

## تأثیر ارتباطات سیاسی بر انعطاف پذیری مالی شرکت

دکتر علی جعفری

عضو هیات علمی گروه حسابداری، واحد بناب، دانشگاه آزاد اسلامی، بناب، ایران.

jafari.Ali.iau@gmail.com

رضا بیداروند

کارشناسی ارشد حسابداری، واحد بناب، دانشگاه آزاد اسلامی، بناب، ایران.

rezabidarvand71@gmail.com

عاطفه ملکی

کارشناسی ارشد حسابداری، واحد بناب، دانشگاه آزاد اسلامی، بناب، ایران. (نویسنده مسئول).

selena.maleki1376@gmail.com

شماره ۴۵ / تابستان ۱۴۰۰ (جلد چهارم) / صص ۶۱-۷۳  
چشم انداز حسابداری و مدیریت (دوره چهارم)

### چکیده

اقتصاد سیاسی حوزه مهمی در مطالعه علمی پدیده‌های اجتماعی است. این روش، شکل‌گیری پدیده‌های اجتماعی را ناشی از مولفه‌های سیاسی و اقتصادی می‌داند. بر اساس نظریه اقتصاد سیاسی، در اکثر جوامع اقتصادی بازار محور، واحدهای تجاری کانون کنش‌های متقابل اقتصادی، اجتماعی و سیاسی میان گروه‌های مختلف هستند. بنابراین هدف این پژوهش بررسی تأثیر ارتباطات سیاسی بر انعطاف پذیری مالی شرکت‌های عضو بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. جامعه مورد مطالعه شرکت‌های عضو بورس اوراق بهادار تهران با در نظر محدودیت‌های خاص، که از این میان نمونه‌ای شامل ۱۶۶ شرکت فعال در بورس اوراق بهادار تهران انتخاب گردید. قلمرو زمانی تحقیق شامل یک دوره هفت ساله بر اساس صورت‌های مالی شرکت‌های مورد مطالعه طی سال‌های ۱۳۹۲ الی ۱۳۹۸ است و برای آزمون فرضیات از روش رگرسیون خطی چند متغیره با استفاده از نرم‌افزار EVIEWS نسخه ۹، استفاده شده است. نتایج حاکی از آن است که ارتباطات سیاسی بر انعطاف‌پذیری مالی شرکت‌ها تأثیر ندارند.

**واژه‌های کلیدی:** ارتباطات سیاسی، انعطاف پذیری مالی، شرکت‌های بورسی.

### مقدمه

تصمیمات حوزه ساختار سرمایه، تعیین، انتخاب و ترکیب بهترین شیوه تأمین مالی از تصمیمات اساسی شرکتها هستند (فاما و فرنچ<sup>۱</sup>، ۲۰۱۲). به طور خلاصه، دودسته تئوری جهت پیش‌بینی و تبیین ساختار سرمایه شامل تئوری توازن<sup>۱</sup> برگرفته از تهاتر و تبادل مزایای مالیاتی و هزینه‌های ورشکستگی و تئوری سلسله مراتب تأمین مالی بر مبنای تقارن اطلاعاتی وجود دارند. لیری و رابرتس (۲۰۱۰)، دریافته‌اند که هر دو تئوری قادرند بالای ۸۰ درصد رفتار تأمین مالی شرکت‌ها را تبیین نمایند؛ اما پژوهش‌های متعددی نشان داده‌اند که شرکتها کمتر از پیش‌بینی تئوری‌های ساختار سرمایه از بدهی‌ها و استقراض استفاده می‌نمایند. پژوهش‌های گامبا و تریانتیس (۲۰۰۸) و لیری و رابرتس (۲۰۱۰) طی شواهدی نشان دادند که استفاده کمتر از استقراض در تأمین مالی ناشی از انعطاف‌پذیری مالی است و به نظر آنان مهمترین عامل تأثیرگذار بر ساختار سرمایه و تصمیمات تأمین

مالی مدیران شرکتهای، انعطاف‌پذیری مالی است. انعطاف‌پذیری مالی، توان شرکتهای در تأمین مالی جهت عکس‌العمل مناسب در برابر رویدادها و موارد پیش‌بینی نشده برای حداکثر کردن ارزش شرکت را در برمی‌گیرد (بایون<sup>۱</sup>، ۲۰۱۱). انعطاف‌پذیری مالی به دو بعد انعطاف‌پذیری مالی درونی و انعطاف‌پذیری مالی بیرونی تقسیم می‌شود. انعطاف‌پذیری مالی درونی از طریق دو مولفه ظرفیت بدهی و نگهداشت وجه نقد قابل اندازه‌گیری بوده و انعطاف‌پذیری مالی بیرونی نیز از طریق قابلیت نقد شوندگی سهام قابل‌اندازه‌گیری است. مطالعه و بررسی استفاده از نگهداشت وجه نقد، ظرفیت بدهی و نقد شوندگی بازار سرمایه در شرکتهای آمریکایی حاکی از افزایش مداوم وجه نقد، کاهش اهرم مالی فارغ از اندازه شرکتهای و افزایش نقد شوندگی بازار سرمایه (دوره ۲۵ ساله تا سال ۲۰۰۹) بوده است (خالقی مقدم و همکاران، ۱۳۹۶). انعطاف‌پذیری نقش مهمی در توانمندساختن مدیران در خصوص سرمایه‌گذاری در آینده ایفا می‌کند. مشکلات بازار سرمایه، حفظ انعطاف‌پذیری را برای شرکتهای جهت استفاده از فرصت‌های سودآور الزامی کرده است (نجفی‌مقدم، ۱۳۹۶).

نظریه اقتصاد سیاسی، از نیمه دوم قرن بیستم با گسترش و نفوذ مکتب لیبرالیسم، وارد متون اقتصادی جهان شد. این نظریه نه تنها مورد توجه و سیاست‌مداران و اقتصاددانان واقع شده است، بلکه جامعه‌شناسان نیز آثاری در بسط و توضیح این نظریه ارائه داده‌اند. بر اساس این نظریه اقتصاد و سیاست تاثیر متقابل بر یکدیگر دارند. این به این معنا است که فعالیت و تصمیم‌گیری‌ها سیاسی تاثیر مستقیم و غیرمستقیم بر فعالیت‌های اقتصادی و بر عکس دارند (مهدی‌فرد و رویایی، ۱۳۹۴). به اعتقاد فیس‌من<sup>۱</sup> (۲۰۰۱) روابط سیاسی در مقایسه با پایه‌های اقتصادی شرکت، عامل اصلی تعیین‌کننده سودآوری شرکت در کشورهای آسیای شرقی و در حال توسعه است، او معتقد است که عایدات شرکت‌های دارای روابط سیاسی به طور گسترده تحت تاثیر تصمیمات دولتی قرار دارد، که علایق آن‌ها را مورد توجه قرار می‌دهد. در شرکت‌های دارای روابط سیاسی دسترسی به منابع سرمایه‌بستگی زیادی به سود گزارش شده ندارد، زیرا روابط سیاسی منجر به دسترسی آسان به اعتبار و منابع سرمایه از بانک‌های تحت تملک دولت می‌گردد (بوباکری و همکاران<sup>۲</sup>، ۲۰۱۲). نشانه‌های مدیریت سیاسی شرکتی‌ها عبارت‌اند از وجود اعضای هیئت‌مدیره وابسته به دولت، مجلس و مانند این نوع نهادهای سیاسی و یا وجود سهامدار عمده (دارای حداقل ده درصد سهام دارای حق رأی) دولتی و شبه دولتی. این متغیر با بررسی دقیق یادداشت‌های همراه صورت‌های مالی و گزارش هیئت‌مدیره به مجمع عمومی از طریق شناسایی مدیرعامل، اعضای هیئت‌مدیره، سهامداران عمده، اشخاص وابسته و اشخاص در تعامل با شرکت‌های نمونه به انحصار گوناگون صورت می‌پذیرد (لی و وانگ<sup>۳</sup>، ۲۰۱۶). یکی دیگر از معیارهایی که در تحقیقات اخیر برای اندازه‌گیری ارتباط سیاسی مورد استفاده قرار گرفته است، معیار بدهی بلندمدت می‌باشد، مطالعات متعدد (مانند فان و همکاران<sup>۴</sup>، ۲۰۰۸، فان و وانگ<sup>۵</sup>، ۲۰۰۶). نشان داده است که ارتباط سیاسی بیشتر در شرکت‌ها، باعث می‌شود که فرصت دسترسی شرکت‌ها به منابع بلندمدت و کم‌هزینه‌تر فراهم شده و در نتیجه در شرکت‌های با ارتباط سیاسی بالاتر، نسبت بدهی‌های بلندمدت بیشتر می‌گردد (لین و همکاران<sup>۶</sup>، ۲۰۱۵).

<sup>1</sup> Fisman  
<sup>2</sup> Boubakri  
<sup>3</sup> Lee, W. & Wang  
<sup>4</sup> Fan & et al  
<sup>5</sup> Fan, G. & Wang  
<sup>6</sup> Lin & et al

در رابطه با تاثیر ارتباطات سیاسی بر انعطاف‌پذیری مالی شرکت، دو دسته ادبیات وجود دارد. دسته اول، کسب انعطاف‌پذیری مالی را بررسی می‌کند. مدیران مالی ادعا می‌کنند که انعطاف‌پذیری مالی به عنوان اولین تعیین‌کننده سیاست‌های مالی شرکت در نظر گرفته شده است. در همین حال، پژوهشگران به سختی می‌توانند واقعیت تصمیمات مربوط به ساختار سرمایه شرکت را با استفاده از نظریه‌های کلاسیک مانند نظریه توازن و نظریه سلسله مراتبی (ترجیحی) توضیح دهند. به نظر دی-آنجلو و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۱۰) و دنیس و مکئون<sup>۲</sup> (۲۰۱۱) بسیاری از مشکلاتی که در نظریه‌های ساختار سرمایه کلاسیک نقض می‌شود، ناشی از نادیده گرفتن عملکرد انعطاف‌پذیری مالی در تصمیمات مالی است و تنها زمانی که ارزیابی انعطاف‌پذیری مالی در تصمیمات مالی آینده کاملاً سنجیده شود، می‌توان پدیده‌های ذکر شده را، که به نظر می‌رسد مغایر با نظریه‌های کلاسیک هستند، توضیح داد. اگرچه تحقیقات در مورد انعطاف‌پذیری مالی برای مدت طولانی ادامه دارد، اما هنوز هیچ تعریف یکسان و معتبری از آن وجود ندارد. امروزه ادبیات اصلی بر عملکرد انعطاف‌پذیری مالی احتیاط و استفاده در برابر شرایط عدم اطمینان تأکید دارد. دی‌آنجلو و دی‌آنجلو (۲۰۰۷) و گامبا و ترینتیس<sup>۳</sup> (۲۰۰۸) استدلال می‌کنند که انعطاف‌پذیری مالی به توانایی یک شرکت در به دست آوردن و به کارگیری به موقع منابع مالی به منظور جلوگیری و استفاده از وقایع نامشخص اشاره دارد و سپس فرصت‌های ارزشمند سرمایه‌گذاری را درک می‌کند تا حداکثرسازی ارزش تحقق یابد. با توجه به مطالب فوق محقق در این مطالعه به دنبال پاسخگویی به سوال ذیل می‌باشد: که ارتباطات سیاسی بر انعطاف‌پذیری مالی شرکت چه تاثیری دارد؟

### تعریف نظری متغیرها

**انعطاف‌پذیری مالی:** انعطاف‌پذیری مالی به عنوان پلی بین تئوری و عمل تعیین ساختار سرمایه (مهمترین عامل تعیین‌کننده) شرکت‌هاست و توان تأمین مالی جهت عکس‌العمل مناسب در برابر رویدادها و موارد پیش‌بینی نشده برای حداکثر کردن ارزش شرکتها را فراهم می‌نماید (خالقی مقدم و همکاران، ۱۳۹۶).

**ارتباطات سیاسی:** 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)، خواجه‌حسینی (۱۳۸۹)، محمود آبادی 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 استاندارد‌های حسابداری، ۱۳۸۹).

<sup>1</sup> Deangelo et al

<sup>2</sup> Denis D J, McKeon

<sup>3</sup> Gamba, A. Triantis, A

### پیشینه پژوهش

رشیدی باغی (۱۳۹۹)، در پژوهشی به بررسی تاثیر هموارسازی سودهای تقسیمی بر مبنای انعطاف‌پذیری مالی و اصلاح ساختار سرمایه پرداخت. به منظور تجزیه و تحلیل داده‌ها، از روش رگرسیون چندمتغیره با رویکرد پانل دیتا استفاده شد. قلمرو زمانی تحقیق طی سال‌های ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۵ و تعداد ۱۲۰ شرکت - سال از شرکت‌های سرمایه‌گذاری پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران انتخاب و مورد بررسی قرار گرفتند. نتایج تحقیق حاکی از آن است که انعطاف‌پذیری مالی منجر به هموارسازی سودهای تقسیمی می‌شود. همچنین، نتایج حاکی از ارتباط معنادار بین اصلاح ساختار سرمایه و هموارسازی سودهای تقسیمی است. در نهایت، نتایج نشان دادند که اصلاح ساختار سرمایه، اثر معناداری بر تعامل مشترک انعطاف‌پذیری مالی و هموارسازی سودهای تقسیمی ندارد.

صالحی نیا و تامرادی (۱۳۹۸)، در پژوهشی به بررسی تأثیر ارتباطات سیاسی بر سیاست‌های تأمین مالی پرداختند. برای این منظور نمونه‌ای متشکل از ۱۵۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۶ مورد بررسی قرار گرفت. یافته‌های حاصل از آزمون فرضیه‌های پژوهش بیانگر آن است که ارتباطات سیاسی بر نسبت بدهی‌های کوتاه مدت، نسبت بدهی‌های بلند مدت، نسبت مجموع بدهی‌ها و هزینه بدهی تأثیر مثبت و معناداری دارد. همچنین یافته‌ها بیانگر آن است که ارتباطات سیاسی بر رتبه اعتباری شرکت‌ها تأثیر منفی معناداری دارد.

نجفی‌مقدم (۱۳۹۶)، در پژوهشی به بررسی تاثیر انعطاف‌پذیری مالی بر تصمیمات ساختار سرمایه با استفاده از دو مدل برایان کلاک و فولک اندرووانگ پرداخت. به منظور تجزیه و تحلیل داده‌ها، از روش رگرسیون چندمتغیره (با در نظر گرفتن متغیرهای کنترلی) با رویکرد پانل دیتا استفاده شد. قلمرو زمانی تحقیق طی سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۴ و تعداد ۱۳۶ شرکت - سال از شرکت‌های سرمایه‌گذاری پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران انتخاب و مورد بررسی قرار گرفتند. نتایج تحقیق نشان دهنده این موضوع است که ارزش می‌توان نتیجه گرفت که این فرضیه بر اساس مدل برایانکلاک تأیید نمی‌شود. اما مدل فولک اندر و وانگ نشان می‌دهد که بین انعطاف‌پذیری مالی شرکت‌ها در سال‌های گذشته و اهرم مالی سال جاری رابطه معنادار و مستقیمی وجود دارد و این موضوع بر اساس یافته‌های کلاک ۲۰۱۱ مطابقت دارد.

لین و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۱۹) در پژوهشی، تأثیر ارتباطات سیاسی بر نگهداشت وجه نقد شرکتها را بررسی کردند. برای آزمون فرضیه‌ها، از نمونه‌ای متشکل از ۱۳۵۴ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار چین طی دوره زمانی سالهای ۲۰۰۸ تا ۲۰۱۵ استفاده شد. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های پژوهش نشان می‌دهند ارتباطات سیاسی بر نگهداشت وجه نقد تأثیر مثبت و معناداری دارد.

نیلا و فیروز<sup>۲</sup> (۲۰۱۷) در پژوهشی، تأثیر ارتباطات سیاسی بر دسترسی به بدهی را بررسی کردند. در این پژوهش از اطلاعات ۴۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تونس طی سالهای ۲۰۰۹ تا ۲۰۱۴ استفاده شد. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های پژوهش نشان می‌دهد ارتباطات سیاسی بر سطح بدهی‌های کوتاه مدت و بلندمدت و مجموع بدهی‌های شرکت تأثیر مثبت معناداری دارد.

<sup>1</sup> Lin, T., Chang, H., Yu, Hui, F., & Kao, C

<sup>2</sup> Neila, B., & Fayrouz, B

فراندو و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۱۷)، تأثیر انعطاف‌پذیری مالی بر توانایی سرمایه‌گذاری شرکت‌های اروپایی در بحران سال ۲۰۰۷ را مورد بررسی قرار داده و نشان دادند شرکت‌های با انعطاف‌پذیری مالی بالاتر، تأثیرات منفی شوک‌های نقدینگی بر توانایی سرمایه‌گذاری را کاهش داده‌اند.

لیو<sup>۲</sup> (۲۰۱۷)، در پژوهشی در پاسخ به این سوال که آیا ارتباطات سیاسی ذخایر انعطاف‌پذیری مالی را کاهش می‌دهد؟ به تأثیر روابط سیاسی بر انعطاف‌پذیری مالی شرکت‌های خصوصی در چین بررسی پرداختند. و با استفاده از یک نظرسنجی سراسری از شرکت‌های خصوصی چینی، به این نتیجه رسیدند که وقتی محدودیت‌های مالی، عدم اطمینان محیطی و سایر متغیرها کنترل می‌شوند، ارتباطات سیاسی می‌توانند ذخایر انعطاف‌پذیری مالی را کاهش دهند. بعلاوه، استحکام بالای ارتباطات سیاسی، ذخایر انعطاف‌پذیری مالی بیشتری را نسبت به قدرت کم ارتباطات سیاسی کاهش می‌دهد.

### روش تحقیق

این پژوهش از لحاظ رویکرد، طبیعت‌گرایانه و از لحاظ هدف پژوهش، از نوع کاربردی و از لحاظ ماهیت، اصیل (دست اول) و از نظر ماهیت داده‌ها، پژوهش کمی و از لحاظ روش شناخت، توصیفی از نوع همبستگی است و در زمره پژوهش‌های شبه تجربی و پس‌رویدادی قرار دارد. همچنین، این پژوهش از نظر نوع استدلال، قیاسی-استقرایی و از لحاظ بعد زمان، گذشته‌نگر و از نظر طول زمانی داده‌ها، روش ترکیبی (طولی-مقطعی) و به لحاظ روش جمع‌آوری اطلاعات، اسنادکاوی و کتابخانه‌ای می‌باشد. برای جمع‌آوری اطلاعات در زمینه مبانی نظری و پیشینه پژوهش، از روش کتابخانه‌ای و برای جمع‌آوری داده‌های مورد نیاز از بانک اطلاعاتی ره‌آورد نوین، سایت سازمان بورس اوراق بهادار تهران و البته صورت‌های مالی و یادداشت‌های همراه صورت‌های مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران استفاده شد و پس از پردازش توسط نرم افزار اکسل، برای تجزیه و تحلیل و آزمون فرضیه‌های پژوهش مورد استفاده قرار گرفتند. برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از الگوی رگرسیون خطی چند متغیره با استفاده از نسخه نهم نرم‌افزار ایویوز استفاده گردید.

### فرضیه تحقیق

با توجه به متغیرهای تحقیق، فرضیه تحقیق بصورت زیر ارایه می‌شود:  
ارتباطات سیاسی بر انعطاف‌پذیری مالی شرکت‌ها تأثیر دارد.

### تعاریف مفهومی و عملیاتی متغیرها

متغیر وابسته - انعطاف‌پذیری مالی (Flexibility):

به منظور محاسبه انعطاف‌پذیری مالی مطابق پژوهش شعری آناقیز و قربانی (۱۳۹۴)، رشیدی باغی (۱۳۹۹)، از بازده جریان آزاد استفاده خواهد شد. که برابر با نسبت جریان نقد آزاد (جریان نقد آزاد برابر با مجموع هزینه استهلاک و سود خالص پس از کسر مالیات، هزینه بهره و سود تقسیمی است) به ارزش بازار سهام شرکت است (رشیدی باغی، ۱۳۹۹)

<sup>1</sup> Ferrando et al

<sup>2</sup> Liu

متغیر مستقل - ارتباطات سیاسی (POL):

در این تحقیق ارتباطات سیاسی بعنوان متغیر مستقل بوده و به شرکتهایی که توسط دارای ارتباطات سیاسی تشخیص داده شوند عدد یک و در غیر اینصورت عدد صفر داده خواهد شد. جهت سنجش متغیر ارتباطات سیاسی از مطالعات انجام شده توسط لین و همکاران (۲۰۱۵) فان و همکاران (۲۰۰۸)، فان و وانگ (۲۰۰۶) از دو معیار بدهی بلند مدت و نیز وجود اعضای هیات مدیره وابسته به دولت به صورت زیر استفاده خواهد شد:

نسبت بدهی های بلند مدت به کل بدهی ها در هر سال برای هر شرکت محاسبه خواهد شد.

نسبت اعضای هیات مدیره وابسته به دولت به کل اعضا هیات مدیره در هر سال برای هر شرکت محاسبه خواهد شد.

شرکتهایی که نسبت بدهی های بلندمدت به کل بدهی های آنها و نیز نسبت اعضای هیات مدیره وابسته به دولت به کل اعضا هیات مدیره آنها بیشتر از میانه سایر شرکتهای می باشد به عنوان شرکتهای دارای روابط سیاسی می باشند و به آنها عدد یک اختصاص خواهد یافت و ما بقی شرکتهای عدد صفر اختصاص خواهد یافت (ابراهیمی و همکاران، ۱۳۹۶).

در این پژوهش از نسبت بدهی های بلند مدت به کل بدهی ها در هر سال برای هر شرکت به عنوان ارتباطات سیاسی استفاده خواهد شد.

متغیرهای کنترلی

اندازه شرکت (SIZE): استدلال شده است که شرکتهای بزرگ نسبت به شرکتهای کوچک دارای مشکلات عدم تقارن اطلاعاتی و نمایندگی بیشتری هستند (ارسلان و دیگران و ازدین و سالما)، استدلال نموده اند که شرکتهای کوچک نسبت به شرکتهای بزرگ دارای شفافیت اطلاعاتی پایین تری هستند. و همچنین شرکتهای بزرگتر دارای سهامداران سازمانی (حقوقی) بزرگی بوده و این سهامداران نظارت دقیق تر و با کیفیت تری بر مدیران داشته و بدین ترتیب مشکلات نمایندگی را به حداقل ممکن می رسانند. در نتیجه شرکتهای کوچک نسبت به شرکتهای بزرگ دارای هزینه های بالاتر مالی خارجی و دسترسی محدودتر به بازارهای سرمایه می باشند. در تحقیق پیش رو برای مقدار معادل اندازه شرکتهای از لگاریتم میزان فروش شرکتهای نمونه آماری استفاده خواهد شد (رشیدی، ۱۳۹۶).

عمر شرکت (AGE): شرکتهای با عمر بالا از شهرت بالایی در بازار برخوردار بوده و همین امر موجب تسهیل دسترسی شرکتها به تامین مالی خارجی می شود؛ زیرا ارتباط چنین شرکتهایی در یک دوره طولانی تری از زمان با اعتبار دهندگان تصویب می شود. همچنین اندازه شرکت با عمر شرکت رابطه ای مثبت دارد. این متغیر از لگاریتم طبیعی سال تاسیس شرکت تا سال شروع بازه ی زمانی پژوهش قایل اندازه گیری خواهد بود. (لین، ۲۰۱۷).

نسبت سود تقسیمی (div): شرکتهایی که سود سهام تقسیم می نمایند نسبت به شرکتهایی که سود سهام تقسیم نمی کنند احتمال پایینی دارند که با محدودیت های مالی مواجه شود. زیرا زمانی که توانایی آنها در دسترسی به تامین مالی خارجی کاهش یابد، می توانند پرداخت سود سهام را متوقف نمایند و لیکن این معیار باید با احتیاط استفاده شود. زیرا قطع پرداخت سود سهام به منظور حفظ نقدینگی بر ارزش سهام شرکت در بازار می تواند اثر منفی داشته باشد قطع سود تقسیمی موجب کاهش شهرت شرکت در بین سرمایه گذاران برون سازمانی گردیده و همین امر به نوبه خود موجب مشکل تر شدن تامین مالی خارجی می گردد. ابستربروگ استدلال نمودند که سود تقسیمی، جریان نقدی آزاد را کاهش داده و شرکت را مجبور به

تامین مالی خارجی می‌کند. کاهش جریان نقدی آزاد به نوبه خود موجب کاهش مشکلات نمایندگی می‌گردد. این متغیر از نسبت سود تقسیمی هر سهم بر قیمت بازار هر سهم قابل اندازه‌گیری خواهد بود (لین، ۲۰۱۷).  
نرخ بازده دارایی‌ها (ROA): بازده دارایی‌ها نشان دهنده توانایی مدیریت در استفاده کارا از دارایی‌ها می‌باشد و بیشتر بر بروی بازدهی بخش عملیات متمرکز است. این معیار در کنار معیار نسبت بدهی‌ها (میزان استفاده بنگاه از اهرم های مالی نظام دپوانت را تشکیل می‌دهند. و از نسبت سود قبل از مالیات شرکت به کل دارایی های شرکت قابل دستیابی است (لین، ۲۰۱۷).

### جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری این پژوهش شامل تمامی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۸ می‌باشد. همچنین، از حذف سیستماتیک (غربالگری) برای تعیین نمونه پژوهش استفاده شده است؛ بدین صورت که شرکت‌های فاقد ویژگی‌های زیر از جامعه آماری حذف و شرکت‌های باقی‌مانده به عنوان نمونه آماری و مبنای آزمون فرضیه‌های پژوهش قرار گرفتند. نحوه حذف شرکت‌های فاقد ویژگی‌های مدنظر و انتخاب نمونه آماری در جدول ۱ نشان داده شده است. این ویژگی‌ها عبارتند از:

جدول (۱): انتخاب نمونه آماری با اعمال محدودیت ها و شرایط جامعه

سال - شرکت	شرکت	محدودیت ها و شرایط
۳۷۶۶	۵۳۸	کل شرکتهای موجود بورسی و فرا بورسی در پایان سال ۱۳۹۸
(۹۴۵)	(۱۳۵)	حذف شرکتهای شرکت های غیر فعال
(۷۰۰)	(۱۰۰)	برای رعایت قابلیت مقایسه پذیری آنها حذف شرکتهای غیر از دوره منتهی به تاریخ ۲۹ اسفند ماه
(۴۴۸)	(۶۴)	حذف شرکتهای هلدینگ، بانکها و سرمایه گذاری
(۵۱۱)	(۷۳)	عدم دسترسی به داده (کنتورسازی ایران) و شرکتهای غیر تولیدی
۱۱۶۲	۱۶۶	تعداد شرکت های موجود در جامعه آماری بعد از اعمال محدودیت ها و شرایط

لذا شرکتهایی که حائز شرایط فوق نباشند از نمونه آماری بشمار نیامدند که با توجه به شرایط بالا از بین ۵۳۸ شرکت عضو بورس اوراق بهادار تهران (بورسی و فرا بورسی)، تعداد اعضای نمونه آماری تعریف می‌شود. با توجه به رعایت شرایط یاد شده بالا، و با استفاده از روش حذف سیستماتیک از بین شرکتهای واجد شرایط تعداد ۱۶۶ شرکت به عنوان نمونه آماری انتخاب شدند.

### آمار توصیفی داده‌ها

قبل از تحلیل آماری داده های پژوهش، لازم است داده‌های متغیرهای مورد استفاده در پژوهش توصیف شوند. این کار اقدامی در جهت الگوی حاکم و پایه و اساس روابط بین متغیرهاست. لذا قبل از تحلیل فرضیات، متغیرهای پژوهش موردی مورد بررسی قرار می‌گیرد که نتایج آن در جدول شماره ۲ بشرح زیر ارائه شده است.



جدول (۲): توصیف متغیرهای کمی پژوهش

شرح	متغیر					
	انعطاف پذیری مالی	ارتباطات سیاسی	اندازه شرکت	عمر شرکت	نسبت سود تقسیمی	نرخ بازده دارایی‌ها
تعداد شرکت	۱۶۶	۱۶۶	۱۶۶	۱۶۶	۱۶۶	۱۶۶
سال - شرکت	۱۱۶۲	۱۱۶۲	۱۱۶۲	۱۱۶۲	۱۱۶۲	۱۱۶۲
میانگین	۰,۱۵۲	۰,۱۲۲	۶,۲۳۶	۲,۸۳۶	۰,۰۳۳	۰,۱۳۸
میانه	۰,۱۲۲	۰,۰۸۱	۶,۱۶۰	۲,۸۹۰	۰,۰۱۱	۰,۱۱۴
ماکزیمم	۱,۳۴۷	۰,۸۱۱	۸,۹۳۷	۳,۹۵۱	۰,۶۸۵	۰,۶۷۴
مینیمم	-۲,۸۱۱	۰,۰۰۰	۴,۲۲۳	۰,۶۹۳	E-۶,۵۴	-۰,۶۹۹
انحراف معیار	۰,۲۲۰	۰,۱۲۲	۰,۷۳۸	۰,۴۷۷	۰,۰۵۴	۰,۱۶۲
چولگی	-۴,۲۲۴	۱,۸۰۱	۰,۷۲۴	-۰,۶۷۰	۳,۶۹۱	۰,۲۳۲
کشیدگی	۵۹,۰۴۳	۶,۶۵۵	۴,۱۵۸	۴,۸۵۴	۲۷,۶۸۷	۴,۴۰۸

جدول شماره ۲ نشان دهنده پارامترهای توصیفی هر متغیر بصورت جداگانه می‌باشد. این جدول نشان دهنده آمار توصیفی تمامی داده‌های متغیرهای کمی پژوهش مورد استفاده در سطح شرکت‌های نمونه آماری است. آمار توصیفی متغیرها شامل شاخص‌های مرکزی (مانند میانگین، میانه و مد) و شاخص‌های پراکندگی (مانند ماکزیمم، مینیمم، انحراف معیار، کشیدگی، چولگی و واریانس) برای دوره زمانی بین سال‌های ۱۳۹۲ الی ۱۳۹۸ می‌باشد. مهمترین شاخص مرکزی معمولاً میانگین بوده که شاخص اصلی برای مرکزیت داده‌ها محسوب می‌شود. برای نمونه این مقدار برای متغیر نرخ ترم برابر ۰,۲۱۸ بوده که نشان می‌دهد که شرکت‌های نمونه آماری ۲۱,۸ درصد از قدرت خرید خود را از دست داده‌اند. در بخش شاخص‌های پراکندگی هم معمولاً انحراف معیار متغیرهای پژوهش مورد بررسی قرار می‌گیرد. این شاخص نشان دهنده میزان پراکندگی از میانگین نمونه مورد آزمون می‌باشد. برای نمونه این شاخص برای متغیر نرخ بازده دارایی‌ها برابر با (۰,۱۶۲) می‌باشد. که نشان دهنده فاصله کم این متغیر از مرکزیت داده مورد نظر است. همچنین بیشترین مقدار برای نرخ تورم در سال ۱۳۹۸ به مقدار ۴۱,۲ درصد و کمترین آن برای سال ۱۳۹۵ به مقدار ۹ درصد می‌باشد. در نهایت با توجه به ماهیت داده‌های مورد استفاده در این پژوهش (داده‌های تلفیقی-دیتا پانل) تعداد مشاهدات بر اساس دوره و تعداد شرکت ۱۱۶۲ سال-شرکت می‌باشد.

### آمار استنباطی

بخش دوم تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیات آمار استنباطی است. در این بخش تجزیه و تحلیل با استفاده از روش داده‌های تلفیقی یا ترکیبی انجام می‌پذیرد. در گام نخست متغیرهای پژوهش از نرمال بودن با استفاده از آزمون جاک-برا مورد آزمون قرار می‌گیرند. سپس مانایی یا استایی متغیرها با استفاده از آزمون لوین، لین و چو، آزمون هریس و... بررسی می‌شود. در ادامه آزمون اف لیمر و هاسمن برای تعیین نوع رگرسیون شامل روش پول یا پانل، اثرات مقید، ثابت یا تصادفی مورد استفاده قرار می‌گیرد و در نهایت پس از برآورد مدل رگرسیونی ناهمسانی واریانس و آزمون هم خطی انجام می‌شود. که در صورت وجود در تخمین نهایی رفع می‌شود.



## آزمون نرمال بودن

با اینکه نرمال بودن بودن متغیرهای پژوهش یکی از پیش شرطهای رگرسیون می باشد ولی از نظر گجراتی می توان این شرط را در قالب متغیر وابسته مطرح نموده و یا حتی در نظر گرفته نشود. در آزمون جاک برا اگر سطح معنی داری متغیرهای پژوهش بیشتر از ۵٪ باشد متغیر مورد نظر نرمال بوده و در غیر اینصورت نرمال نمی باشد. روش های مختلفی برای نرمال کردن وجود دارد که عبارتند از: توابع نمایی یا لگاریتمی، مثلثاتی، معکوس و ..... که در این میان آزمونی تحت عنوان جانسون در نرم افزار مینی تب وجود دارد که روش های ذکر شده را انجام داده و بهترین آنها را انتخاب کرده و تحت عنوان متغیر نرمال خروجی ارائه می دهد. در صورت عدم نرمال سازی متغیر وابسته که منجر به نرمال شدن مدل می شود. با استفاده از قضیه حد مرکزی با توجه با تعداد مشاهدات بیشتر فرض نرمال بودن متغیرهای پژوهش را می پذیریم. در جدول ۳، با توجه به نتایج آزمون جاک برا سطح معنی داری تمام متغیرها کمتر از پنج درصد بوده فلذا از توزیع نرمال بهره نمی برند بنابراین با استفاده از آزمون تبدیلات جانسون نسبت به نرمال سازی متغیر وابسته (انعطاف پذیری مالی) اقدام می نمائیم.

جدول (۳): آزمون تشخیص توزیع نرمال جارکو برا

نام متغیر	سطح معناداری جارکو برا	تفسیر
انعطاف پذیری مالی	۰,۰۰۰	توزیع نرمال ندارد
ارتباطات سیاسی	۰,۰۰۰	توزیع نرمال ندارد
اندازه شرکت	۰,۰۰۰	توزیع نرمال ندارد
عمر شرکت	۰,۰۰۰	توزیع نرمال ندارد
نسبت سود تقسیمی	۰,۰۰۰	توزیع نرمال ندارد
نرخ بازده دارایی ها	۰,۰۰۰	توزیع نرمال ندارد

## تحلیل و آزمون فرضیه پژوهش

**فرضیه تحقیق:** ارتباطات سیاسی بر انعطاف پذیری مالی شرکت ها تاثیر دارد.

با توجه به نتایج آزمون رگرسیون چندمتغیره در جدول ۴، متغیر ارتباطات سیاسی دارای سطح معناداری بیشتر از ۵ درصد (۰,۲۷۵) و ضریب ۰,۲۰ است، از اینرو ارتباطات سیاسی بر انعطاف پذیری مالی شرکت ها تاثیر معنی داری به لحاظ آماری ندارد. همچنین از بین متغیرهای کنترلی اندازه شرکت، عمر شرکت، نسبت سود تقسیمی و نرخ بازده دارایی ها با انعطاف پذیری مالی شرکت ها رابطه معناداری وجود دارد. نتایج آزمون اف لیمر حاکی از آن است که سطح معنی داری این آزمون کمتر از ۰,۰۵ بوده بنابراین داده های پژوهش پانل بوده و اثرات مقید حذف و آزمون هاسمن را برای تشخیص اثرات تصادفی یا ثابت انجام می دهیم با توجه به نتایج بدست آمده سطح معنی داری این آزمون هاسمن کمتر از ۰,۰۵ بوده لذا نوع رگرسیون فرضیه پانل - اثرات ثابت می باشد. آزمون عدم همبستگی بین متغیرهای پژوهش با استفاده از آماره دوربین - واتسون با مقدار ۱,۵۸۰ ناشی از عدم همبستگی متغیرها است. و مدل برازش شده با توجه به سطح معناداری آماره فیشر که کمتر از ۵ درصد است از اعتبار کافی برخوردار می باشد. ضریب تعیین تعدیل شده نیز با مقدار ۸۵,۳ درصد نشان دهنده تغییرات متغیر وابسته در نتیجه متغیرهای موجود در مدل است. همچنین با توجه به نتایج بدست آمده مشاهده می شود که مقادیر VIF کمتر

از ۱۰ می‌باشند. بطور کلی نتایج حاصله بیانگر عدم وجود هم‌خطی می‌باشد و در پایان با توجه به وجود ناهمسانی واریانس در تخمین نهایی مدل نسبت به رفع آن اقدام گردیده است.

جدول (۴): تخمین نهایی تاثیراتبابطات سیاسی بر انعطاف‌پذیری مالی شرکت‌ها

$Flexibility_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 POL_{i,t} + \alpha_2 SIZE_{i,t} + \alpha_3 AGE_{i,t} + \alpha_4 DIV_{i,t} + \alpha_5 ROA_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$					
متغیرها	ضرایب	خطا	آماره t	سطح معناداری	آزمون هم خطی
ارتباطات سیاسی	۰,۰۲۰	۰,۰۱۹	۱,۰۹۱	۰,۲۷۵	۱,۰۰۶
اندازه شرکت	-۰,۰۶۰	۰,۰۱۲	-۵,۰۵۱	۰,۰۰۰	۲,۶۷۸
عمر شرکت	۰,۳۶۱	۰,۰۲۰	۱۷,۷۲۵	۰,۰۰۰	۱,۴۰۹
نسبت سود تقسیمی	۱,۸۵۳	۰,۰۴۳	۴۲,۵۲۲	۰,۰۰۰	۱,۲۴۱
نرخ بازده دارایی‌ها	-۰,۲۱۸	۰,۰۱۶	-۱۳,۴۰۹	۰,۰۰۰	۲,۳۷۸
C (عرض از مبدا)	۱,۰۳۳	۰,۰۵۳	۱۹,۲۶۷	۰,۰۰۰	----
ناهمسانی واریانس (آزمون بارتلت)	۸۲۸۷,۳۶۲ (۰,۰۰۰)	دوربین واتسون		۱,۵۸۰	
ضریب تعیین	۰,۸۷۵	نوع آزمون		اف لیمر	هاسمن
ضریب تعیین تعدیل شده	۰,۸۵۳	آماره (سطح معنی داری)		۵,۲۷۸ (۰,۰۰۰)	۱۲۲,۸۱۵ (۰,۰۰۰)
آماره فیشر	۴۰,۸۲۶ (۰,۰۰۰)	نوع رگرسیون		پانل - اثرات ثابت	

## بحث و نتیجه گیری

فرضیه تحقیق: ارتباطات سیاسی بر انعطاف‌پذیری مالی شرکت‌ها تاثیر دارد. با توجه به نتایج آزمون رگرسیون چند متغیره و نتایج آزمون فرضیه، متغیر ارتباطات سیاسی دارای سطح معناداری بیشتر از ۵ درصد (۰,۲۷۵) و ضریب ۰,۰۲۰ است، از اینرو ارتباطات سیاسی بر انعطاف‌پذیری مالی شرکت‌ها تاثیر معنی‌داری به لحاظ آماری ندارد. نتایج این فرضیه بر خلاف میانی نظری پژوهش و پژوهش لیو<sup>۱</sup> (۲۰۱۷) می‌باشد.

## پیشنهادها برای تحقیقات آتی

پژوهشگر پس از انجام پژوهش و اتمام مراحل پژوهش با توجه به شناختی که از پژوهش خود بدست می‌آورد دورنمایی بر تحقیقات سایر پژوهشگران در ذهن خود ترسیم نموده و آن را جهت استفاده سایرین در بخش انتهایی پژوهش خود ارائه می‌کند که عبارتند از:

- ✓ پیشنهاد می‌شود که پژوهشی با همین عنوان و برای شرکت‌های فرابورس تهران را در دوره زمانی طولانی‌تر و به تفکیک صنایع و اندازه شرکت‌ها انجام پذیرد.
- ✓ پیشنهاد می‌شود که در تحقیقات آتی تاثیر متغیرهای مانند افشای اطلاعات آینده‌نگر، قابلیت مقایسه صورتهای مالی، کیفیت گزارشگری مالی، ارتباطات سیاسی، سهامداران نهادی و ..... بر انعطاف‌پذیری مالی مورد مطالعه قرار گیرد.

<sup>1</sup> Liu

## منابع

- ✓ ابراهیمی، سید کاظم، بهرامی نسب، علی، حسن زاده، مهدی، (۱۳۹۶)، واکاوی کیفیت گزارشگری مالی و اجتناب مالیاتی در پرتو مالکیت دولتی و ارتباطات سیاسی، مدیریت سازمانهای دولتی، دوره ۵، شماره ۲، صص ۱۵۱-۱۶۶.
- ✓ خالقی مقدم، حمید، حساس یگانه، یحیی، امیری، مقصود، شیره زاده، جلال، (۱۳۹۶)، مدلی برای انعطاف پذیری مالی شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، راهبرد مدیریت مالی، سال ۵، شماره ۱۹، صص ۴۵-۶۷.
- ✓ رشیدی باغی، محسن، (۱۳۹۹)، هموارسازی سودهای تقسیمی بر مبنای انعطاف پذیری مالی و اصلاح ساختار سرمایه، دانش حسابداری، دوره ۱۱، شماره ۱، صص ۸۵-۱۱۲.
- ✓ شعری آناقیز، صابر، قربانی، ناهید، (۱۳۹۴)، رابطه انعطاف پذیری مالی با عملکرد شرکت های سرمایه گذاری در ایران از منظر بازار، تجربی حسابداری، دوره ۴، شماره ۳، صص ۱۶۵-۱۸۰.
- ✓ صالحی نیا، محسن، تامرادی، علی، (۱۳۹۸)، تأثیر ارتباطات سیاسی بر سیاست های تأمین مالی، پژوهش های حسابداری مالی، دوره ۱۱، شماره ۲، صص ۳۹-۶۰.
- ✓ کمیته تدوین استانداردهای حسابداری، (۱۳۹۶)، استانداردهای حسابداری، نشریه شماره ۱۶۰، چاپ بیست و هفتم، تهران: انتشارات سازمان حسابرسی.
- ✓ مهدی فرد، محمدرضا، رؤیایی، رمضانعلی، (۱۳۹۴)، مدیریت سیاسی و قیمت سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار: آزمون نظریه اقتصاد سیاسی، دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، دوره ۸، شماره ۲۵، صص ۱۹-۲۸.
- ✓ نجفی مقدم، علی، (۱۳۹۶)، تاثیر انعطاف پذیری مالی بر تصمیمات ساختار سرمایه با استفاده از دو مدل برایان کلارک و فولک اندرووانگ، مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار، دوره ۸، شماره ۳۳، صص ۱۵۳-۱۸۲.
- ✓ نیکومرام، هاشم، بنی مهد، بهمن، رهنمای رودپشتی، فریدون، کیایی، علی، (۱۳۹۲)، اقتصاد مبتنی بر روابط، روابط سیاسی و کیفیت اقلام تعهدی، دانش حسابرسی، دوره ۱۳، شماره ۵۰، صص ۱۱-۲۹.
- ✓ Boubakri, N., Guedhami, O., Mishra, D., Saffar, W. (2012). Political connections and the cost of equity capital. *Journal of Corporate Finance*, 18 (3): 541- 559
- ✓ Bushman, R. M., J. D. Piotroski, and A. J. Smith. (2004). What Determines Corporate Transparency? *Journal of Accounting Research* 42 (2):207-252
- ✓ Byoun,S.,(2011)."Financial Flexibility and Capital Structure Decision" www. SSRN .com, Hankamer School of Business, Baylor University.
- ✓ Deangelo H, Deangelo L, Whited T M. (2010),Capital Structure Dynamics and Transitory Debt. *Journal of Financial Economics* , 99(2):235-261
- ✓ Denis D J, Mckeon S B. (2011).Debt Financing and Financial Flexibility: Evidence from Pro-active Leverage Increases. *Review of Financial Studies*, 25(6): 1897-1929.
- ✓ Fan, G. &Wang, X. (2006). Marketization index for China's provinces. China: National Economic Research Institute.
- ✓ Fan, J. P. H., Rui, O. M. & Zhao, M. (2008). Public governance and corporate i nance: Evidence from corruption cases. *Journal of Comparative Economics*, 36, 343° 364
- ✓ Ferrando,A. Marchica,M.and Mura,R.(2017). "Financial Flexibility and Investment Ability Across the Euro Area and the UK". *European Financial Management*, 23, PP 87-126.
- ✓ Fisman, R. (2001). Estimating the value of political connections. *The American Economic Review*, 91(4), 1095-1102

- ✓ Gamba, A. Triantis, A. (2008). "The Value of Financial Flexibility". *Journal of Finance*, 63 (5), PP263-296
- ✓ Leary, M. T. Roberts, M. R. (2010). "The Pecking Order, Debt Capacity, and Information Asymmetry". *Journal of Financial Economics*, 95, PP 332-355
- ✓ Lee, W. & Wang, L. (2016). Do political connections affect stock price crash risk? Firm-level evidence from China. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 1, 1- 34.
- ✓ Lin, T., Chang, H., Yu, Hui, F., & Kao, C. (2019). The impact of political connections and business groups on cash holdings: Evidence from Chinese listed firms. *Global Finance Journal*, Vol. 40, No. 3, pp. 65-73.
- ✓ Lin, K. J., Karim, E. K. & Carter, C. (2015). why does China's stock market have highly synchronous stock price movements? An information supply perspective *Advances in Accounting*, 31(1), 68-79
- ✓ Liu, Z. X. (2017). Do Political Connections Decrease Financial Flexibility Reserves? Evidence from Chinese Private Firms, *Universal Journal of Accounting and Finance* 5(2): 37-45.