

## Investigating the Effect of Political Hypothesis on Financing Policies of Companies Admitted to Tehran Stock Exchange

Bahman Qaderi<sup>1</sup> | Iman Nikokar Lise Rudi<sup>2</sup> | Gholamreza Mansourfar<sup>3</sup>

### Abstract

This study examines the association between political hypothesis (political costs) and corporate financing decisions in a sample of 123 listed firms in Tehran Stock Exchange for the period 2011–2019. Political costs are measured by observable variables such as the risk, capital intensity, size, concentrate rate and employee intensity. Financing decisions are measured by total current liabilities to total assets, total non-current liabilities to total assets and total equity to total. In addition, tangibility, growth opportunities and profitability are entered to the model as control variables. Based on the structural equation modeling approach, our results demonstrate that firms with a high level of political costs increase the equity more than firms with a low level of political costs.

**Keywords:** Political Hypothesis, Political Costs, Political Connection, Financing Policies.

4

Vol. 3  
Winter 2023

Research Paper

Received:  
11 October 2022  
Accepted:  
24 December 2022  
P.P: 129-152

ISSN: 2717-1809  
E-ISSN: 2717-199x



1. Corresponding Author, PhD student of Science and Research Unit - Islamic Azad University - Accounting Department. Bahman.ghaderi67@yahoo.com
2. MA in Accounting, Islamic Azad University, Qazvin branch.
3. Ph.D., Associate Professor, Urmia University.

This article is an open-access article distributed under the terms and conditions of the Creative Commons Attribution Non-Commercial (CC-BY-NC) license.





## بررسی تأثیر فرضیه سیاسی بر سیاست‌های تأمین مالی شرکت‌های

### پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران

بهمن قادری<sup>۱</sup> | غلامرضا منصورفر<sup>۲</sup> | ایمان نیکوکار لیسره‌رودی<sup>۳</sup>

#### چکیده

در پژوهش حاضر، اثر فرضیه سیاسی بر سیاست‌های تأمین مالی مورد بررسی قرار گرفت. به‌منظور آزمون فرضیه‌های پژوهش، داده‌های مربوط به ۱۲۳ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۰ الی ۱۳۹۸ مورد بررسی قرار گرفت. متغیرهای ریسک، تراکم سرمایه‌گذاری، اندازه، نسبت تمرکز و تراکم کارکنان به‌عنوان متغیرهای معرف هزینه‌های سیاسی و متغیرهای نسبت جمع بدهی‌های جاری به جمع دارایی‌ها، نسبت جمع بدهی‌های غیرجاری به جمع دارایی‌ها و نسبت جمع حقوق صاحبان سهام به جمع دارایی‌ها به‌عنوان معیارهای سیاست‌های تأمین مالی و متغیرهای نسبت دارایی‌های قابل وثیقه‌گذاری، فرصت‌های رشد و سودآوری به‌عنوان متغیرهای کنترلی در نظر گرفته شده است. یافته‌های پژوهش حاکی از آن است با افزایش هزینه‌های سیاسی، تمایل شرکت‌ها به تأمین مالی از محل بدهی‌های کمتر شده و در مقابل، تأمین مالی از محل حقوق صاحبان سهام را ترجیح می‌دهند. در واقع یافته‌های پژوهش نشان داد بین هزینه‌های سیاسی و تأمین مالی از محل بدهی‌های جاری رابطه معنی‌داری وجود ندارد. همچنین، بین هزینه‌های سیاسی و تأمین مالی از محل بدهی‌های بلندمدت رابطه منفی و معنادار و بین هزینه‌های سیاسی و تأمین مالی از محل حقوق صاحبان سهام رابطه مستقیم و معنادار مشاهده گردید.

کلید واژه‌ها: فرضیه سیاسی؛ هزینه‌های سیاسی؛ ارتباطات سیاسی؛ سیاست‌های تأمین مالی.

۱. نویسنده مسئول: دانشجوی دکتری حسابداری، گروه حسابداری، دانشکده مدیریت و اقتصاد، واحد علوم و تحقیقات،

دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران. Bahman.ghaderi67@yahoo.com

۲. دانشیار مالی، گروه حسابداری، دانشکده اقتصاد و مدیریت، دانشگاه ارومیه، ارومیه، ایران.

۳. کارشناسی ارشد حسابداری، واحد قزوین، دانشگاه آزاد اسلامی، قزوین، ایران.



## مقدمه

اقتصاد سیاسی<sup>۱</sup> از اواسط قرن بیستم به‌عنوان یکی از مفاهیم جدید در مطالعه پدیده‌های اجتماعی وارد متون تخصصی علوم اقتصادی شده است. شالوده این مفهوم به مدیریت دولت در امور اقتصادی اشاره دارد. هدف اصلی دولت از دخالت در امور اقتصادی، ایجاد و تقویت پشتوانه اقتصادی برای حفظ و گسترش قدرت سیاسی خود است. در این مفهوم، پدیده‌های اجتماعی بر اساس مؤلفه‌های اقتصادی و سیاسی شکل می‌گیرد. بر اساس این نظریه، بنگاه‌های اقتصادی مرکز تقابل رفتارهای سیاسی، اقتصادی و اجتماعی میان گروه‌های صاحب منافع و قدرت می‌باشد. بنابراین، برای آنکه بتوان تحلیل درستی از ویژگی‌های بنگاه‌های اقتصادی که مدام در حال تغییر است ارائه داد، می‌بایست چگونگی ارتباط بین دولت با شرکت‌ها را نیز مدنظر قرار داد. بر پایه نظریه مزبور، سامانه اطلاعاتی حسابداری اطلاعات را تنها برای حمایت از گروه‌های صاحب نفوذ تهیه می‌کند. صاحبان قدرت از اطلاعات مزبور به نفع شخصی خود از استفاده و عمل می‌نمایند (نیکومرام و همکاران، ۱۳۹۲). بر اساس پژوهش‌های حسابداری، ساختارهای اقتصادی و سیاسی نظیر نظام حقوقی-قضایی، قوانین تجاری و مالیاتی، عرف، فرهنگ و نظام سیاسی در کنار فشار بازار سرمایه، رفتار مدیران و حساب‌برسان، سرمایه‌گذاران، تدوین‌کنندگان قوانین و مقررات و دیگر فعالان بازار سرمایه را نسبت به گزارشگری مالی تحت تأثیر قرار می‌دهد (بوشمن و پیتروسکی<sup>۲</sup>، ۲۰۰۶).

## بیان مسئله و اهمیت موضوع

برقراری و حفظ ارتباط بین شرکت‌ها و دولت، به‌طور معمول با هدف کسب مزیت رقابتی صورت می‌گیرد. هدف برخی مدیران از برقراری چنین ارتباطی، دسترسی به منابع مالی ارزان قیمت است (بوبکری<sup>۳</sup> و همکاران، ۲۰۱۲). رضایی و ویسی حصار (۱۳۹۳) معتقدند، ارتباط سیاسی برقرار شده بین شرکت و منابع قدرت باعث می‌شود منابع مالی با سهولت بیشتری در اختیار این قبیل شرکت‌ها قرار داده شود. از این رو، می‌توان ادعا کرد وجود ارتباطات سیاسی در شرکت‌ها،

1. Political Economy  
2. Bushman & Piotroski  
3. Boubakri et al

تصمیم‌های سرمایه‌گذاران و سیاست‌های تأمین مالی شرکت را تحت تأثیر قرار می‌دهد. بوسان<sup>۱</sup> و همکاران (۲۰۱۳) نشان دادند، ایجاد روابط سیاسی یکی از متغیرهای مؤثر بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری است که می‌تواند عملکرد و وضعیت مالی شرکت‌ها را تحت تأثیر قرار دهد. هونگ<sup>۲</sup> و همکاران (۲۰۱۲) و ایزابل<sup>۳</sup> و همکاران (۲۰۱۲) معتقدند، ارتباطات سیاسی نقش کلیدی در حذف موانع موجود بین ارتباط شرکت با دولت ایفا می‌کند و بیان می‌دارند شرکت‌های غیرسیاسی از اعتبار محدودی برخوردارند، در حالی که شرکت‌های سیاسی با چنین محدودیت‌هایی مواجه نیستند (آقایی و احمدی گورجی، ۱۳۹۴). لوئیز و جی<sup>۴</sup> (۲۰۰۶) بیان می‌دارند حمایت سیاسی دولت از شرکت‌ها، شرایطی ویژه‌ای برای آن‌ها فراهم می‌آورد تا بتوانند به واسطه پرداخت مالیات کمتر، برخورداری از وام‌های بانکی (که تحت شرایط متفاوت از دیگر شرکت‌ها برای آن‌ها فراهم می‌شود) و نیز ایجاد بستری که در آن سهم بیشتری از بازار را در اختیار بگیرند به همراه اعطای سایر امتیازهای مهم، ارزش سهام شرکت تحت مدیریت خود را افزایش دهند. یه<sup>۵</sup> و همکاران (۲۰۱۳) در بخشی از پژوهش خود با مقایسه شرکت‌های سیاسی و غیرسیاسی نشان دادند، شرکت‌های دارای روابط سیاسی به منابع بانکی بیشتری دسترسی دارند و وام‌های خارج از نوبت دریافت می‌کنند. بوبکری و همکاران (۲۰۰۸) نیز در پژوهش خود بر این ادعا صحه گذاشته و نشان دادند که شرکت‌های سیاسی در مقایسه با شرکت‌های غیرسیاسی، نسبت اهرمی بالاتری دارند. کول<sup>۶</sup> و همکاران (۲۰۱۵) بیان می‌دارند شرکت‌ها در صورت برقراری ارتباطات سیاسی، با احتمال کمتری برای تأمین منابع مورد نیاز خود با مشکل مواجه می‌گردند. آنها استدلال می‌کنند، اعتباردهندگانی که مایل‌اند با شرکت‌های دارای ارتباط سیاسی رابطه برقرار کنند، با سهولت بیشتری منابع خود را در اختیار این شرکت‌ها قرار می‌دهند. خواجه و میان<sup>۷</sup> (۲۰۰۵) معتقدند، اعتباردهندگان در برابر شرکت‌های دارای ارتباط سیاسی که از حمایت سیاستمداران برخوردار هستند، به‌طور معمول دارای رفتارهای جانبدارانه بوده و در اعطای تسهیلات با

1. Bo Sun et al
2. Hong et al
3. Isabel et al
4. Leuz & Oberholzer-Gee
5. Yeh et al
6. Cull
7. Khwaja & Mian

تصمیم‌گیرهای سوگیرانه و ایجاد محیطی انحصاری باعث می‌شوند این شرکت در رقابت با دیگر شرکت‌ها دارای برتری نسبی شوند و با اعطای امتیازهای مهم عملیات و فعالیت‌های آن‌ها را تسهیل می‌نمایند. آن‌ها همچنین معتقدند، شرکت‌های با ارتباطات سیاسی بالا، می‌تواند از این رابطه به نفع خود استفاده کرده و با اعمال فشار بر بانک‌ها و تأمین‌کنندگان، از مزیت‌های اعتباری عمده بهره‌مند گردند. بنابراین این قبیل شرکت‌ها ممکن است از منابع بدهی بیشتری استفاده کنند.

با تکیه بر مطالب پیش‌گفته می‌توان انتظار داشت، فرضیه سیاسی (هزینه‌های سیاسی) یکی از متغیرهای تأثیرگذار بر رفتار تأمین مالی شرکت‌ها باشد. این موضوع در یک محیط اقتصادی که دولت در آن حضور پرنگ دارد، ملموس‌تر خواهد بود. علی‌رغم ابلاغ سیاست‌های کلی اصل ۴۴ قانون اساسی مبنی بر سیاست‌های کلی توسعه بخش‌های غیردولتی از طریق واگذاری فعالیت‌ها و بنگاه‌های دولتی، حضور دولت در فرایندهای اقتصادی و حتی مالکیت در صنایع مختلف کماکان مشهود است. بنابراین، هدف اصلی پژوهش حاضر پاسخ به این سؤال است که آیا، فرضیه سیاسی<sup>۱</sup> اثر معناداری بر سیاست‌های تأمین مالی دارد؟ و اینکه آیا با افزایش هزینه‌های سیاسی، تمایل شرکت‌ها به تأمین مالی از محل بدهی‌ها افزایش می‌یابد؟

## ادبیات پژوهش و توسعه فرضیه‌های پژوهش

بررسی متغیرهایی مؤثر بر اخذ تصمیم‌های تأمین مالی شرکتی و چگونگی تعیین این سیاست از اهمیت بسیاری برخوردار است. هرگونه تصمیم درخصوص نحوه و چگونگی تأمین منابع مالی به صورت مستقیم ریسک و بازده شرکت را تحت تأثیر قرار می‌دهد. همان‌طور که در مطالب پیش‌گفته عنوان شد، فرضیه سیاسی می‌تواند به عنوان یکی از متغیرهای مؤثر در چگونگی اخذ تصمیمات تأمین مالی مورد بررسی قرار گیرد. بر اساس مبانی نظری موجود و طبق نتایج پژوهش‌های انجام شده، می‌توان ادعا کرد با برقراری ارتباط بین واحدهای تجاری و واحدها و ارگان‌های وابسته به دولت (مرکز قدرت) این قبیل شرکت‌ها هزینه‌هایی را متحمل می‌شوند. از آنجایی که این شرکت‌ها تمایل دارند در قبال تحمل هزینه‌های مزبور از شرایط ویژه و امتیازهای خاص بهره‌مند شوند تا بتوانند از فرصت‌های اقتصادی ایجاد شده بهره‌مند شوند و با استفاده از آن

1. Political Hypotheses

بتوانند عملکرد خود را بهبود بخشند (رضایی و افروزی، ۱۳۹۳). در این رابطه دوطرفه، یکی راه‌هایی که شرکت‌ها می‌توانند از آن منتفع گردند بهره‌مند شدن از امتیازهای ویژه به‌خصوص دسترسی به منابع نظام بانکی است. بلیس و گول<sup>۱</sup> (۲۰۱۲) بیان می‌دارند ارتباطات سیاسی با وجود منافع و هزینه‌های احتمالی، می‌تواند به شرکت‌ها در دسترسی آسان‌تر به اعتبارات مالی کمک کند. در واقع در شرکت‌های دارای ارتباطات سیاسی به دلیل داشتن روابط دولتی، مورد حمایت آن‌ها قرار می‌گیرند و در مواجهه با محدودیت‌های مالی، از این ارتباطات بهره‌مند شده و از اعتبارات مالی بلندمدت و کوتاه‌مدت به تناسب نیاز استفاده می‌کنند. نیلا و فیروز<sup>۲</sup> (۲۰۱۷) با بیان این موضوع که شرکت‌های دارای ارتباطات سیاسی توانایی بیشتری برای دسترسی به بدهی‌های کوتاه‌مدت و بلندمدت دارند. چنین شرکت‌هایی از ارتباطات سیاسی به‌عنوان مزیت رقابتی استفاده کرده و برای تأمین مالی از محل اعتبارات بانکی در شرایط بهتری نسبت به سایر شرکت‌ها قرار می‌گیرند. از این رو، این قبیل شرکت‌ها از بدهی بیشتری در ساختار سرمایه خود استفاده می‌کنند. در این خصوص، ساپی‌ینزا<sup>۳</sup> (۲۰۰۴) و دینک<sup>۴</sup> (۲۰۰۵) معتقدند که شرکت‌های با هزینه سیاسی بالا از وضعیت ترجیحی در اخذ وام از بانک‌های دولتی برخوردارند. چانگ و چی<sup>۵</sup> (۲۰۱۶) معتقدند شرکت‌هایی که ارتباطات سیاسی دارند، محدودیت‌های تأمین مالی را به‌طور چشمگیری کاهش می‌دهند. در نتیجه چنین شرکت‌هایی بدهی بیشتری در ساختار سرمایه خود دارند. محسنی (۱۳۹۷) بیان می‌دارد، طبق نظریه علامت‌دهی، شرکت‌ها از طریق ایجاد ارتباطات سیاسی با دولت و افشای این روابط، در تلاش‌اند با افزایش جذابیت‌های سرمایه‌گذاری، توانایی‌های خود در رقابت برای دستیابی به منابع مالی با هزینه پایین را بهبود بخشند.

- 
1. Bliss & Gul
  2. Neila & Fayrouz
  3. Sapienza
  4. Dinc
  5. Chung & Chih

## پیشینه پژوهش

جانسون و میتون (۲۰۰۳) و فریزر و همکاران (۲۰۰۵) به بررسی ارتباط میان ساختار سرمایه و حمایت سیاسی دولتی پرداختند. این پژوهش‌گران به نتایجی مشابهی دست یافتند و نشان دادند شرکت‌های با هزینه‌های سیاسی بالاتر، میزان بدهی بیشتری دارند. فاسیو<sup>۱</sup> (۲۰۰۷) در بخشی از پژوهش خود مزایای حاصل از روابط سیاسی را مورد مطالعه قرار داد و با مقایسه نسبت اهرمی شرکت‌های دارای حمایت سیاسی و شرکت‌های بدون ارتباط سیاسی نشان داد شرکت‌های دارای حمایت سیاسی به دلیل آنکه به منابع اعتباری بیشتری دسترسی دارند، بنابراین نسبت اهرمی بالاتری نسبت به دیگر شرکت‌ها دارند.

چن<sup>۲</sup> و همکاران (۲۰۱۱) رابطه هزینه‌های سیاسی و مدیریت سود در شرکت‌های حوزه املاک و مستغلات پذیرفته‌شده در بورس کشور چین را مورد مطالعه قرار دادند. یافته‌های پژوهش حاکی از آن بود که یک ارتباط منفی بین هزینه‌های سیاسی و مدیریت سود برقرار است. سانگ<sup>۳</sup> و همکاران (۲۰۱۱) با بررسی اثر هزینه‌های سیاسی بر مدیریت سود نشان دادند کیفیت اقلام تعهدی شرکت‌های خصوصی پذیرفته‌شده در بورس چین که دارای ارتباط سیاسی بوده‌اند بیشتر از کیفیت اقلام تعهدی شرکت‌هایی است که فاقد ارتباطات سیاسی بوده‌اند. همچنین، نتایج نشان داد، مدیریت سود در شرکت‌های فاقد ارتباطات سیاسی بیشتر از نوع کاهشی بوده و عدم ارتباطات سیاسی تأثیر معناداری بر مدیریت سود افزایشی نداشته است. مارک و فردیناند<sup>۴</sup> (۲۰۱۲) در پژوهش خود که جامعه آماری آن را کشورهای در حال توسعه تشکیل می‌داد به بررسی ارتباط بین ساختار سرمایه و ارتباط سیاسی شرکت‌ها پرداختند. نتایج پژوهش نشان داد ارتباط مثبت و معناداری میان درجه اهرم و حمایت سیاسی دولت وجود دارد و شرکت‌های سیاسی در مقایسه با شرکت‌های غیرسیاسی حجم استقراض بالاتر و نرخ بازده کمتر دارند. بوبکری و همکاران (۲۰۱۲) با بررسی نقش ارتباط سیاسی بر عملکرد شرکت و تأمین مالی شرکتی به این نتیجه دست یافتند که شرکت‌هایی که از روابط سیاسی برخوردار می‌شوند در مقایسه با سایر شرکت‌ها، متعاقباً به سهولت

1. Facio

2. Chen et al

3. Song et al

4. Mark & Ferdinand

بیشتری به منابع مالی دسترسی پیدا خواهند کرد. یافته‌های پژوهش حاکی از آن بود که بین روابط سیاسی و تغییر در اهرم و عملکرد عملیاتی شرکت همبستگی قوی وجود دارد. بلیس و گول (۲۰۱۲) ارتباط بین روابط سیاسی و هزینه بدهی را آزمون کردند. یافته‌های مطالعه مزبور نشان داد شرکت‌های دارای ارتباط سیاسی ریسک بیشتر، هزینه بدهی بالاتر، گزارشگری زیان بیشتر و حقوق صاحبان سهام منفی بیشتر دارند. نیلا و فیروز (۲۰۱۷) با بررسی ارتباطات سیاسی و دسترسی به بدهی نشان دادند، ارتباطات سیاسی بر سطح بدهی‌های کوتاه‌مدت و بلندمدت و مجموع بدهی‌های شرکت تأثیر مثبت و معناداری دارد. سویتامی (۲۰۲۲) با بررسی نقش تعدیل‌گر اهرم بر رابطه بین ارتباطات سیاسی و تأثیر آن بر عملکرد شرکت به این نتیجه دست یافت که ارتباطات سیاسی تأثیر منفی بر عملکرد شرکت دارد. همچنین نتایج نشان داد اهرم تأثیر ارتباطات سیاسی بر عملکرد شرکت را شدت می‌بخشد. کای و همکاران (۲۰۲۲) در پژوهشی ارتباطات سیاسی و تأمین مالی غیررسمی را مورد بررسی قرار دادند. نتایج نشان داد شرکت‌های دارای ارتباطات سیاسی در مقایسه با شرکت‌های دیگر برای دریافت اعتبارات (از کانال‌های غیردولتی) با مشکلات بیشتری مواجه هستند. آنها نشان دادند، تبعیض در اعطای اعتبار زمانی تقویت می‌شود که شرکت‌های دارای ارتباطات سیاسی در مناطقی با سیستم‌های حقوقی با کیفیت پایین‌تر مستقر شوند یا تأمین‌کنندگان قدرت چانه‌زنی بیشتری داشته باشند. نتایج همچنین نشان داد، نگرانی اعتباردهندگان در رابطه با عدم پایداری و اجرای قراردادها توسط شرکت‌های دارای ارتباطات سیاسی که از شهرت کافی برخوردار نیستند، باعث می‌شود اعطای تسهیلات به این شرکت‌ها با پیچیدگی‌های بیشتری همراه باشد. این در حالی است که دریافت اعتبار برای شرکت‌های دارای ارتباطات سیاسی از مجاری وابسته با دولت با سهولت بیشتری انجام می‌پذیرد. ریجانتو (۲۰۲۲) در بررسی ارتباط بین مشکلات مالی و ارتباطات سیاسی نشان دادند شرکت‌های با ارتباطات سیاسی که به‌عنوان گروه‌های موافق و حامی دولت شناخته می‌شوند، مشکلات مالی کمی را تجربه کرده‌اند. این در حالی است که شرکت‌های که از لحاظ موقعیت سیاسی به‌عنوان مخالف دولت شناخته می‌شوند، مشکلات مالی بیشتری را تجربه می‌کنند و از لحاظ متغیرهایی همچون سرمایه در گردش و نسبت پوشش بهره در وضعیت مناسبی قرار ندارند. پورحیدری و همتی (۱۳۸۳) در بخشی از مطالعه خود اثر فشارهای سیاسی در رابطه با مدیریت سود را مورد بررسی قرار دادند. آن‌ها دریافتند



که شرکت‌هایی که از تعداد کارمند بیشتری برخوردار هستند فشارهای سیاسی بیشتری را تحمل می‌کنند در نتیجه مدیریت این شرکت‌ها به‌منظور کاهش فشارهای سیاسی، اقدام به کاهش سودهای گزارش شده می‌نمایند. ابراهیمی کردلر و شهریاری (۱۳۸۸) با مطالعه رابطه بین محافظه‌کاری حسابداری و هزینه سیاسی نشان دادند که با بزرگ‌تر شدن شرکت‌ها و افزایش شدت سرمایه‌گذاری محافظه‌کاری حسابداری کاهش پیدا می‌کند. یافته‌های پژوهش همچنین نشان داد، محافظه‌کاری حسابداری با بیشتر شدن درجه رقابت در صنعت و افزایش درصد مالکیت دولتی افزایش می‌یابد. علاوه بر موارد فوق یافته‌ها حاکی از آن بود از نظر آماری ارتباطی بین نرخ موثر مالیاتی و ریسک با محافظه‌کاری حسابداری وجود ندارد. خواجه‌وی و حسینی (۱۳۸۹) در پژوهش خود به بررسی میزان حمایت‌های سیاسی دولت و تأثیر آن بر تصمیم‌های ساختار سرمایه پرداختند. یافته‌ها نشان داد یک ارتباط مثبت و معنادار بین ساختار سرمایه و حمایت سیاسی دولت وجود دارد. آن‌ها استدلال کردند که مالکیت دولتی و هزینه‌های تحمیل شده ناشی از آن باعث می‌شود ساختار سرمایه شرکت‌های که تحت نفوذ دولت هستند و اعمال سیاست‌های دولت بر تصمیم‌های مالی و عملیاتی آن وجود دارد از کارآیی لازم برخوردار نباشد. نتایج پژوهش حیدری و همکاران (۱۳۹۴) که مبتنی بر الگوسازی معادلات ساختاری بود نشان داد، با افزایش هزینه‌های سیاسی، شرکت‌ها از فرصت‌های رشد بیشتری بهره‌مند می‌شوند. آقایی و احمدی گورجی (۱۳۹۴) به‌صورت مقایسه‌ای حساسیت تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌ها به تأمین مالی داخلی و استقراض را در بین شرکت‌های دارای ارتباط سیاسی و شرکت‌های بدون ارتباط سیاسی مورد مطالعه قرار دادند. نتایج بیانگر این موضوع بود که شرکت‌هایی که فاقد ارتباط سیاسی هستند در تأمین منابع مالی موردنیاز خود با محدودیت مواجه هستند و این کمبود منابع را از سایر روش‌های تأمین مالی نقدی و فروش جبران می‌کنند. از سوی دیگر، شرکت‌هایی که دارای ارتباط سیاسی هستند، به‌دلیل دسترسی به منابع برون‌سازمانی، وجه نقد کمتر نگهداری می‌کنند و در مقایسه با شرکت‌های غیرسیاسی، با نسبت بیشتری اقدام به انتشار بدهی می‌نمایند. صالحی‌نیا و تامرادی (۱۳۹۸) تدثیر ارتباط سیاسی بر سیاست‌های تأمین مالی را مورد بررسی قرار دادند. نتایج نشان داد، ارتباط سیاسی بر نسبت بدهی‌های کوتاه‌مدت، نسبت بدهی‌های بلندمدت و هزینه بدهی تأثیر مثبت و معنادار دارد. یافته‌ها همچنین نشان داد، ارتباطات سیاسی بر رتبه اعتباری شرکت‌ها تیر منفی معناداری

دارد. جامعی و رسولی (۱۳۹۹) در پژوهشی به بررسی ارتباط بین هزینه‌های سیاسی و مدیریت سود واقعی پرداختند. نتایج این پژوهش نشان داد که هزینه‌های سیاسی، اثر منفی بر مدیریت سود واقعی دارد. هرچند که این شدت از نظر آماری معنادار نیست. جنت‌مکان و همکاران (۱۴۰۰) به بررسی ارتباط سیاسی شرکت‌ها و شاخص‌های عملکرد پرداختند. نتایج نشان داد دولتی بودن یک شرکت ارتباط مثبت و معناداری با رتبه‌بندی مدیریت مبتنی بر ارزش دارد. و اینکه شرکت‌های با مالکیت نهادی وابسته به دولت ارتباط منفی و معناداری با رتبه‌بندی مدیریت مبتنی بر ارزش دارد. همچنین، رابطه بین شرکت‌های دولتی و کارایی عملیاتی در شاخص بهره‌وری نیروی انسانی مثبت و معنادار و برخلاف آن، بر شاخص کارایی سرمایه‌گذاری منفی و معنادار می‌باشد. بر اساس نتایج به‌دست آمده در رابطه با ارتباط بین شرکت‌های شبه دولتی و ارزش آفرینی و کارایی عملیاتی می‌توان ادعا کرد که وجود ارتباط سیاسی نه تنها رفتار مدیران را در ارتباط با انجام وظیفه مستر می‌تواند اصلاح نمی‌کند، بلکه موجب افزایش هزینه نمایندگی نیز می‌شود. یاراحمدی و همکاران (۱۴۰۱) با بررسی تأثیر ارتباطات سیاسی بر میزان سرمایه‌گذاری شرکت‌ها و کارایی آن نشان می‌دهند شرکت‌های دارای ارتباطات سیاسی میزان سرمایه‌گذاری بیشتری نسبت به سایر شرکت‌ها دارند و کارایی سرمایه‌گذاری نیز در شرکت‌های دارای ارتباطات سیاسی بیشتر است. آن‌ها استدلال می‌کنند شرکت‌های دارای ارتباطات سیاسی به دلیل برخورداری از مزایا و امتیازات دولتی و همچنین سهولت در جذب منابع مالی، نسبت به سایر شرکت‌ها، بیشتر و کارا تر سرمایه‌گذاری می‌کنند. بنایی قدیم و سجادی (۱۴۰۱) تأثیر مالکیت دولتی بر رابطه بین رقابت اطلاعاتی و پایداری سود را مورد مطالعه قرار دادند. نتایج پژوهش نشان داد رقابت اطلاعاتی بر اساس دو شاخص ارتباطات سیاسی و تمرکز مالکیت نهادی، سبب افزایش پایداری سود می‌شود و اثر تعاملی مالکیت دولتی با رقابت اطلاعاتی مبتنی بر ارتباطات سیاسی و تمرکز مالکیت نهادی سبب افزایش بیشتر پایداری سود می‌شود. یعنی مالکیت دولتی و رقابت اطلاعاتی، به دور از ترکیب تخریبی برای کاهش ارزش شرکت، دو عامل مکمل یکدیگر در تحقق اهداف ذینفعان است.

## فرضیه‌های پژوهش

فرضیه اول: هزینه‌های سیاسی اثر مثبت و معناداری بر تأمین مالی از محل بدهی‌های جاری دارد.  
فرضیه دوم: هزینه سیاسی اثر مثبت و معناداری بر تأمین مالی از محل بدهی‌های غیرجاری دارد.  
فرضیه سوم: فرضیه سیاسی اثر منفی و معناداری بر تأمین مالی از محل حقوق صاحبان سهام دارد.

## روش پژوهش

پژوهش حاضر از لحاظ هدف، یک پژوهش کاربردی، از نظر ماهیت یک پژوهش اصیل و از لحاظ ماهیت داده‌ها، در زمره پژوهش‌های کمی قرار دارد و از جنبه طرح پژوهش، پس‌رویدادی است. همچنین، به منظور تحلیل داده‌ها از روش توصیفی با رویکرد تحلیل عاملی (تأییدی و اکتشافی) استفاده شده است. داده‌های مربوط به متغیرهای پژوهش از صورت‌های مالی حسابرسی شده و نرم‌افزار ره‌آورد نوین استخراج شده است.

بازه زمانی این پژوهش، سال‌های ۱۳۹۰ الی ۱۳۹۸ را پوشش می‌دهد. در این پژوهش هیچ‌گونه روش آماری برای انتخاب نمونه استفاده نشده است، بلکه صرفاً بر اساس یک سری محدودیت از جمله طی سال‌های ۱۳۹۰ الی ۱۳۹۸ در فهرست ناشران بورس اوراق بهادار تهران قرار گرفته باشند؛ پایان سالی مالی شرکت‌های مزبور منتهی به آخر اسفند ماه هر سال باشد و در این مدت تغییر فعالیت نداده باشند. علاوه بر موارد مذکور نماد معاملاتی این شرکت‌ها برای مدت بیش از شش ماه توقف معاملاتی نداشته باشد. با عنایت به محدودیت‌های در نظر گرفته شده، تعداد ۱۲۳ شرکت به عنوان نمونه پژوهش انتخاب گردیده است.

داده‌ها به وسیله صفحه گسترده اکسل و نرم‌افزار آماری اس. پی. اس. اس (نسخه ۲۰) مرتب و طبقه‌بندی گردید و تحلیل‌های آماری با الگوی SEM (الگوسازی معادلات ساختاری) به وسیله نرم‌افزار آموس (نسخه ۱۶) صورت پذیرفت. برای آزمون فرضیه‌های پژوهش طبق الگوی معادلات ساختاری می‌بایست یک فرایند دومارحله‌ای شامل تحلیل عاملی تأییدی و تحلیل عاملی اکتشافی انجام شود. به این معنی که بر اساس الگوی مفهومی پژوهش (شکل ۱)

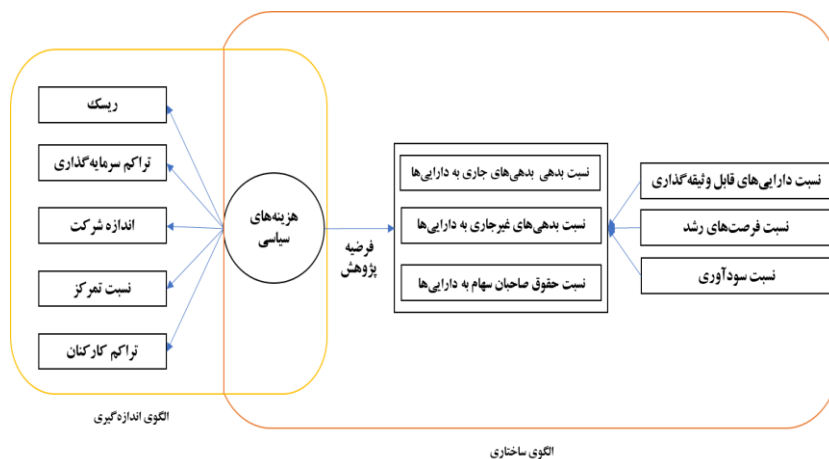
در مرحله اول باید برآزش<sup>۱</sup> الگوی اندازه‌گیری<sup>۲</sup> هزینه سیاسی مورد بررسی قرار گیرد. چنانچه الگوی مزبور از لحاظ شاخص‌های آماری از برآزش قابل قبول برخوردار باشد، در مرحله بعد برآزش الگوی ساختاری<sup>۳</sup> مورد سنجش قرار خواهد گرفت. در این مرحله فرضیه‌های پژوهش مورد آزمون قرار می‌گیرد. برای تصمیم‌گیری در خصوص رد یا عدم رد فرضیه‌های پژوهش از آزمون معنی‌داری هر یک از ضرایب مسیر استاندارد شده الگوی ساختاری بر اساس احتمال آماره تی - استیودنت استفاده می‌شود. چنانچه مقدار آماره تی - استیودنت کمتر از ۵ درصد باشد، دلیلی بر رد فرضیه پژوهش وجود ندارد.

## الگوی مفهومی پژوهش

الگوی پژوهش و چارپوب ارتباط بین متغیرهای پژوهش در شکل (۱) ارائه شده است. در این الگو هزینه‌های سیاسی به عنوان متغیر مستقل، سیاست‌های تأمین مالی به عنوان متغیر وابسته و متغیرهای نسبت سودآوری، نسبت دارایی‌های قابل وثیقه‌گذاری و نسبت فرصت‌های رشد و به عنوان متغیرهای کنترلی مورد مطالعه قرار گرفته است. در این الگو، هزینه‌های سیاسی به عنوان متغیر پنهان تعریف شده و سایر متغیرها به عنوان متغیر مشاهده‌پذیر در نظر گرفته شده است. متغیر پنهان بر خلاف متغیر مشاهده‌پذیر به متغیری اطلاق می‌شود که مقادیر آن به صورت مستقیم قابل استخراج یا محاسبه نیست.

در ادبیات مالی و حسابداری، هزینه‌های سیاسی از آن جهت که به صورت مستقیم قابل اندازه‌گیری نیست، به عنوان یک متغیر پنهان تعریف می‌شود. از این رو، پژوهش‌گر متغیر پنهان را باید بر حسب نوع رفتاری که بیانگر آن متغیر باشد، تعریف نماید. بر اساس شماری از مطالعات صورت گرفته، هزینه‌های سیاسی بر اساس متغیرهای مشاهده‌پذیر تراکم کارکنان<sup>۴</sup>، اندازه شرکت، تراکم سرمایه‌گذاری<sup>۵</sup>، نسبت تمرکز<sup>۶</sup> و ریسک تعریف گردیده است.

1. Goodness of Fit
2. Measurement Model
3. Structural Model
4. Employee Intensity
5. Capital Intensity
6. Concentrate rate



شکل ۱: الگوی مفهومی پژوهش

## متغیرهای پژوهش و نحوه محاسبه آن‌ها

**متغیر وابسته:** سیاست‌های تأمین مالی به‌عنوان متغیر وابسته، بر اساس سه شاخص نسبت جمع بدهی‌های جاری به جمع دارایی‌ها، جمع بدهی‌های غیرجاری به جمع دارایی‌ها و جمع حقوق صاحبان سهام به جمع دارایی‌ها محاسبه گردیده است.

**متغیر مستقل:** در ادبیات مالی و حسابداری، هزینه‌های سیاسی از آن جهت که اندازه‌گیری آن، به‌صورت مستقیم برای پژوهش‌گر قابل مشاهده نیست، به‌عنوان یک متغیر پنهان تعریف می‌شود. از این‌رو، پژوهش‌گر متغیر پنهان را باید بر حسب نوع رفتاری که بیانگر آن متغیر باشد، تعریف نماید. بر اساس شماری از مطالعات صورت گرفته، هزینه‌های سیاسی به‌عنوان متغیر مستقل بر اساس متغیرهای مشاهده‌پذیر تراکم کارکنان، اندازه شرکت، تراکم سرمایه‌گذاری، نسبت تمرکز و ریسک تعریف گردیده است.

**متغیر کنترل:** مطابق با شماری از پژوهش‌های قبلی، متغیرهای نسبت دارایی‌های قابل وثیقه‌گذاری، نسبت فرصت‌های رشد و نسبت سودآوری به‌عنوان متغیرهای کنترلی وارد الگوی پژوهش شده‌اند. نحوه محاسبه متغیرهای پژوهش در جدول (۱) ارائه گردیده است:

جدول ۱: نحوه محاسبه متغیرها

متغیر	نماد	نحوه محاسبه - منابع
متغیر وابسته (سیاست‌های تأمین مالی)	FP1	جمع دارایی‌ها / جمع بدهی‌های جاری = نسبت جمع بدهی‌های جاری به جمع دارایی‌ها منبع: نظری پور و همکاران (۱۳۹۱)، تقی‌زاده و پورربی (۱۳۹۳)
	FP2	جمع دارایی‌ها / جمع بدهی‌های غیرجاری = نسبت جمع بدهی‌های غیرجاری به جمع دارایی‌ها منبع: نظری پور و همکاران (۱۳۹۱)، تقی‌زاده و پورربی (۱۳۹۳)
	FP3	جمع دارایی‌ها / جمع حقوق صاحبان سهام = نسبت جمع حقوق صاحبان سهام به جمع دارایی‌ها منبع: نظری پور و همکاران (۱۳۹۱)، تقی‌زاده و پورربی (۱۳۹۳)
متغیر مستقل (هزینه‌های سیاسی)	BETA	واریانس بازده بازار / کواریانس بازده سهام و بازده بازار = ریسک منبع: حیدری و همکاران (۱۳۹۴)
	CI	جمع فروش / جمع دارایی‌های ثابت = تراکم سرمایه‌گذاری منبع: حیدری و همکاران (۱۳۹۴)
	SIZE	لگاریتم طبیعی جمع فروش شرکت = اندازه شرکت منبع: حیدری و همکاران (۱۳۹۴)
	CR	جمع فروش صنعت / جمع فروش شرکت = نسبت تمرکز منبع: حیدری و همکاران (۱۳۹۴)
	EI	جمع فروش / جمع تعداد کارکنان شرکت = تراکم کارکنان منبع: پورحیدری و همتی (۱۳۸۶)، رضایی و افروزی (۱۳۹۴)
متغیرهای کنترلی	CVA	جمع دارایی‌ها / جمع دارایی ثابت = نسبت دارایی‌های قابل وثیقه‌گذاری منبع: خلیفه سلطانی و همکاران (۱۳۹۱)، اعتمادی و منتظری (۱۳۹۲)
	TQ	جمع دارایی‌ها / (ارزش بازار شرکت + ارزش دفتری کل بدهی‌ها) = نسبت فرصت‌های رشد منبع: خلیفه سلطانی و همکاران (۱۳۹۱)، رحیمیان و توکل‌نیا (۱۳۹۲)
	ROA	جمع دارایی‌ها / سود قبل از بهره و مالیات = نسبت سودآوری منبع: خلیفه سلطانی و همکاران (۱۳۹۱)، اعتمادی و منتظری (۱۳۹۲)، رحیمیان و توکل‌نیا (۱۳۹۲)

## یافته‌های پژوهش

### آمار توصیفی

مقادیر آمار توصیفی در جدول (۲) نشان می‌دهد متغیر اندازه شرکت (۶/۲۳۷۱) دارای بیشترین میانگین می‌باشد. همچنین متغیر نسبت جمع بدهی‌های غیر جاری به جمع دارایی‌ها (۰/۹۲۵۱) دارای بیشترین انحراف معیار است. متغیر تراکم کارکنان با مقادیر میانگین (۰/۰۰۱۲) و انحراف معیار (۰/۰۰۱۰) کمترین مقادیر در میان متغیرهای مورد مطالعه را دارا می‌باشد.

جدول ۲: آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	نماد	تعداد مشاهدات	میانگین	میانه	انحراف معیار
نسبت جمع بدهی‌های جاری به جمع دارایی‌ها	FP1	۱۱۰۷	۰/۵۴۸۸	۰/۵۳۸۱	۰/۱۹۱۸
نسبت جمع بدهی‌های غیر جاری به جمع دارایی‌ها	FP2	۱۱۰۷	۰/۰۸۱۵	۰/۴۳۵۰	۰/۹۲۵۱
نسبت جمع حقوق صاحبان سهام به جمع دارایی‌ها	FP3	۱۱۰۷	۰/۳۸۹۴	۰/۳۸۶۱	۰/۱۷۴۸
ریسک (بتا)	BETA	۱۱۰۷	۰/۵۴۰۳	۰/۴۵۹۵	۰/۸۳۵۴
تراکم سرمایه‌گذاری	CI	۱۱۰۷	۰/۴۶۲۷	۰/۲۳۵۱	۰/۶۱۰۲
اندازه شرکت	SIZE	۱۱۰۷	۶/۲۳۷۱	۵/۹۳۰۲	۰/۶۲۰۴
نسبت تمرکز	CR	۱۱۰۷	۰/۰۸۲۹	۰/۰۳۰۱	۰/۱۷۳۲
تراکم کارکنان	EI	۱۱۰۷	۰/۰۰۱۲	۰/۰۰۰۷	۰/۰۰۱۰
نسبت دارایی‌های قابل وثیقه‌گذاری	CVA	۱۱۰۷	۰/۲۷۱۳	۰/۱۸۴۸	۰/۲۳۲۴
نسبت فرصت‌های رشد	TQ	۱۱۰۷	۱/۱۲۶۸	۰/۹۱۹۶	۰/۶۱۸۲
نسبت سودآوری	ROA	۱۱۰۷	۰/۱۷۶۷	۰/۱۴۶۳	۰/۱۵۱۵

منبع: یافته‌های پژوهش

### بررسی همبستگی بین متغیرهای پژوهش

مقادیر مربوط به ضرایب همبستگی در جدول (۳) ارائه شده است. طبق نتایج نشان به دست آمده همبستگی شدیدی بین متغیرهای پژوهش مشاهده نشده است. از این رو، تحلیل‌های آماری و تفسیر نتایج به دست آمده با اطمینان بیشتری صورت می‌پذیرد.

جدول ۳: ماتریس همبستگی بین متغیرهای پژوهش

متغیر	FP1	FP2	FP3	BETA	CI	SIZE	CR	ET	CVA	TQ	ROA
FP1	۱										
FP2	-۰/۰۲	۱									
FP3	-۰/۶۹ <sup>***</sup>	-۰/۱۸ <sup>***</sup>	۱								
BETA	۰/۰۷	۰/۱۳ <sup>***</sup>	-۰/۱۱ <sup>*</sup>	۱							
CI	-۰/۲۹	۰/۴۹ <sup>***</sup>	۰/۰۸ <sup>*</sup>	-۰/۰۴	۱						
SIZE	۰/۱۵ <sup>***</sup>	۰/۰۵	-۰/۲۲ <sup>*</sup>	۰/۱۶ <sup>***</sup>	۰/۰۱	۱					
CR	۰/۰۳	-۰/۰۱	-۰/۰۳	-۰/۰۵	-۰/۰۴	۰/۰۲	۱				
ET	-۰/۲۴ <sup>***</sup>	۰/۱۰ <sup>*</sup>	۰/۲۳ <sup>***</sup>	-۰/۰۸ <sup>*</sup>	۰/۲۲ <sup>***</sup>	-۰/۵۰ <sup>***</sup>	۰/۰۴	۱			
CVA	-۰/۰۵	۰/۵۸ <sup>*</sup>	۰/۰۶ <sup>*</sup>	-۰/۰۲	۰/۵۸ <sup>***</sup>	-۰/۱۲ <sup>***</sup>	-۰/۰۳	۰/۲۶ <sup>***</sup>	۱		
TQ	۰/۱۴ <sup>***</sup>	۰/۱۹ <sup>***</sup>	۰/۰۴	-۰/۰۶	۰/۰۱	-۰/۱۷ <sup>***</sup>	۰/۰۱	۰/۱۶ <sup>*</sup>	۰/۳۳ <sup>***</sup>	۱	
ROA	-۰/۲۲ <sup>***</sup>	۰	۰/۴۲ <sup>***</sup>	-۰/۱۲ <sup>*</sup>	-۰/۰۹	-۰/۰۴	۰	-۰/۱۸ <sup>***</sup>	۰/۱۵ <sup>***</sup>	۰/۲۵ <sup>***</sup>	۱

<sup>\*</sup> معنادار در سطح ۱ درصد؛ <sup>\*\*</sup> معنادار در سطح ۵ درصد / منبع: یافته‌های پژوهش

### بررسی اعتبار<sup>۱</sup> الگوی اندازه‌گیری

مقادیر مربوط به ضریب رگرسیون استاندارد شده متغیرهای الگوی اندازه‌گیری که در جدول (۴) ارائه شده است نشان می‌دهد سطح معنی‌داری ضرایب مسیر متغیرهای تراکم کارکنان، ریسک و اندازه شرکت کمتر از ۵ درصد می‌باشد ولی سطح معناداری متغیر نسبت تمرکز بیشتر از ۵ درصد است. بنابراین، این متغیر باید از الگوی حذف شود و برازش الگوی اندازه‌گیری یک بار دیگر بدون این متغیر مورد بررسی قرار گرفت.

#### 1. Cross Validation



جدول ۴: مقادیر برآورد شده الگوی اصلاح شده هزینه‌های سیاسی

معنی داری	ضریب رگرسیون	متغیر
-	۰/۵۴۸	فرضیه سیاسی --- تراکم کارکنان*
۰/۰۰۱	-۰/۱۷۶	فرضیه سیاسی --- ریسک
۰/۰۰۴	-۱/۱۴۹	فرضیه سیاسی --- اندازه شرکت
۰/۰۱۱	۰/۳۸۴	فرضیه سیاسی --- تراکم سرمایه‌گذاری
۰/۵۳۷	۰/۰۳۳	فرضیه سیاسی --- نسبت تمرکز

\* این مسیر روی عدد یک ثابت شده است / منبع: یافته‌های پژوهش

نتایج بازآزمونی اعتبار الگوی اندازه‌گیری هزینه‌های سیاسی با متغیرهای باقی‌مانده که در جدول (۵) نشان داده شده است حاکی از آن است که ضرایب مسیر متغیرهای مشاهده‌پذیر در سطح ۵ درصد معنادار است. بنابراین این متغیرها در الگو باقی می‌ماند و فرضیه‌های پژوهش بر اساس این الگو مورد آزمون قرار می‌گیرد.

جدول ۵: مقادیر برآورد شده الگوی اصلاح‌شده هزینه‌های سیاسی

معنی داری	ضریب رگرسیون	متغیر
-	۰/۵۱۸	فرضیه سیاسی --- تراکم کارکنان*
۰/۰۰۱	-۰/۱۴۳	فرضیه سیاسی --- ریسک
۰/۰۱۰	-۱/۲۳۳	فرضیه سیاسی --- اندازه شرکت
۰/۰۲۰	۰/۳۸۷	فرضیه سیاسی --- تراکم سرمایه‌گذاری

\* این مسیر روی عدد یک ثابت شده است / منبع: یافته‌های پژوهش

مقادیر آماری ارائه شده در جدول (۶) نشان می‌دهد، پس از انجام اصلاحات مربوط به الگوی اندازه‌گیری پژوهش، مقدار احتمال آماره کای-مربع به‌عنوان معیار اصلی سنجش نیکویی برازش با مقدار محاسبه شده ۰/۶۴۵ بیشتر از ۵ درصد است. بنابراین، سازه اندازه‌گیری هزینه سیاسی از

اعتبار کافی جهت تحلیل عاملی اکتشافی و آزمون فرضیه‌های پژوهش برخوردار است. همچنین، بررسی بیشتر شاخص‌های اعتبار سازه اندازه‌گیری هزینه‌های سیاسی در قالب چهار گروه شاخص برازش شامل شاخص‌های مطلق، تطبیقی، مقتصد و سایر شاخص‌ها که در جدول (۶) ارائه شده نشان می‌دهد الگوی مزبور دارای اعتبار بوده و می‌توان با اتکا به آن، فرضیه‌های پژوهش را آزمون نمود.

جدول ۶: بررسی اعتبار الگوی اندازه‌گیری اصلاح شده

معیارهای نیکویی برازش	نام شاخص	الگوی اندازه‌گیری هزینه‌های سیاسی	سطح برازش قابل قبول
شاخص‌های برازش مطلق <sup>۱</sup>	کای - مربع	۰/۶۴۵	بزرگ‌تر از ۵ درصد
	شاخص نیکویی برازش	۱/۰۰۰	بزرگ‌تر از ۹۰ درصد
	شاخص نیکویی برازش اصلاح شده	۰/۹۹۶	بزرگ‌تر از ۹۰ درصد
شاخص‌های برازش تطبیقی <sup>۲</sup>	شاخص برازش هنجار نشده	۱/۰۰۶	بزرگ‌تر از ۹۰ درصد
	شاخص برازش هنجار شده	۰/۹۹۹	بزرگ‌تر از ۹۰ درصد
	شاخص برازش تطبیقی	۱/۰۰۰	بزرگ‌تر از ۹۰ درصد
	شاخص برازش افزایشی	۱/۰۰۲	بزرگ‌تر از ۹۰ درصد
شاخص‌های برازش مقتصد <sup>۳</sup>	شاخص برازش نسبی	۰/۹۹۱	بزرگ‌تر از ۹۰ درصد
	شاخص برازش مقتصد هنجار شده	۰/۱۶۹	بزرگ‌تر از ۵۰ درصد
	ریشه میانگین مربعات خطاهای برآورد	۰/۰۰۰	کوچک‌تر از ۱۰ درصد
سایر شاخص‌ها	کای - مربع هنجار شده به درجه آزادی	۰/۵۳۹	کوچک‌تر از ۳
	شاخص هلتر (۰/۰۵)	۴۰۹۵	بزرگ‌تر از ۲۰۰

منبع: یافته‌های پژوهش

۱. شاخص‌های نوع برازش مطلق (Absolute Fit Indices) نشان می‌دهند تا چه میزان الگوی فرضی پیشنهادی شبیه به الگوی مشاهدات است.
۲. شاخص‌های برازش تطبیقی (Comparative Fit Indices) نشان‌دهنده موقعیت نسبی الگو بین بدترین برازش و بهترین برازش هستند.
۳. شاخص‌های برازش مقتصد (Parsimonious Fit Indices) برای مقایسه الگوهای مختلف با پارامترهای متفاوت استفاده می‌شود و مقدار آن برای تصمیم‌گیری روی پذیرش یا رد کردن الگو به‌کار نمی‌رود.

یکی دیگر از معیارها جهت بررسی قابل قبول بودن برازش الگوی اندازه‌گیری، استفاده از ماتریس کواریانس خطای باقیمانده می‌باشد. در این روش، مقادیر کواریانس‌های ماتریس نمونه و ماتریس ضمنی با یکدیگر مقایسه می‌گردد. مقادیر مربوط به کواریانس باقیمانده استاندارد شده در جدول (۷) نشان می‌دهد که مقادیر خطای بین کواریانس‌های ماتریس نمونه و ماتریس ضمنی در بازه استاندارد توزیع  $Z$  (بازه  $-1/96$  و  $+1/96$ ) قرار دارد و از نظر آماری تفاوت معنی‌داری مشاهده نگردید. از این رو می‌توان ادعا کرد که الگوی اندازه‌گیری از برازش قابل قبول برخوردار است.

جدول ۷: مقادیر کواریانس باقی‌مانده استاندارد شده

متغیر	BETA	CI	SIZE	EI
BETA	۰			
CI	۰/۶۳۷	۰		
SIZE	۰/۲۱۱	۰	۰	
EI	۰	۰/۱۴۹	۰/۰۶	۰

منبع: یافته‌های پژوهش

### بررسی اعتبار الگوی ساختاری

در الگوی ساختاری پژوهش ارتباط بین هزینه‌های سیاسی و سیاست‌های تأمین مالی از نظر آماری مورد بررسی قرار گرفت. مقادیر مربوط به شاخص‌های ارائه شده در جدول (۸) بیانگر قابل قبول بودن الگوی مزبور است.

جدول ۸: بررسی اعتبار الگوی ساختاری

معیارهای نیکویی برازش	نام شاخص	الگوی ساختاری	سطح برازش قابل قبول
شاخص‌های برازش مطلق	کای-مربع	۰/۹۲۳	بزرگ‌تر از ۵ درصد
شاخص‌های برازش تطبیقی	شاخص نیکویی برازش	۱/۰۰۰	بزرگ‌تر از ۹۰ درصد
	شاخص نیکویی برازش اصلاح شده	۰/۹۹۷	بزرگ‌تر از ۹۰ درصد
شاخص‌های برازش تطبیقی	شاخص برازش هنجار نشده	۱/۰۱۸	بزرگ‌تر از ۹۰ درصد
	شاخص برازش هنجار شده	۱/۰۰۰	بزرگ‌تر از ۹۰ درصد

فصلنامه پژوهش‌های راهبردی بودجه و مالیه

شاخص برآزش تطبیقی	۱/۰۰۰	بزرگ‌تر از ۹۰ درصد	
شاخص برآزش افزایشی	۱/۰۰۱	بزرگ‌تر از ۹۰ درصد	
شاخص برآزش نسبی	۰/۹۹۷	بزرگ‌تر از ۹۰ درصد	
شاخص برآزش مقتصد هنجار شده	۰/۰۸۹	بزرگ‌تر از ۵۰ درصد	شاخص‌های برآزش مقتصد
ریشه میانگین مربعات خطاهای برآورد	۰/۰۰۰	کوچک‌تر از ۱۰ درصد	
کای-مربع هنجار شده به درجه آزادی	۰/۱۸۳	کوچک‌تر از ۳	
شاخص هلتر (۰/۰۵)	۷۱۵۵	بزرگ‌تر از ۲۰۰	سایر شاخص‌ها

منبع: یافته‌های پژوهش

پس از حصول اطمینان از نیکویی برآزش الگوی ساختاری و عدم وجود تفاوت قابل توجه بین معیارهای نیکویی برآزش در الگوی اندازه‌گیری و ساختاری پژوهش، نوبت به بررسی فرضیه‌های پژوهش (تفسیر ضرایب برآوردی بین متغیرهای پنهان و متغیر مشاهده‌پذیر) می‌رسد. نتایج آزمون فرضیه پژوهش در جدول (۹) ارائه گردیده است.

جدول ۹: نتایج مربوط به آزمون فرضیه‌های پژوهش

معنی داری	ضریب مسیر*	مسیر
۰/۳۹۹۰	-۰/۰۳۹	هزینه‌های سیاسی <--- نسبت جمع بدهی‌های جاری به جمع دارایی‌ها
۰/۰۰۰۱	-۰/۱۳۱	هزینه‌های سیاسی <--- نسبت جمع بدهی‌های غیرجاری به جمع دارایی‌ها
۰/۰۰۰۹	۰/۵۳۶	هزینه‌های سیاسی <--- نسبت جمع حقوق صاحبان سهام به جمع دارایی‌ها
۰/۰۰۰۱	-۱/۱۶۷	نسبت دارایی‌های قابل وثیقه‌گذاری <--- نسبت جمع بدهی‌های جاری به جمع دارایی‌ها
۰/۰۰۰۱	-۰/۵۸۹	نسبت دارایی‌های قابل وثیقه‌گذاری <--- نسبت جمع بدهی‌های غیرجاری به جمع دارایی‌ها
۰/۰۰۰۱	۰/۴۰۹	نسبت فرصت‌های رشد <--- نسبت جمع بدهی‌های جاری به جمع دارایی‌ها
۰/۰۰۴۹	۰/۰۸۹	نسبت فرصت‌های رشد <--- نسبت جمع بدهی‌های غیرجاری به جمع دارایی‌ها
۰/۰۰۱۷	۰/۱۰۸	نسبت فرصت‌های رشد <--- نسبت جمع حقوق صاحبان سهام به جمع دارایی‌ها
۰/۰۰۱۲	-۰/۲۲۴	نسبت سودآوری <--- نسبت جمع بدهی‌های جاری به جمع دارایی‌ها
۰/۰۰۰۱	-۰/۱۱۸	نسبت سودآوری <--- نسبت جمع بدهی‌های غیرجاری به جمع دارایی‌ها
۰/۰۰۰۱	۰/۶۱۸	نسبت سودآوری <--- نسبت جمع حقوق صاحبان سهام به جمع دارایی‌ها

\* مقدار استاندارد شده / منبع: یافته‌های پژوهش

نتایج مربوط به آزمون فرضیه‌های پژوهش که در جدول (۹) ارائه شده است حاکی از آن است که هزینه‌های سیاسی اثر منفی بر تأمین مالی از محل بدهی‌های جاری دارد هر چند که شدت آن از نظر آماری معنادار نیست. همچنین نتایج نشان می‌دهد هزینه‌های سیاسی اثر منفی و معنادار بر تأمین مالی از محل بدهی‌های بلندمدت و اثر مثبت و معنی‌دار بر تأمین مالی از محل حقوق صاحبان سهام دارد. از این رو، هر سه فرضیه پژوهش رد می‌شوند.

در بررسی اثر متغیرهای کنترلی بر سیاست‌های تأمین مالی مشاهده می‌شود نسبت دارای‌های قابل وثیقه‌گذاری اثر منفی و معنادار و فرصت‌های رشد اثر مثبت و معنادار بر سیاست‌های تأمین مالی دارند. همچنین نتایج نشان می‌دهد که سودآوری اثر منفی و معنی‌دار بر تأمین مالی از محل بدهی‌ها و اثر مثبت و معنادار بر تأمین مالی از محل حقوق صاحبان سهام دارد.

### نتیجه‌گیری و پیشنهادها ی پژوهش

در این پژوهش به صورت تجربی اثر فرضیه سیاسی (هزینه‌های سیاسی) بر سیاست‌های تأمین مالی با استفاده از رویکرد الگوسازی معادلات ساختار مورد مطالعه قرار گرفت. نتایج پژوهش نشان داد شرکت‌های با هزینه‌های سیاسی بالا، تمایل کمتری به تأمین مالی از محل بدهی‌ها دارند و در مقابل، تأمین مالی از محل حقوق صاحبان سهام را ترجیح می‌دهند. به گونه‌ای که بین هزینه‌های سیاسی و تأمین مالی از محل بدهی‌های جاری رابطه معنی‌داری مشاهده نگردید و نیز بین هزینه‌های سیاسی و تأمین مالی از محل بدهی‌های بلندمدت رابطه منفی و معناداری وجود داشت. از طرفی بین هزینه‌های سیاسی و تأمین مالی رابطه مستقیم و معنادار مشاهده گردید.

یافته‌های پژوهش در تضاد با نتایج مطالعات جانسون و میتون (۲۰۰۳)، سایبی‌بنزا (۲۰۰۴)، دینک (۲۰۰۵)، خواجه و میان (۲۰۰۵)، فریزر و همکاران (۲۰۰۵)، فاسیو (۲۰۰۷)، بوبکری و همکاران (۲۰۰۸)، مارک و فردیناند (۲۰۱۲)، بوبکری و همکاران (۲۰۱۲)، یه و همکاران (۲۰۱۳)، نیلا و فیروز (۲۰۱۷)، خواجه‌وی و حسینی (۱۳۸۹) و آقایی و احمدی گورجی (۱۳۹۴)، صالحی‌نیا و تامرادی (۱۳۹۸) می‌باشد.

در واقع تمایل کم به تأمین مالی از محل بدهی توسط شرکت‌های با روابط سیاسی می‌تواند از آنجا ناشی شود که روابط سیاسی ایجاد شده بین شرکت و دولت، امتیازهای مختلفی از جمله بستن

قراردادهای سودآور، در اختیار قرار دادن ارز دولتی، کاهش تعرفه‌های گمرکی، امتیاز دسترسی به بازار، تخفیف‌های مالیاتی، یارانه‌های دولتی و غیره را نصیب این گروه شرکت‌ها می‌گرداند (رضایی و افروزی، ۱۳۹۴). این قبیل امتیازهای می‌تواند افزایش فرصت‌های رشد، سودآوری و ارزش شرکت را به دنبال داشته باشد. حیدری و همکاران (۱۳۹۴) نیز در پژوهش خود این موضوع را نشان دادند. از این رو، انتظار می‌رود مدیریت این قبیل شرکت‌ها به سطح مناسبی از منابع داخلی دسترسی داشته باشند و نیاز کمتری با تأمین مالی از محل منابع خارجی داشته باشند.

در استدلال دیگر در خصوص یافته‌های پژوهش می‌توان به مطالعه بلیس و گول (۲۰۱۲) اشاره داشت. ایشان در پژوهش خود نشان دادند که شرکت‌های با هزینه‌های سیاسی بیشتر، ریسک و هزینه بدهی بیشتری نسبت به سایر شرکت‌ها دارند. از این رو اعتباردهندگان در خصوص سرمایه‌گذاری در این واحدها، نرخ بازده بالاتری را درخواست می‌کنند که این مسئله می‌تواند تمایل واحدهای تجاری با هزینه‌های سیاسی بالاتر در خصوص تأمین مالی از محل بدهی‌ها را تحت‌الشعاع قرار دهد.

با توجه به مطالب اخیر، سازمان بورس اوراق بهادار می‌بایست به‌عنوان متولی بازار سرمایه در خصوص شناسایی شرکت‌های با روابط سیاسی اهتمام ورزد و سازوکارهایی را طرح‌ریزی نماید که این گروه شرکت‌ها اطلاعاتی در خصوص تعاملات خود با نهادی دولتی را افشا نماید تا شفافیت محیط اطلاعاتی بازار سرمایه بیشتر شود.

در راستای پژوهش حاضر، موضوع‌های پژوهشی پیشنهادی به شرح ذیل می‌تواند در مطالعات آتی مدنظر پژوهشگران قرار گیرد:

۱. بررسی رابطه درصد مالکیت دولتی با تأمین مالی از محل منابع بانکی با تأکید بر نوع

مالکیت بانک‌ها

۲. بررسی رابطه درصد مالکیت دولتی با تأمین مالی از محل منابع بانکی در دوره‌های

مختلف سیاسی (ریاست جمهوری)

۳. بررسی ارتباط بین حضور سیاستمداران در ترکیب اعضای هیئت مدیره و

سیاست‌های تأمین مالی

## فهرست منابع

- ابراهیمی کردلر، علی. و شهریاری، علیرضا. (۱۳۸۸). بررسی رابطه هزینه سیاسی و محافظه‌کاری (فرضیه سیاسی) در بورس اوراق بهادار تهران، *مجله بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۱۶(۵۷): ۳-۵۷.
- اعتمادی، حسین. و منتظری، جواد. (۱۳۹۲). بررسی عوامل مؤثر بر ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با تأکید بر رقابت بازار تولید، *مجله بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۲۰(۳): ۱-۲۶.
- آقایی، محمدعلی. و احمدی گورجی، جلیل. (۱۳۹۴). بررسی حساسیت سرمایه‌گذاری به تأمین مالی داخلی و استقرار شرکت‌های سیاسی و غیرسیاسی، *مجله دانش حسابداری مالی*، ۲(۳): ۱-۲۲.
- بنایی قدیم، رحیم، و سجادی، سیدحسین. (۱۴۰۱). تأثیر مالکیت دولتی بر رابطه بین رقابت اطلاعاتی و پایداری سود. *مجله مطالعات تجربی حسابداری مالی*، در دست چاپ.
- پورحیدری، امید، و همتی، داود. (۱۳۸۳). بررسی اثر قراردادهای بدهی، هزینه‌های سیاسی، طرح‌های پاداش و مالکیت بر مدیریت سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، *مجله بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۱۱(۳۶): ۴۷-۶۳.
- تقی‌زاده، هوشنگ. و پورربی، میروحید. (۱۳۹۳). ارزیابی تأثیر ساختار سرمایه بر سرمایه فکری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، ۶(۲۲): ۱۵۰-۱۳۴.
- جامعی، رضا. و رسولی، پیمان. (۱۳۹۹). هزینه‌های سیاسی و مدیریت سود واقعی: شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران. *مجله دانش حسابداری مالی*، ۷(۳): ۵۳-۸۴.
- جنت مکان، حسین، حمیدیان، محسن. و حاجیها، زهره. (۱۴۰۰). تأثیر ارتباط سیاسی شرکت‌ها بر شاخص عملکرد مدیریت مبتنی بر ارزش و کارایی عملیاتی. *مجله پژوهش‌های تجربی حسابداری*، ۱۱(۴۱): ۷۸-۴۷.
- حیدری، مهدی، دیدار، حمزه. و قادری، بهمن. (۱۳۹۴). بررسی تجربی رابطه بین فرضیه هزینه‌های سیاسی و فرصت‌های رشد شرکت: رویکرد مدل‌سازی معادلات ساختاری، *فصلنامه مطالعات تجربی حسابداری مالی*، ۱۳(۴۷): ۱۴۱-۱۵۶.
- خلیفه‌سلطانی، سیداحمد، ساعدی، رحمان. و اخلاقی، حسنعلی. (۱۳۹۱). بررسی تأثیر ویژگی‌های خاص شرکت و ابزارهای راهبری شرکتی بر ساختار سرمایه با استفاده از مدل توبیت، *مجله حسابداری مالی*، ۴(۱۶): ۱۱۲-۱۳۵.
- خواجه‌جوی شکراله و حسینی سید حسین (۱۳۸۹). بررسی رابطه حمایت سیاسی دولت و ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، *مجله پیشرفت‌های حسابداری*، ۲(۱): ۶۷-۸۴.

#### فصلنامه پژوهش‌های راهبردی بودجه و مالیه

- رحیمیان، نظام‌الدین. و توکل‌نیا، اسماعیل. (۱۳۸۹). اهرم مالی و ارتباط آن با درماندگی مالی و فرصت‌های رشد در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران (روابط خطی و انحنایی)، *مجله حسابداری مالی*، ۵(۲۰): ۱۰۸-۱۲۹.
- رضایی، فرزین. و افروزی، لیلا. (۱۳۹۴). رابطه هزینه بدهی با حاکمیت شرکتی در شرکت‌های دارای ارتباط سیاسی، *مجله پژوهش حسابداری*، ۱۶: ۸۵-۱۱۲.
- 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، *مجله بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۲۱(۴): ۴۴۹-۴۷۰.
- صالحی‌نیا، محسن. و تامرادی، علی. (۱۳۹۸). تأثیر ارتباطات سیاسی و سیاست‌های تأمین مالی. *مجله پژوهش‌های حسابداری مالی*، ۱۱(۲): ۳۹-۶۰.
- محسنی، عبدالرضا. (۱۳۹۷). بررسی رابطه بین ارتباطات سیاسی و هزینه سرمایه حقوق صاحبان سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، *مجله مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار*، ۳۴: ۲۷۳-۲۹۱.
- نظری پور، محمد، پیروزرام، امیر. و خزدوزی، بیژن. (۱۳۹۱). بررسی تأثیر ساختار سرمایه بر نقدشوندگی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران: مطالعه مورد صنعت سیمان، *مجله فروغ تدبیر*، ۲۰: ۸-۲۴.
- نیکومرام، هاشم، بنی‌مهد، بهمن. رهنمای رودپشتی، فریدون. و کیائی، علی. (۱۳۹۲). دیدگاه اقتصاد سیاسی و مدیریت سود، *مجله حسابداری مدیریت*، ۶(۱۸): ۳۱-۴۳.
- یاراحمدی، جاوید.، بزرگ‌اصل، موسی. و ابراهیمی‌نوده، محمد. (۱۴۰۱). تأثیر ارتباطات سیاسی بر میزان سرمایه‌گذاری شرکت‌ها و کارایی آن. *مجله مطالعات تجربی حسابداری مالی*، در دست چاپ.
- Bliss M. A. and Gul F. A. (2012). Political Connection and Leverage: **Some Malaysian Evidence**, 36(8): 2344-2350.
- Boubakri, N., Cosset, J. C., and W. Saffar. (2008). Political connections of newly privatized firms, **Journal of Corporate Finance**, 14: 654-673.
- Boubakri, N., Omrane, G. D. M., and Walid, S. (2012). Political connections and the cost of equity capital, **Journal of Corporate Finance**, 18(2): 541-559.
- Bushman, R. and Piotroski, J. (2006). Financial reporting incentives for conservative accounting: the influence of legal and political institutions. **Journal of Accounting and Economics**, 42: 107-148.
- Cai, J., Xu, N., Feng, Y., and Gao, N. (2022). Political connections and informal financing: use of trade credit in China. **China Journal of Accounting Studies**, 10(1): 26-48.
- Chen D., Jieying, L., Shangkun, L., and Guojun W. (2011). Macroeconomic control, political costs and earnings management: evidence from chinese listed real estate companies, **Journal of Accounting Research**, 4: 91-106.
- Chung, H. S., & Chih, Y. L. (2016). Political connections, financial constraints, and corporate investment. **Review of Quantitative Finance and Accounting**, 7(2): 343-368.



- Dinc, I. S. (2005). Politicians and banks: political influences on government-owned banks in emerging countries. **Journal of Finance and Economics**, 77(2): 453-479.
- Facio, M. (2006). Politically connected firms. **Journal of American Economic Review**, 96(1): 369-386.
- Khwaja, A., & Mian, A. (2005). Do lenders favor politically-connected firms Rent provision in an emerging financial market. **Quarterly Journal of Economics**, 120(4): 1371-1411.
- Leuz, C. and Oberholzer-Gee, F. (2006). Political relationships, global financing and corporate transparency: evidence from Indonesia. **Journal of Financial Economics**, 81(2): 411-439.
- Mark, A., and Ferdinand, A. (2012). Political Connection and Leverage: Some Malaysian Evidence, **Journal of Banking and Finance**, 36(2): 2344-2350.
- Neila, B., & Fayrouz, B. (2017). Political connections and debt access: The case of Tunisian. **International Journal of Economics and Financial**. 7(3): 180-185.
- Rijanto, A. (2022). Political connection status decisions and benefits for firms experiencing financial difficulties in emerging markets. **Problems and Perspectives in Management**, 20(3): 164-177.
- Sapienza, P. (2004). The effect of government ownership on bank lending, **Journal of Finance and Economics**, 72(2):357-384.
- Song, Y., Lina, W., and Zi, Y. (2011). Impacts of political connections on earnings quality of Chinese private listed companies, **Journal of Advances in Education and Management Communications in Computer and Information Science**, 211: 85-92.
- Supatmi, S. (2022). The effect of political connections on firms' performance: The moderating role of leverage. **Jurnal Ekonomi dan Bisnis**, 25(2): 281-294.

