء شرکت‌های مالی (مانند بانک‌ها و مؤسسات مالی) و شرکت‌های سرمایه‌گذاری یا شرکت‌های واسطه‌گری مالی نباشد.

(۳) اطلاعات مالی آن‌ها قابل‌دسترس باشد.

(۴) در طی قلمرو زمانی پژوهش تغییر سال مالی نداشته باشد.

(۵) اطلاعات موردنیاز مربوط به متغیرها در دسترس باشد.

لازم به ذکر است که با توجه به نحوه اندازه‌گیری برخی متغیرهای پژوهش، اطلاعات مربوط به سال مالی ۱۳۸۹ نیز در اندازه‌گیری همان متغیرها مورد بررسی قرار گرفته است. با توجه به شرایط ذکرشده نمونه آماری این پژوهش شامل ۱۲۸ شرکت در بازه بین سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۶ می‌باشد.

## ۶- مدل‌ها و متغیرهای پژوهش

در این پژوهش، فرضیه‌ها با توجه به مدل‌های رگرسیونی چند متغیره و نیز داده‌های پانل مورد آزمون قرار می‌گیرند. برای آزمون فرضیه‌های ۱ تا ۴ پژوهش به ترتیب از مدل‌های ۱ تا ۴ (بر اساس الگوی پژوهش پنگ و همکاران، ۲۰۱۷) استفاده می‌شود.

(۱)

$$S Debt = \alpha_0 + \alpha_1 C + \alpha_2 Size + \alpha_3 Tangible + \alpha_4 Profit + \alpha_5 Cash + \alpha_6 Age + \varepsilon_{i,t}$$

(۲)

$$L Debt = \alpha_0 + \alpha_1 C + \alpha_2 Size + \alpha_3 Tangible + \alpha_4 Profit + \alpha_5 Cash + \alpha_6 Age + \varepsilon_{i,t}$$

(۳)

$$S Debt = \alpha_0 + \alpha_1 C + \alpha_2 Bone + \alpha_3 (PC * Bone) + \alpha_4 Size + \alpha_5 Tangible + \alpha_6 Profit + \alpha_7 Cash + \alpha_8 Age + \varepsilon_{i,t}$$

(۴)

$$L Debt = \alpha_0 + \alpha_1 C + \alpha_2 Bone + \alpha_3 (PC * Bone) + \alpha_4 Size + \alpha_5 Tangible + \alpha_6 Profit + \alpha_7 Cash + \alpha_8 Age + \varepsilon_{i,t}$$

با توجه به مدل‌های ارائه شده، متغیرهای پژوهش به شرح زیر است:  
 متغیرهای وابسته: در این پژوهش همانند پژوهش پنگ، ژانگ و ژو (۲۰۱۷)، دو متغیر زیر به‌عنوان متغیرهای وابسته در نظر گرفته شده است: الف) تسهیلات بانکی کوتاه‌مدت (S Debt): این متغیر از تقسیم تسهیلات مالی کوتاه‌مدت بر ارزش دفتری دارایی‌های پایان دوره به دست می‌آید. ب) تسهیلات بانکی بلندمدت (L Debt): این متغیر از تقسیم تسهیلات مالی بلندمدت بر ارزش دفتری دارایی‌های پایان دوره به دست می‌آید.

متغیر مستقل: ارتباطات سیاسی (PC): در این پژوهش همانند پژوهش ابراهیمی، بهرامی نسب و حسن زاده (۱۳۹۶)، از دو معیار بدهی‌های بلندمدت و نیز حضور اعضای وابسته به دولت و سایر ارکان نظام سیاسی در ترکیب هیئت‌مدیره شرکت‌ها استفاده شده است. چنانچه نسبت بدهی‌های بلندمدت به کل بدهی‌های شرکت و نیز نسبت اعضای هیئت‌مدیره وابسته به دولت به کل اعضای هیئت‌مدیره شرکت بیش از میانه سایر شرکت‌ها باشد، به آن‌ها عدد یک تعلق می‌گیرد و در زمره شرکت‌های دارای روابط سیاسی قرار می‌گیرند در غیر این صورت عدد صفر تعلق خواهد گرفت.  
 متغیر تعدیلگر: استقلال هیئت‌مدیره (Bone): در این پژوهش همانند پژوهش زمانی و سهرابی (۱۳۹۷)، این متغیر از تقسیم تعداد اعضای غیرموظف هیئت‌مدیره بر کل اعضای هیئت‌مدیره شرکت حاصل می‌شود.

متغیرهای کنترلی: در این پژوهش همانند پژوهش پنگ، ژانگ و ژو (۲۰۱۷)، متغیرهای کنترلی زیر در نظر گرفته شده و اندازه‌گیری شده‌اند: الف) اندازه شرکت (size): لگاریتم مجموع دارایی‌ها در اول دوره، ب) Tangible: نسبت ارزش خالص دارایی‌های ثابت در ابتدای دوره بر کل دارایی‌ها، ج) Profit: نسبت سود قبل از مالیات بر کل دارایی‌ها. د) Cash: نسبت وجه نقد آغاز دوره بر کل دارایی‌ها؛ و) سن شرکت (Age): لگاریتم تعداد سال‌های حضور شرکت در بورس اوراق بهادار تهران.

## ۷- یافته‌های پژوهش

### ۷-۱- آمار توصیفی

به تلخیص، توصیف و توضیح ویژگی‌های مهم داده‌ها، آمار توصیفی گفته می‌شود. جدول ۴ حاوی شاخص‌هایی برای توصیف متغیرهای پژوهش می‌باشد. با توجه به نتایج به دست آمده، میانگین تسهیلات مالی کوتاه‌مدت ۰/۱۹۸۱ و میانه آن ۰/۱۶۷۶ است که با توجه به بزرگ‌تر بودن میانگین از میانه توزیع داده‌های این متغیر دارای چولگی راست است. انحراف معیار آن نیز ۰/۱۶۸۱ می‌باشد. با توجه به نتایج گزارش شده در جدول، میانگین تسهیلات مالی بلندمدت نیز ۰/۰۳۳۳ و میانه آن صفر می‌باشد که دارای چولگی مثبت است. انحراف این متغیر ۰/۰۷۲۷ می‌باشد. در مورد متغیر ارتباطات سیاسی نیز به دلیل آنکه میانه آن (یک) بزرگ‌تر از میانگین آن (۰/۷۹۷۲) است دارای چولگی چپ بوده و انحراف معیار آن برابر است با ۰/۴۰۲۳. میانگین متغیر استقلال هیئت‌مدیره (۰/۶۶۱۹) از میانه آن (۰/۶۰۰۰) می‌باشد که دارای چولگی راست می‌باشد. انحراف معیار این متغیر نیز برابر با ۰/۱۶۷۵ می‌باشد. آمار توصیفی متغیرهای کنترلی نیز در جدول ۱ قابل مشاهده است.

جدول ۱- آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیرها	تعداد مشاهدات	میانگین	میانه	حداکثر	حداقل	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی
تسهیلات مالی کوتاه‌مدت	۸۹۶	۰/۱۹۸۱	۰/۱۶۷۶	۰/۸۷۳۷	۰/۰۰۰۰	۰/۱۶۸۱	۱/۱۳۱۴	۴/۲۴۶۴
تسهیلات مالی بلندمدت	۸۹۶	۰/۰۳۳۳	۰/۰۰۰۰	۰/۶۸۹۵	۰/۰۰۰۰	۰/۰۷۲۷	۳/۳۷۶۳	۱۷/۴۰۰۰
ارتباطات سیاسی	۸۹۶	۰/۷۹۷۲	۱	۱	۰/۰۰۰۰	۰/۴۰۲۳	-۱/۴۷۸۳	۳/۱۸۵۲
استقلال هیئت‌مدیره	۸۹۶	۰/۶۶۱۹	۰/۶۰۰۰	۱	۰/۲۰۰۰	۰/۱۶۷۵	۰/۰۱۱۳	۲/۴۹۸۳
اندازه شرکت	۸۹۶	۶/۲۰۵۳	۶/۰۹۶۸	۸/۳۰۹۳	۴/۵۶۲۱	۰/۷۰۳۲	۰/۷۶۴۳	۳/۶۰۲۶
نسبت دارایی‌های ثابت اول دوره بر کل دارایی‌ها	۸۹۶	۰/۸۹۱۸	۰/۱۹۴۸	۲/۸۴۰۰	۰/۵۵۰۵	۰/۶۹۵۱	۵/۳۵۶۳	۳۳/۹۲۳۰
نسبت سود قبل از مالیات بر کل دارایی‌ها	۸۹۶	۰/۵۰۹۴	۰/۰۹۸۸	۱/۶۵۰۶	-۲/۷۰۵۶	۱/۹۲۵۰	۶/۴۵۶۵	۵۳/۹۶۱۸
نسبت وجه نقد اول دوره بر کل دارایی‌ها	۸۹۶	۰/۱۸۳۹	۰/۰۲۵۳	۱/۸۶۶	۰/۱۶۰۵	۰/۷۸۷۱	۱۰/۱۴۳۱	۱/۱۸۸۸ ۱۴۵
سن شرکت	۸۹۶	۲/۷۹۹۶	۲/۸۳۳۲	۳/۸۹۱۸	۱/۰۹۸۶	۰/۴۷۵۹	-۰/۰۰۳۵	۳/۲۷۶۹

منبع: یافته‌های پژوهشگر

### ۲-۷- برآورد مدل به روش داده‌های پنل و بررسی مفروضات رگرسیون

در این پژوهش، به دلیل آنکه از الگوی رگرسیون چند متغیره مبتنی بر داده‌های پنل برای آزمون فرضیه‌ها استفاده شده است؛ لذا از آزمون F لیمر برای تعیین نوع روش تخمین (روش داده‌های تلفیقی یا روش داده‌های پنل) و از آزمون H هاسمن نیز برای تعیین نوع الگو (اثرات ثابت یا اثرات تصادفی) استفاده شده است. در آزمون F لیمر، چنانچه سطح معناداری از ۵ درصد کمتر باشد از روش داده‌های پنل در غیر این صورت از روش داده‌های تلفیقی استفاده می‌شود که با توجه به نتایج آزمون نیز که در جدول زیر گزارش شده است، روش داده‌های پنل مورد استفاده قرار گرفته است. در مورد آزمون H هاسمن نیز، چنانچه سطح معناداری از ۵ درصد کمتر باشد از مدل اثرات ثابت و در غیر این صورت از مدل اثرات تصادفی استفاده می‌شود. با توجه به نتایج ارائه شده در جدول زیر و مقدار سطح معناداری که از ۵ درصد کمتر است از مدل اثرات ثابت استفاده شده است.

جدول ۲- نتایج آزمون F لیمر و H هاسمن

شماره فرضیه	F لیمر			H هاسمن	
	آماره	معناداری	مدل	آماره	احتمال
فرضیه ۱	۳/۰۳۶۱	۰/۰۰۰۰	پنل	۲۴/۱۲۹۸	۰/۰۰۰۴
فرضیه ۲	۲/۷۴۶۳	۰/۰۰۰۰	پنل	۴۳/۰۸۰۶	۰/۰۰۰۰
فرضیه ۳	۱۰/۰۹۰۷	۰/۰۰۰۰	پنل	۷/۱۴۹۰	۰/۰۰۷۳
فرضیه ۴	۲/۴۴۲۳	۰/۰۰۰۰	پنل	۷/۲۴۶۶	۰/۰۱۰۳

منبع: یافته‌های پژوهشگر

### ۳-۷- آزمون فرضیه‌ها

فرضیه ۱) در فرضیه اول بیان شده است که ارتباطات سیاسی شرکت‌ها بر تأمین مالی واحدهای تجاری از طریق تسهیلات بانکی کوتاه‌مدت مؤثر است. نتایج حاصل از تحلیل فرضیه ۱ در جدول ۳ آمده است. با توجه به نتایج به دست آمده، به‌منظور اطمینان از این موضوع که همبستگی بین متغیرهای مستقل، اثر نامطلوبی بر نتایج پژوهش خواهد گذاشت یا نه عامل تورم واریانس محاسبه شده است. با توجه به اینکه عامل تورم واریانس برای تمامی متغیرهای از ۱۰ کمتر است، نتیجه می‌گیریم که وجود همخطی، مشکلی برای نتیجه‌گیری بر مبنای مدل ایجاد نخواهد کرد. همچنین برای بررسی استقلال متغیرها و باقیمانده‌ها از آزمون دوربین واتسون استفاده شده است. با توجه به اینکه مقدار آماره دوربین واتسون ۲/۰۵۸۱ بوده و در بازه ۱/۵ تا ۲/۵ قرار دارد؛ نتیجه می‌گیریم که در پسماندها همبستگی سریالی وجود ندارد. ضریب تعیین به دست آمده نشان می‌-

دهد که ۶۶ درصد از تغییرات متغیر وابسته به وسیله متغیر مستقل و متغیرهای کنترلی توضیح داده می‌شود. به منظور اطمینان از صحت ضریب تعیین محاسبه شده نیز از ضریب تعیین تعدیل شده استفاده می‌شود که مقدار آن برابر با ۵۹ درصد است. با توجه به اختلاف پایین بین ضریب تعیین و ضریب تعیین تعدیل شده نتیجه می‌گیریم که متغیرهای انتخابی برای تخمین مدل به درستی انتخاب شده‌اند. برای بررسی معنادار بودن مدل رگرسیونی از احتمال آماره F در سطح خطای ۵ درصد استفاده شده است. با توجه به نتیجه به دست آمده (۱۰/۵۴۹۸) با معناداری (۰/۰۰۰۰) نتیجه می‌گیریم که الگوی انتخاب شده از معناداری مناسبی برخوردار است. به منظور بررسی معنادار بودن ضرایب همبستگی نیز از احتمال آماره t در سطح ۵ درصد استفاده شده است. نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول نشان می‌دهد که متغیر ارتباطات سیاسی (با ضریب ۰/۰۱۵۸ در سطح معناداری ۰/۰۱۸۹ که از ۵ درصد پایین‌تر است)، بر متغیر تأمین مالی از طریق تسهیلات بانکی کوتاه‌مدت تأثیر مثبت و معناداری دارد؛ بنابراین فرضیه اول در سطح اطمینان ۹۵ درصد تأیید می‌شود. در مورد متغیرهای کنترلی نیز نشان داده شده است که هیچ‌کدام از متغیرهای کنترلی تأثیر معناداری بر متغیر وابسته ندارند زیرا سطح معناداری آن‌ها از ۵ درصد بیشتر است.

جدول ۳- نتایج تخمین فرضیه اول

متغیرهای توضیحی	ضرایب تخمین	خطای استاندارد	t سطح آماره	سطح معناداری	عامل تورم واریانس
عرض از مبدأ	۰/۲۳۵۰	۰/۰۶۷۱	۳/۴۹۹۹	۰/۰۰۰۵	-
ارتباطات سیاسی	۰/۰۱۵۸	۰/۰۰۶۷	۲/۳۵۲۴	۰/۰۱۸۹	۱/۰۰۹۳
اندازه شرکت	۰/۰۰۲۳	۰/۰۰۵۶	۰/۴۱۷۳	۰/۶۷۶۶	۱/۳۲۴۰
نسبت دارایی‌های ثابت اول دوره بر کل دارایی‌ها	-۰/۰۰۰۶	۰/۰۰۰۵	-۱/۰۷۴۰	۰/۲۸۳۲	۱/۶۰۱۰
نسبت سود قبل از مالیات بر کل دارایی‌ها	۰/۰۰۱۲	۰/۰۰۱۰	۱/۲۴۷۷	۰/۲۱۲۵	۱/۰۴۶۷
نسبت وجه نقد اول دوره بر کل دارایی‌ها	-۰/۰۰۲۷	۰/۰۰۴۳	-۰/۶۲۶۰	۰/۵۳۱۵	۱/۵۸۱۰
عمر شرکت	-۰/۰۲۲۲	۰/۰۱۴۱	-۱/۵۷۰۶	۰/۱۱۶۷	۱/۲۶۳۶
ضریب تعیین	۰/۶۵۵۶				
ضریب تعیین تعدیل‌شده	۰/۵۹۳۴				
دوربین واتسون	۲/۰۵۸۱				
آماره F	۱۰/۵۴۹۸				
احتمال (آماره F)	۰/۰۰۰۰				

منبع: یافته‌های پژوهشگر

فرضیه ۲) در فرضیه دوم بیان شده است که ارتباطات سیاسی شرکت‌ها بر تأمین مالی واحدهای تجاری از طریق تسهیلات بانکی بلندمدت مؤثر است. نتایج حاصل از تحلیل فرضیه ۲ در جدول ۴ آمده است. با توجه به نتایج نشان داده شده در جدول ۴، مقدار عامل تورم واریانس برای تمامی متغیرها از ۱۰ کمتر می‌باشد. مقدار آماره دوربین واتسون (۱/۹۰۸۹) در بازه ۱/۵ تا ۲/۵ قرار دارد. ضریب تعیین به دست آمده نشان می‌دهد که تقریباً ۳۹ درصد تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل و کنترلی توضیح داده می‌شود. همچنین مقدار ضریب تعیین تعدیل شده نیز برابر با ۳۴ درصد و اختلاف آن با ضریب تعیین به دست آمده پایین است. با توجه به آماره  $F$  (۳/۵۴۴۷) و نیز سطح معناداری آن (۰/۰۰۰۰)، نتیجه می‌گیریم که الگوی انتخاب شده از معناداری مناسبی برخوردار است. همچنین به منظور بررسی معنادار بودن ضرایب همبستگی از احتمال آماره  $t$  در سطح ۵ درصد استفاده شده است. نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم نشان می‌دهد که متغیر ارتباطات سیاسی (با ضریب ۰/۰۱۸۶ در سطح معناداری ۰/۰۰۰۹ که از ۵ درصد پایین‌تر است)، بر متغیر تأمین مالی از طریق تسهیلات بانکی بلندمدت تأثیر مثبت و معناداری دارد؛ بنابراین فرضیه دوم نیز در سطح اطمینان ۹۵ درصد تأیید می‌شود. با توجه به نتایج به دست آمده متغیر کنترلی اندازه شرکت (با ضریب ۰/۰۰۲۱ در سطح معناداری ۰/۰۱۶۴ که از ۵ درصد پایین‌تر است)، تأثیر مثبت و معناداری بر متغیر وابسته دارد. متغیر عمر شرکت نیز (با ضریب ۰/۰۱۱۴ - در سطح معناداری ۰/۰۰۱۶ که از ۵ درصد پایین‌تر است)، بر متغیر وابسته تأثیر منفی و معناداری دارد. سایر متغیرهای کنترلی نیز بر متغیر وابسته تأثیر معناداری ندارند زیرا سطح معناداری‌شان از ۵ درصد بالاتر است.

جدول ۴- نتایج تخمین فرضیه دوم

متغیرهای توضیحی	ضرایب تخمین	خطای استاندارد	t سطح آماره	سطح معناداری	عامل تورم واریانس
عرض از مبدأ	۰/۰۳۵۲	۰/۰۱۰۵	۳/۳۵۳۷	۰/۰۰۰۸	-
ارتباطات سیاسی	۰/۰۱۸۶	۰/۰۰۵۵	۳/۳۴۵۴	۰/۰۰۰۹	۱/۰۴۰۰
اندازه شرکت	۰/۰۰۲۱	۰/۰۰۰۹	۲/۴۰۵۴	۰/۰۱۶۴	۱/۲۳۸۷
نسبت دارایی‌های ثابت اول دوره بر کل دارایی‌ها	-۰/۰۰۰۶	۰/۰۰۰۴	-۱/۶۰۴۹	۱/۱۰۸۹	۱/۶۴۴۰
نسبت سود قبل از مالیات بر کل دارایی‌ها	-۰/۰۰۰۴	۰/۰۰۰۳	-۱/۳۷۱۳	۰/۱۷۰۷	۱/۰۶۴۵
نسبت وجه نقد اول دوره بر کل دارایی‌ها	-۰/۰۰۱۰	۰/۰۰۳۰	-۰/۳۱۱۵	۰/۷۵۵۵	۱/۶۱۲۵
عمر شرکت	-۰/۰۱۱۴	۰/۰۰۳۶	-۳/۱۷۱۱	۰/۰۰۱۶	۱/۰۷۲۵
ضریب تعیین	۰/۳۹۱۱				

متغیرهای توضیحی	ضرایب تخمین	خطای استاندارد	t سطح آماره	سطح معناداری	عامل تورم واریانس
ضریب تعیین تعدیل شده			۰/۳۴۰۸		
دوربین واتسون			۱/۹۰۸۹		
آماره F			۳/۵۴۴۷		
احتمال (آماره F)			۰/۰۰۰۰		

منبع: یافته‌های پژوهشگر

فرضیه ۳) در فرضیه سوم بیان شده است که استقلال هیئت‌مدیره به‌عنوان متغیر تعدیلگر بر تأثیر ارتباطات سیاسی شرکت‌ها بر تأمین مالی واحدهای تجاری از طریق تسهیلات بانکی کوتاه‌مدت مؤثر است. نتایج حاصل از تحلیل فرضیه ۳ در جدول ۵ آمده است. با توجه به نتایج نشان داده شده در جدول ۵، مقدار عامل تورم واریانس برای تمامی متغیرها از ۱۰ کمتر می‌باشد. مقدار آماره دوربین واتسون (۲/۰۷۱۴) در بازه ۱/۵ تا ۲/۵ قرار دارد. ضریب تعیین به دست آمده نشان می‌دهد که تقریباً ۶۰ درصد تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل و کنترلی توضیح داده می‌شود. همچنین مقدار ضریب تعیین تعدیل شده نیز برابر با ۵۳ درصد و اختلاف آن با ضریب تعیین به دست آمده پایین است. با توجه به آماره F (۸/۲۳۹۵) و نیز سطح معناداری آن (۰/۰۰۰۰)، نتیجه می‌گیریم که الگوی انتخاب شده از معناداری مناسبی برخوردار است. همچنین به‌منظور بررسی معنادار بودن ضرایب همبستگی از احتمال آماره t در سطح ۵ درصد استفاده شده است. نتایج حاصل از آزمون فرضیه سوم نشان می‌دهد که متغیر ارتباطات سیاسی (با ضریب ۰/۰۱۹۷ در سطح معناداری ۰/۰۰۳۴ که از ۵ درصد پایین‌تر است)، بر متغیر تأمین مالی از طریق تسهیلات بانکی بلندمدت تأثیر مثبت و معناداری دارد. متغیر استقلال هیئت‌مدیره نیز (با ضریب ۰/۰۸۳۹ در سطح معناداری ۰/۰۲۳۳ که از ۵ درصد پایین‌تر است)، بر متغیر تأمین مالی از طریق تسهیلات بانکی کوتاه‌مدت تأثیر مثبت و معناداری دارد. با اعمال متغیر تعدیلگر استقلال هیئت‌مدیره، متغیر تعدیلگر دیگری تحت عنوان ارتباطات سیاسی \* استقلال هیئت‌مدیره وارد مدل می‌شود. این متغیره ایجاد شده نیز (با ضریب ۰/۰۰۶۳ در سطح معناداری ۰/۰۴۲۹ که از ۵ درصد پایین‌تر است)، تأثیر مثبت و معناداری بر متغیر وابسته دارد؛ به عبارت دیگر حضور اعضای غیرموظف در ترکیب هیئت‌مدیره تأثیر مثبت و معنادار متغیر ارتباطات سیاسی بر متغیر تأمین مالی از طریق تسهیلات بانکی کوتاه‌مدت را تقویت می‌نماید؛ بنابراین فرضیه سوم در سطح اطمینان ۹۵ درصد تأیید می‌گردد. در مورد متغیرهای کنترلی نیز نشان داده شده است که هیچ‌کدام از

متغیرهای کنترلی تأثیر معناداری بر متغیر وابسته ندارند زیرا سطح معناداری آن‌ها از ۵ درصد بیشتر است.

جدول ۵- نتایج تخمین فرضیه سوم

متغیرهای توضیحی	ضرایب تخمین	خطای استاندارد	t سطح آماره	سطح معناداری	عامل تورم واریانس
عرض از مبدأ	۰/۲۹۳۶	۰/۰۹۶۶	۳/۰۳۹۸	۰/۰۰۲۵	-
ارتباطات سیاسی	۰/۰۱۹۷	۰/۰۶۵۶	۰/۳۰۱۱	۰/۰۰۳۴	۷/۵۲۴۴
استقلال هیئت‌مدیره	۰/۰۸۳۹	۰/۰۸۴۹	۰/۹۸۸۳	۰/۰۲۳۳	۳/۸۷۰۵
ارتباطات سیاسی * استقلال هیئت‌مدیره	۰/۰۰۶۳	۰/۱۰۶۶	۰/۰۵۹۰	۰/۰۴۲۹	۹/۸۹۲۴
اندازه شرکت	۰/۰۰۳۲	۰/۰۰۵۸	۰/۵۶۰۷	۰/۵۷۵۲	۱/۲۴۶۵
نسبت دارایی‌های ثابت اول دوره بر کل دارایی‌ها	-۰/۰۰۱۴	۰/۰۰۰۸	-۱/۸۱۸۴	۰/۰۶۹۴	۱/۶۴۳۳
نسبت سود قبل از مالیات بر کل دارایی‌ها	۰/۰۰۱۶	۰/۰۰۱۰	۱/۵۴۷۶	۰/۱۲۲۱	۱/۰۶۵۶
نسبت وجه نقد اول دوره بر کل دارایی‌ها	۰/۰۰۰۶	۰/۰۰۴۷	۰/۱۱۹۸	۰/۹۰۴۷	۱/۵۲۴۲
عمر شرکت	-۰/۰۲۵۲	۰/۰۱۷۱	-۱/۴۷۴۷	۰/۱۴۰۷	۱/۰۹۱۵
ضریب تعیین			۰/۶۰۲۱		
ضریب تعیین تعدیل‌شده			۰/۵۲۹۰		
دوربین واتسون			۲/۰۷۱۴		
آماره F			۸/۲۳۹۵		
احتمال (آماره F)			۰/۰۰۰۰		

منبع: یافته‌های پژوهشگر

فرضیه ۴) در فرضیه چهارم بیان شده است که استقلال هیئت‌مدیره به‌عنوان متغیر تعدیلگر بر تأثیر ارتباطات سیاسی شرکت‌ها بر تأمین مالی واحدهای تجاری از طریق تسهیلات بانکی بلندمدت مؤثر است. نتایج حاصل از تحلیل فرضیه ۴ در جدول ۶ آمده است. با توجه به نتایج نشان داده شده در جدول ۶، مقدار عامل تورم واریانس برای تمامی متغیرها از ۱۰ کمتر می‌باشد. مقدار آماره دوربین واتسون (۱/۹۰۶۰) در بازه ۱/۵ تا ۲/۵ قرار دارد. ضریب تعیین به دست آمده نشان می‌دهد که تقریباً ۳۹ درصد تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل و کنترلی توضیح داده می‌شود. همچنین مقدار ضریب تعیین تعدیل شده نیز برابر با ۳۳ درصد و اختلاف آن با ضریب تعیین به دست آمده پایین است. با توجه به آماره F (۳/۴۶۲۵) و نیز سطح معناداری آن (۰/۰۰۰۰)، نتیجه می‌گیریم که الگوی انتخاب شده از معناداری مناسبی برخوردار است. همچنین به‌منظور بررسی



معنادار بودن ضرایب همبستگی از احتمال آماره  $t$  در سطح ۵ درصد استفاده شده است. نتایج حاصل از آزمون فرضیه سوم نشان می‌دهد که متغیر ارتباطات سیاسی (با ضریب ۰/۰۰۱۳ در سطح معناداری ۰/۰۱۸۴ که از ۵ درصد پایین‌تر است)، بر متغیر تأمین مالی از طریق تسهیلات بانکی بلندمدت تأثیر مثبت و معناداری دارد. متغیر استقلال هیئت‌مدیره نیز (با ضریب ۰/۰۳۸۸ در سطح معناداری ۰/۰۰۰۱ که از ۵ درصد پایین‌تر است)، بر متغیر تأمین مالی از طریق تسهیلات بانکی بلندمدت تأثیر مثبت و معناداری دارد. با اعمال متغیر تعدیلگر استقلال هیئت‌مدیره، متغیر تعدیلگر دیگری تحت عنوان ارتباطات سیاسی \* استقلال هیئت‌مدیره وارد مدل می‌شود. این متغیره ایجاد شده نیز (با ضریب ۰/۰۳۲۶ در سطح معناداری ۰/۰۰۰۱ که از ۵ درصد پایین‌تر است)، تأثیر مثبت و معناداری بر متغیر وابسته دارد؛ به عبارت حضور اعضای غیرموظف در ترکیب هیئت‌مدیره دیگر تأثیر مثبت و معنادار متغیر ارتباطات سیاسی هیئت‌مدیره بر متغیر تأمین مالی از طریق تسهیلات بانکی بلندمدت را تقویت می‌نماید؛ بنابراین فرضیه چهارم در سطح اطمینان ۹۵ درصد تأیید می‌گردد. متغیر کنترلی اندازه شرکت (با ضریب ۰/۰۰۲۳ در سطح معناداری ۰/۰۰۰۰) بر متغیر وابسته تأثیر مثبت و معناداری دارد. متغیرهای نسبت دارایی‌های ثابت اول دوره بر کل دارایی‌ها (با ضریب ۰/۰۰۰۷- در سطح معناداری ۰/۰۰۰۳)، نسبت سود قبل از مالیات بر کل دارایی‌ها (با ضریب ۰/۰۵۰۴- در سطح معناداری ۰/۰۰۰۰) و عمر شرکت (۰/۰۱۱۰- در سطح معناداری ۰/۰۰۰۰) بر متغیر وابسته تأثیر منفی و معناداری دارند. متغیر نسبت وجه نقد اول دوره بر کل دارایی‌ها بر متغیر وابسته تأثیر معناداری ندارد زیرا سطح معناداری آن از ۵ درصد بیشتر است.

جدول ۶- نتایج تخمین فرضیه چهارم

متغیرهای توضیحی	ضرایب تخمین	خطای استاندارد	t سطح آماره	سطح معناداری	عامل تورم واریانس
عرض از مبدأ	۰/۰۵۷۲	۰/۰۰۸۹	۶/۴۰۷۷	۰/۰۰۰	-
ارتباطات سیاسی	۰/۰۰۱۳	۰/۰۰۷۷	۰/۱۶۵۷	۰/۰۱۸۴	۷/۲۳۰۷
استقلال هیئت‌مدیره	۰/۰۳۸۸	۰/۰۰۹۹	۳/۹۰۹۲	۰/۰۰۰۱	۳/۸۹۲۱
ارتباطات سیاسی * استقلال هیئت‌مدیره	۰/۰۳۲۶	۰/۰۰۸۳	۳/۹۰۹۲	۰/۰۰۰۱	۹/۷۴۶۷
اندازه شرکت	۰/۰۰۲۳	۰/۰۰۰۵	۴/۴۰۱۲	۰/۰۰۰۰	۱/۲۳۸۰
نسبت دارایی‌های ثابت اول دوره بر کل دارایی‌ها	-۰/۰۰۰۷	۰/۰۰۰۲	-۳/۶۵۳۸	۰/۰۰۰۳	۱/۶۳۷۳
نسبت سود قبل از مالیات بر کل دارایی‌ها	-۰/۰۵۰۴	۰/۰۰۹۶	-۵/۲۱۷۸	۰/۰۰۰۰	۱/۰۴۷۷
نسبت وجه نقد اول دوره بر کل دارایی‌ها	۰/۰۰۰۶	۰/۰۰۹۲	۰/۰۷۰۰	۰/۹۴۴۲	۱/۶۲۰۷
عمر شرکت	-۰/۰۱۱۰	۰/۰۰۱۷	-۶/۴۱۹۰	۰/۰۰۰۰	۱/۷۷۲۸

متغیرهای توضیحی	ضرایب تخمین	خطای استاندارد	t سطح آماره	سطح معناداری	عامل تورم واریانس
ضریب تعیین			۰/۳۸۹۷		
ضریب تعیین تعدیل‌شده			۰/۳۲۷۱		
دوربین واتسون			۱/۹۰۶۰		
آماره F			۳/۴۶۲۵		
احتمال (آماره F)			۰/۰۰۰۰		

منبع: یافته‌های پژوهشگر

## ۸- بحث و نتیجه‌گیری

در سال‌های اخیر، با توجه به تحریم‌های اقتصادی و مواجهه واحدهای تجاری با کمبود منابع مالی، تأمین مالی پروژه‌ها و واحدهای تجاری به یکی از چالش‌های اقتصادی کشور تبدیل شده است. از سوی دیگر روش‌های گوناگونی برای تأمین مالی واحدهای تجاری وجود دارد که یکی از مهم‌ترین آن‌ها استفاده از تسهیلات بانکی می‌باشد. پفیر و سالانسیک (۱۹۷۸)، بیان نمودند که با توجه به تئوری وابستگی به منابع، هر سازمانی برای بقا و شکوفایی باید ارتباطاتی را بیابد که دسترسی به منابع اصلی را تسهیل کند. از منظر نظریه‌های جامعه‌شناسی همچون نظریه سرمایه اجتماعی (بورديو، ۱۹۸۶) و وابستگی به منابع (پفیر و سالانسیک، ۱۹۷۸)، شبکه‌های ارتباط اجتماعی مانند ترکیب اعضای هیئت‌مدیره می‌تواند ابزاری مناسب برای دسترسی به منابع خارجی باشد (هیلمن و همکاران، ۲۰۰۹). همچنین برخی دیگر ارتباطات سیاسی هیئت‌مدیره را باعث تسهیل دسترسی به منابع مورد نیاز واحدهای تجاری برای بقا و تحقق استراتژی‌ها و اهداف خود معرفی کردند. در این پژوهش تأثیر ارتباطات سیاسی بر تأمین مالی واحدهای تجاری از طریق تسهیلات بانکی در شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۶ بررسی شده است. همچنین در این پژوهش از متغیر استقلال هیئت‌مدیره به‌عنوان متغیر تعدیلگر استفاده شده است. نتایج حاصل از پژوهش نشان می‌دهد که ارتباطات سیاسی تأثیر مثبت و معناداری بر تأمین مالی کوتاه‌مدت و بلندمدت واحدهای تجاری از طریق تسهیلات بانکی می‌گذارد که با تئوری وابستگی به منابع و سرمایه اجتماعی و نیز نتایج پژوهش‌های چارمیلند و همکاران (۲۰۰۶)، لی و همکاران (۲۰۰۸)، فان و همکاران (۲۰۰۸)، بوباکری و همکاران (۲۰۱۲)، لی و همکاران (۲۰۱۳)، آکومیلو و همکاران (۲۰۱۶)، لینگ و همکاران (۲۰۱۶)، لی و وانگ (۲۰۱۷)، پنگ و همکاران (۲۰۱۷)، حسن و همکاران (۲۰۱۷)، تی (۲۰۱۸) و اعتمادی و احمدی گورجی (۱۳۹۶)، مطابقت دارد. نتایج پژوهش حاکی از آن است که حضور افراد سیاسی در ترکیب اعضای هیئت‌مدیره باعث

تسهیل تأمین مالی شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران از طریق تسهیلات بانکی می‌شود. در این پژوهش نشان داده شد که متغیر استقلال هیئت‌مدیره بر تأمین مالی واحدهای تجاری از طریق تسهیلات بانکی تأثیر مثبت و معناداری دارد که با نتایج پژوهش‌های نیگوئین و نیلسن (۲۰۱۰)، دنگ و همکاران (۲۰۱۶) و زمانی و سهرابی (۱۳۹۷) مطابقت دارد اما با نتایج پژوهش حساس یگانه و همکاران (۱۳۹۴) مطابقت ندارد. با توجه به اینکه استقلال هیئت‌مدیره باعث افزایش شفافیت شرکت نزد بازار شده و اعتماد و اطمینان اعتباردهندگان را جلب می‌نماید بر تأمین مالی از طریق تسهیلات بانکی تأثیر مثبت و معناداری داشت. همچنین متغیر استقلال هیئت‌مدیره تأثیر مثبت ارتباطات سیاسی بر تأمین مالی کوتاه‌مدت و بلندمدت واحدهای تجاری از طریق تسهیلات بانکی را تقویت می‌نماید که با پژوهش پنگ و همکاران (۲۰۱۷)، مطابقت دارد. نتایج پژوهش حاکی از آن است که در شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران که از ایجاد ارتباطات سیاسی برای تأمین مالی خود از طریق تسهیلات بانکی استفاده می‌نمایند حضور مدیران غیرموظف در ترکیب اعضای هیئت‌مدیره به نوعی باعث ایجاد اعتماد و اطمینان در اعتباردهندگان می‌شود و این اعضا از ارتباطات سیاسی خود برای افزایش شهرت، اعتبار و فرصت توسعه شرکت‌ها استفاده می‌نمایند. با توجه به نتایج پژوهش پیشنهادهای زیر ارائه می‌گردد:

الف) با توجه تئوری وابستگی به منابع و نیز نتایج پژوهش به شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران پیشنهاد می‌شود که از مزایای ایجاد ارتباطات سیاسی همچون سهولت در تأمین منابع مالی و ... به‌منظور افزایش عملکرد و ارزش شرکت استفاده نمایند. همچنین با افزایش و تقویت مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی به‌ویژه حضور اعضای غیرموظف در ترکیب هیئت‌مدیره خود، باعث جلب اعتماد سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان شده و از سایر مزایای حضور این افراد استفاده نمایند.

ب) با توجه به اینکه یکی از محدودیت‌های اصلی این پژوهش، عدم دسترسی به بانک اطلاعاتی مستقل از شرکت‌های دارای ارتباطات سیاسی و نیز تفکیک شرکت‌های دولتی از خصوصی بود که باعث کاهش نمونه مورد بررسی نیز شد، به سازمان بورس اوراق بهادار تهران پیشنهاد می‌شود که سازوکاری را فراهم نمایند که دسترسی پژوهشگران به این اطلاعات با سهولت بیشتری امکان‌پذیر باشد.

## فهرست منابع

- ۱) ابراهیمی، سید کاظم، علی بهرامی نسب و منصور احمدی مقدم، (۱۳۹۵)، "رابطه بین تصمیمات تأمین مالی با انواع مدیریت سود"، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، ۸(۳۰)، صص ۸۳-۱۰۲.
- ۲) ابراهیمی، سید کاظم، علی بهرامی نسب و مهدی حسن‌زاده، (۱۳۹۶)، "واکاوی کیفیت گزارشگری مالی و اجتناب مالیاتی در پرتو مالکیت دولتی و ارتباطات سیاسی"، مدیریت سازمان‌های دولتی، ۵(۲)، صص ۱۵۱-۱۶۶.
- ۳) اعتمادی، حسین و جلیل احمدی گورجی، (۱۳۹۶)، "بررسی اثر ارتباط سیاسی بر سرمایه‌گذاری و کاهش محدودیت‌های تأمین مالی در بورس اوراق بهادار تهران"، تحقیقات حسابداری و حسابرسی، ۹(۲)، صص ۴-۲۳.
- ۴) بادآور نهندی، یونس و وحید تقی زاده خانقاه، (۱۳۹۷)، "تأثیر ارتباطات سیاسی بر سرمایه‌گذاری بیش از حد و عملکرد شرکت"، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۲۵(۲)، صص ۱۸۱-۱۹۶.
- ۵) جهانشاد، آریتا و داود شعبانی، (۱۳۹۴)، "تأثیر محدودیت در تأمین مالی بر رابطه سرمایه‌گذاران نهادی و حساسیت جریان نقدی سرمایه‌گذاری"، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، ۷(۲۷)، صص ۳۹-۵۶.
- ۶) حساس یگانه، یحیی، کیوان شیخی، اسماعیل درگاهی و سیدمهدی پارچینی پارچین، (۱۳۹۴)، "تأثیر مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی بر میزان جذب بدهی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران"، پژوهش‌های حسابداری مالی، ۷(۳)، صص ۱-۱۶.
- ۷) خواجهی، شکرالله، اکرم فتحعلی و علیرضا پور گودرزی، (۱۳۹۷)، "مدیران ارشد شرکت‌های فعال در صنایع مختلف برای تأمین مالی سرمایه در گردش چه رویه‌ای اتخاذ می‌کنند؟"، فصلنامه تحقیقات مالی، ۲۰(۴)، صص ۴۸۹-۵۰۸.
- ۸) رضایی، فرزین و لیلا افروزی، (۱۳۹۴)، "رابطه هزینه بدهی با حاکمیت شرکتی در شرکت‌های دارای ارتباطات سیاسی"، پژوهش حسابداری، ۱۶(۱)، صص ۸۵-۱۱۲.
- ۹) زمانی، زهرا و زهرا سهرابی، (۱۳۹۷)، "بررسی اثر حاکمیت شرکتی و کیفیت حسابرسی بر تأمین مالی از طریق وام بانکی در شرکت‌های خصوصی"، مدیریت دارایی و تأمین مالی، ۶(۳)، صص ۱۳۳-۱۴۶.

۱۰) طالب نیا، قدرت‌اله، مهدی دسینه و فاطمه مریدی، (۱۳۹۴)، "اثر تصمیمات تأمین مالی مدیریت بر جریان‌های نقدی"، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، ۷(۲۶)، صص ۸۷-۱۰۶.

۱۱) لاری دشت بیاض، محمود، مهدی صالحی و مریم سخاوت پور، (۱۳۹۷)، "بررسی رابطه محدودیت مالی، ساختار دارایی‌ها و تأمین مالی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران"، مدیریت دارایی و تأمین مالی، ۶(۱)، صص ۱۸۱-۱۹۶.

۱۲) مهدوی، غلامحسین و غلامرضا رضایی، (۱۳۹۴)، "بررسی اثرهای ساختار هیئت‌مدیره بر محدودیت در تأمین مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده بورس اوراق بهادار تهران"، تحقیقات مالی، ۱۱(۱)، صص ۱۷۹-۱۹۸.

- 13) Acemoglu, D., S. Johnson, A. Kermani, J. Kwak, and T. Mitton. (2016), "The Value of Connections in Turbulent Times: Evidence from the United States", *Journal of Financial Economics*, 121, PP. 368–391.
- 14) Allen, F., Bartiloro, L., Kowalewski, O., (2006), "The Financial System of the EU 25. In: Liebscher, K., Christl, J., Mooslechner, P. (Eds.)", *Financial Development, Integration and Stability in Central, Eastern and South-eastern Europe*. Edward Elgar, Cheltenham, pp. 80e104.
- 15) Blau, B.M., Brough, T., Thomas, D.W., (2011), "Corporate Lobbying, Political Connections, and the 2008 Troubled Asset Relief Program", Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract/41878653> <https://doi.org/10.2139/ssrn.1878653>.
- 16) Boubakri, N., Guedhami, O., Mishra, D., Saffar, W. (2012), "Political Connections and the Cost of Equity Capital", *Journal of Corporate Finance*, 18 (3), PP. 541–559.
- 17) Bourdieu, P. (1986), "The Forms of Capital. In J.G. Richardson (Eds.)", *Handbook of theory and research for the sociology of education* (PP. 241–258). Westport, CT: Greenwood.
- 18) Charumilind, C., R. Kali, and Y. Wiwattanakantang. (2006), "Connected Lending: Thailand before the Financial Crisis", *Journal of Business*, 79, PP. 181–217.
- 19) Claessens, S., E. Feijen, and L. Laeven. (2008), "Political Connections and Preferential Access to Finance: the Role of Campaign Contributions", *Journal of Financial Economics*, 88, PP. 554–580.
- 20) Cull R, Wei Li, Sun Bo, Colin Xu L. (2013), "Government Connections and Firms", *Policy Research Working Paper*, PP. 6352.
- 21) Deng, X., Y. Xin, and F. Teng. (2016), "Mandatory Resign of Independent Directors with Government Official Identity and the Loss of Political Connections", *China Industrial Economics*, 2, PP. 130–145.
- 22) Dewally, M., and S. W. Peck. (2010), "Upheaval in the Boardroom: outside Director Public Resignations, Motivations, and Consequences", *Journal of Corporate Finance*, 16, PP. 38–52.

- 23) Ding, H. J., H. M. Fan, S. Lin, and K. Shi. (2017), "Equilibrium Consequences of Corruption on Firms: Evidence from China's Anti-corruption Campaign", Working Paper.
- 24) Faccio, M. (2006), "Politically Connected Firms", *American Economic Review*, 96, PP. 369–386.
- 25) Fan, J. P. H., O. M. Rui, and M. Zhao. (2008), "Public Governance and Corporate Finance: Evidence from Corruption Cases", *Journal of Comparative Economics*, 36, PP. 343–364.
- 26) Fraser, D. R., H. Zhang, and C. Derashid. (2006), "Capital Structure and Political Patronage: the Case of Malaysia", *Journal of Banking and Finance*, 30, PP. 1291–1308.
- 27) Hasan, I., Jackowicz, K., Kowalewski, O., & Kozłowski, Ł. (2017), "Politically Connected Firms in Poland and their Access to Bank Financing", *Communist and Post-Communist Studies*, 50(4), PP. 245-261.
- 28) Hillman, A. J., Withers, M. C., & Collins, B. J. (2009), "Resource Dependence Theory: A Review", *Journal of Management*, 35(6), PP. 1404–1427.
- 29) 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), PP. 643-676.
- 30) Li, H., L. Meng, Q. Wang, and L. A. Zhou. (2008), "Political Connections, Financing and Firm Performance: Evidence from Chinese Private Firms", *Journal of Development Economics*, 87, PP. 283–299.
- 31) Li, H., Zhang, Y., (2007), "The Role of Managers' Political Networking and Functional Experience in New Venture Performance: Evidence from China's Transition Economy", *Strategic Management Journal*, 28, PP. 791-804.
- 32) Li, J.J., Poppo, L., Zhou, K.Z., (2008), "Do Managerial Ties in China always Produce Value ? Competition, Uncertainty, and Domestic vs. Foreign Firms", *Strategic Management Journal*, 29, PP. 383-400
- 33) Liang, Y., K. Shi, L. Wang, and J. Xu. (2017), "Local Government Debt and Firm Leverage: Evidence from China", *Asian Economic Policy Review*, 12, PP. 210–232.
- 34) Ling, L., Zhou, X., Ling, Q., Song, P., & Zeng, H. (2016), "Political Connections, Overinvestments and Firm Performance: Evidence from Chinese Lsted Real Estate Firm", *Finance Research Letters*, 18, PP. 328-333.
- 35) Nguyen, B. D., and K. M. Nielsen. (2010), "The Value of Independent Directors: Evidence from Sudden Deaths", *Journal of Financial Economics*, 98, PP. 550–567.
- 36) Pan, X., Tian, G. G. (2017), "Political Cnnections and Corporate Investments: Evidence from the Recent Anti-corruption Campaign in China", *Journal of Banking and Finance*, In Press, DOI: 10.1016/j.jbankfn.2017.03.005.
- 37) Peng, H., Zhang, X., Zhu, X. (2017), "Political Connections of the Board of Directors and Creadit Financing: Evidence from Chinese Private Enterprises", *Accounting & Finance*, 58, PP. 1418-1516.
- 38) Pfeffer, J., Salancick, G. R. (1978), "The External Control of Organisations: A Resource-Dependence Perspective", New York: Harper & Row.

- 39) Tee, C. M. (2018), "Political Connections and the Cost of Debt: Re-examining the Evidence from Malaysia", *Journal of Multinational Financial Management*, 46, PP. 51-62.
- 40) Tsai, W. C., W. Y. Wang, P. H. Ho, and C. Y. Lin. (2016), "Bank Loan Supply in the Financial Crisis: Evidence from the Role of Political Connection", *Emerging Markets Finance and Trade*, 52, PP. 487-497.

یادداشت‌ها

- 
- <sup>1</sup> Lee & Wang  
<sup>2</sup> Charumilind  
<sup>3</sup> Acemoglu  
<sup>4</sup> Peng  
<sup>5</sup> Pan & Tian  
<sup>6</sup> Pfeffer & Salancick  
<sup>7</sup> Faccio  
<sup>8</sup> Allen  
<sup>9</sup> Li & Zhang  
<sup>10</sup> Blau  
<sup>11</sup> Boubakri  
<sup>12</sup> Lee  
<sup>13</sup> Fan  
<sup>14</sup> Fraser  
<sup>15</sup> Claessens  
<sup>16</sup> Liang  
<sup>17</sup> Deng  
<sup>18</sup> Nguyen & Nielsen  
<sup>19</sup> Dewally & Peck  
<sup>20</sup> Ling  
<sup>21</sup> Tsai  
<sup>22</sup> Hasan  
<sup>23</sup> Tee