

## بررسی رابطه بین ارتباطات سیاسی و انعطاف‌پذیری مالی: با استفاده از مدل ظرفیت مازاد بدهی

محمود لاری دشت بیاض

دانشیار گروه حسابداری، دانشکده علوم اداری اقتصادی، دانشگاه فردوسی مشهد، مشهد، ایران  
m.lari@um.ac.ir

زکیه مرندی

دانشجوی دکتری حسابداری، دانشکده علوم اداری اقتصادی، دانشگاه فردوسی مشهد، مشهد، ایران (نویسنده مسئول)،  
Zk.marandi@mail.um.ac.ir

تاریخ دریافت: ۱۳۹۹/۰۶/۱۷ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۰/۱۲/۲۱

### چکیده

مطالعه حاضر به صورت تجربی رابطه بین ارتباطات سیاسی و انعطاف‌پذیری مالی را با استفاده از چهار معیار ارتباطات سیاسی و چهار معیار جهت اندازه‌گیری انعطاف‌پذیری مالی مورد بررسی قرار داده است. نمونه مطالعه حاضر شامل تعداد ۱۴۲ شرکت عضو بورس اوراق بهادار تهران در فاصله زمانی ۱۳۹۳-۱۳۹۷ و شامل چهار فرضیه بود که رابطه بین ارتباطات سیاسی را با معیارهای انعطاف‌پذیری مالی که عبارت‌اند از ظرفیت مازاد بدهی، نسبت اهرمی، نسبت نقدی و نسبت دارایی‌های ثابت مورد بررسی قرار می‌دهد. جهت تحلیل فرضیه‌های پژوهش از رگرسیون لجستیک و رگرسیون حداقل مربعات معمولی بهره گرفته شد. یافته‌های پژوهش حاکی از آن بود، زمانی که عضو هیئت‌مدیره شرکت‌ها علاوه بر نماینده دولت بودن، از اعضای موظف هیئت‌مدیره باشد، رابطه مثبتی بین ارتباطات سیاسی و انعطاف‌پذیری مالی (ظرفیت مازاد بدهی) وجود دارد. دیگر نتایج مطالعه حاکی از تأثیر منفی ارتباطات سیاسی بر اهرم شرکت‌ها بود. همچنین شواهد کمی در رابطه بین ارتباطات سیاسی و نسبت نقدی شرکت‌ها حاصل شد. در نهایت نتایج نشان داد که با افزایش سطح ارتباطات سیاسی، قابلیت وثیقه‌گذاری شرکت‌ها کاهش یافته و منجر به افزایش سطح انعطاف‌پذیری مالی شرکت‌ها می‌گردد.

**واژه‌های کلیدی:** ارتباطات سیاسی، انعطاف‌پذیری مالی، ظرفیت مازاد بدهی، نسبت اهرمی، نسبت نقدی، قابلیت وثیقه‌گذاری.

## ۱- مقدمه

مورد نظر مطالعه حاضر است و می‌تواند نمونه خوبی برای تحلیل ما از رابطه مطرح شده باشد.

در شرکت‌هایی که روابط سیاسی حاکم است محیط عملیاتی شفاف نیست و کیفیت اطلاعات در این شرکت‌ها پایین‌تر از سایر شرکت‌هاست. در نتیجه چنین شرکت‌هایی از کیفیت سود پایین‌تر (لیو<sup>۱۱</sup> و همکاران، ۲۰۱۴) و ارزش بازار کمتری برخوردارند (نیسن و روئزی<sup>۱۲</sup>، ۲۰۱۰). در شرکت‌های دارای ارتباطات سیاسی مداخله سیاستمداران موجب تحریف در تخصیص منابع و در نتیجه عملکرد ضعیف می‌گردد (لینگ<sup>۱۳</sup> و همکاران، ۲۰۱۶)، که منجر به ریسک بیشتر، هزینه بدهی بالاتر، گزارشگری زیان بیشتر و حقوق صاحبان سهام منفی بیشتری می‌گردد (بلیس و گول<sup>۱۴</sup>، ۲۰۱۲). این شرکت‌ها دسترسی آسان‌تری به تأمین مالی بدهی داشته‌اند از این رو نسبت‌های اهرمی بالاتری (جانسون و میتون<sup>۱۵</sup>، ۲۰۰۳) و وجوه نقدی کمتری را دارا می‌باشند (النجر، ۲۰۱۳<sup>۱۶</sup>). اما چنین استدلال شده است که شرکت‌ها در ابتدا انعطاف‌پذیری مالی را از طریق سیاست‌های مالی محافظه‌کارانه و سپس از طریق مانده‌های نقدی زیاد، حفظ می‌کنند (ارسلان<sup>۱۷</sup> و همکاران، ۲۰۱۴). ری‌دیوک و استینر (۲۰۱۷) نیز نشان دادند که اهرم پایین‌تر با ارزش بالاتر شرکت مرتبط است. بنابراین قدرت بالای ارتباطات سیاسی، سطح انعطاف‌پذیری مالی را کاهش می‌دهد نسبت به زمانی که ارتباطات سیاسی کم است (لثو، ۲۰۱۷).

در مطالعه حاضر، ما به صورت تجربی اثر ارتباطات سیاسی را بر انعطاف‌پذیری مالی شرکت‌ها در طی دوره ۱۳۹۲-۱۳۹۶ مورد بررسی قرار دادیم. با توجه به دیدگاه‌های مختلفی که در ادبیات در رابطه بین ارتباطات سیاسی و انعطاف‌پذیری مالی وجود داشت چهار فرضیه تدوین شد. جهت اندازه‌گیری ارتباطات سیاسی چهار حالت در نظر گرفته شد که تقریباً دیدگاه جامع و کاملی را در بررسی اثر ارتباطات سیاسی نسبت به سایر مطالعات صورت گرفته مورد بررسی قرار می‌دهد. همچنین جهت اندازه‌گیری انعطاف‌پذیری مالی نیز بر اساس ادبیات از چهار معیار بهره گرفته شد شامل ظرفیت مزاد بدهی، نسبت اهرمی، نسبت نقدی و نسبت دارایی‌های ثابت. هر یک چهار معیار ذکر شده با چهار حالت ارتباطات سیاسی سنجیده شد. همچنین بر اساس

سیاست‌های دولت اغلب اثرات برجسته‌ای بر عملکرد شرکت‌ها دارد. جای تعجب نیست که شرکت‌ها به دنبال تقویت روابط خوب با مقامات دولتی باشند. چنین روابطی می‌تواند از طریق لابی‌گری‌ها، و یا مشارکت کردن با افراد مرتبط سیاسی برای به‌کارگیری آنان در هیئت‌مدیره‌شان صورت گیرد. به‌ویژه این روابط در سال‌های اخیر کاملاً رایج شده است (هوستن<sup>۱</sup> و همکاران، ۲۰۱۴) و با توجه به اثری که ارتباطات سیاسی بر ارزش شرکت‌ها (فیشرمن<sup>۲</sup>، ۲۰۰۱)، بازده سهام بلندمدت (کوپر<sup>۳</sup> و همکاران، ۲۰۱۰)، عملکرد عرضه اولیه سهام (فان<sup>۴</sup> و همکاران، ۲۰۰۷) و قراردادهای وام (خاجو و میان<sup>۵</sup>، ۲۰۰۵) دارد نفوذ ارتباطات سیاسی بر رفتار شرکت‌ها اخیراً توجه زیادی را به خود جلب کرده است (شن و لین<sup>۶</sup>، ۲۰۱۶). در این راستا انعطاف‌پذیری مالی به عنوان محرک اولیه از تصمیمات ساختار سرمایه شناسایی شده است (گراهام و هاروی<sup>۷</sup>، ۲۰۰۱؛ بانسل و میتو<sup>۸</sup>، ۲۰۰۴). دی آنجلو و دی آنجلو<sup>۹</sup> (۲۰۰۷) و گامبا و تریانتز<sup>۱۰</sup> (۲۰۰۸) انعطاف‌پذیری را به‌عنوان توانایی شرکت در کسب به‌موقع و بکار بردن منابع مالی در جهت جلوگیری و استفاده از رویدادهای نامطمئن و درک فرصت‌های سرمایه‌گذاری ارزشمند برای به حداکثر رساندن ارزش شرکت تعریف کرده‌اند. با این وجود هنوز مطالعات کمی به‌طور تجربی ارتباط بین ارتباطات سیاسی و انعطاف‌پذیری مالی را مورد بررسی قرار داده‌اند. بنابراین در مطالعه حاضر، ما به بررسی این موضوع پرداختیم که ارتباطات سیاسی چگونه می‌تواند بر انعطاف‌پذیری مالی شرکت‌ها اثر بگذارد، و با توجه به نتایج متفاوتی که در مطالعات پیشین حاصل شده است روابط سیاسی مختلف می‌تواند باعث افزایش انعطاف‌پذیری مالی شرکت‌های ایرانی گردد یا کاهش آن.

با توجه به اینکه در اقتصاد ایران، دولت نقش اساسی را در تأمین مالی شرکت‌ها و ساختار سرمایه آن‌ها ایفا می‌نماید و عمده صنایع را شرکت‌های با مالکیت دولتی تشکیل می‌دهد. بنابراین پاسخ به سؤال مطرح شده می‌تواند حائز اهمیت باشد. سیستم بانکی ایران همچنین به‌شدت قانون‌مند است و با توجه به اصول و عقاید مذهبی و پای بندی به قوانین که بر اساس آموزه‌های اسلام در ایران وجود دارد سیستمی مناسب، برای تحلیل روابط

<sup>10</sup> Gamba & Triantis

<sup>11</sup> Lui

<sup>12</sup> Niessen & Ruenzi

<sup>13</sup> Ling

<sup>14</sup> Bliss & Gul

<sup>15</sup> Johnson & Mitton

<sup>16</sup> Al-Najjar

<sup>17</sup> Arslan

<sup>1</sup> Houston

<sup>2</sup> Fisman

<sup>3</sup> Cooper

<sup>4</sup> Fan

<sup>5</sup> Khwaja & Mian,

<sup>6</sup> Shen & Lin

<sup>7</sup> Graham & Harvey

<sup>8</sup> Bancel & Mittoo

<sup>9</sup> DeAngelo & DeAngelo

سیاسی، به احتمال بیشتری مجوزهای وارداتی اهدا می‌شود و این شرکت‌ها ۱۰ برابر سودآورتر و صادرات محورتر از شرکت‌های غیر مرتبط سیاسی هستند. نتایج برخی مطالعات حاکی از آن بود که شرکت‌های دارای روابط سیاسی، محدودیت مالی نشان ندادند در حالی که در شرکت‌های غیر مرتبط عکس این قضیه وجود داشت (چان<sup>۸</sup> و همکاران، ۲۰۱۲). ارتباطات دولتی با محدودیت مالی کمتر همراه است (شن و همکاران، ۲۰۱۶) و برای شرکت‌هایی که محدودیت‌های بیشتری را در دسترسی به وجوه خارجی گزارش کردند حساسیت سرمایه‌گذاری به جریانات نقدی داخلی بالاتر است (کول<sup>۹</sup> و همکاران، ۲۰۱۵). لی<sup>۱۰</sup> و همکاران (۲۰۱۶) نیز در پژوهشی نقش ارتباطات دولتی شرکت‌ها را با دخالت دولت در انتصاب مدیران اجرایی ارشد در شرکت‌های چینی مورد بررسی قرار دادند و دریافتند که شرکت‌ها با منصوب کردن مدیران اجرایی ارشد دولتی، دسترسی آسان‌تری به اعتبارات بانک‌های دولتی دارند. نتایج پژوهش حمیدیان و همکاران (۱۳۹۷) نیز نشان داد که شرکت‌های دارای مدیران توانا اهرم مالی بیشتری نسبت به مدیران بیش از حد خوش‌بین دارند. علاوه بر این ارزش شرکت‌های دارای مدیران توانا بیش از ارزش شرکت‌های دارای مدیران بیش از حد خوش بین می‌باشد.

اما علیرغم وجود اثرات مثبتی که ارتباطات سیاسی دارد از اثرات منفی نیز برخوردار است. یک توضیح برای عملکرد شرکت‌های ضعیف مرتبط با سیاست این است که وقتی سیاست‌مداران منابع را به پروژه‌های مورد علاقه هدایت می‌کنند می‌توانند منجر به ناکارایی سرمایه‌گذاری گردند (جنت مکان و همکاران، ۱۳۹۸). به‌عنوان مثال چانی<sup>۱۱</sup> و همکاران (۲۰۱۱) معتقدند که به دلیل حمایت دولت از ارتباطات سیاسی، در شرکت‌هایی که روابط سیاسی حاکم است محیط عملیاتی شفاف نیست و کیفیت اطلاعات در این شرکت‌ها پایین‌تر از سایر شرکت‌هاست. در نتیجه چنین شرکت‌هایی از کیفیت سود پایین‌تر (لئو و همکاران، ۲۰۱۴) و ارزش بازار کمتری نسبت به سایر شرکت‌های غیر مرتبط سیاسی برخوردارند (نیسن و روئیزی، ۲۰۱۰). لینگ و همکاران (۲۰۱۶) چنین استدلال کردند که در شرکت‌های دارای ارتباطات سیاسی با وجود اینکه دسترسی آسان‌تری به تأمین مالی بلندمدت دارند اما مداخله سیاست‌مداران موجب تحریف در تخصیص منابع و در نتیجه عملکرد ضعیف می‌گردد.

سایر مطالعات انعطاف‌پذیری مالی با استفاده از سایر معیارهایی از جمله اهرم پایین، نسبت نقدی بالا و ترکیبی از هر دو معیار مورد بررسی قرار گرفت، و در نهایت جهت تحلیل حساسیت یافته‌های پژوهش، مدل پژوهش با استفاده از معیارهای مختلف انعطاف‌پذیری مالی و رگرسیون اثرات ثابت سنجیده و برآورد گردید.

مطالعه ما به ادبیات مرتبط با رابطه بین ارتباطات سیاسی و انعطاف‌پذیری مالی به چند روش کمک می‌کند: اول آنکه در مطالعاتی که رابطه بین ارتباطات سیاسی و انعطاف‌پذیری مالی مورد بررسی قرار گرفته است تنها از برخی معیارهای انعطاف‌پذیری (ارسلان و همکاران، ۲۰۰۶؛ رجایی<sup>۱</sup>، ۲۰۱۳؛ می‌چلی و وینسنت<sup>۲</sup>، ۲۰۱۳؛ لیو<sup>۳</sup>، ۲۰۱۷؛ بایون<sup>۴</sup>، ۲۰۱۱)، ظرفیت مازاد بدهی (مارچیکا و مورا<sup>۵</sup>، ۲۰۱۰) بهره گرفته شده است در حالی که ما در این مطالعه جهت اندازه‌گیری ارتباطات سیاسی و انعطاف‌پذیری مالی از معیارهای مختلفی استفاده نمودیم که این عامل خود زمینه‌ای برای بررسی اینکه هر یک از انواع روابط سیاسی منجر به چه نوع انعطاف‌پذیری مالی می‌شوند سودمند است. همچنین مطالعه حاضر در محیط و شرایط سیاسی ایران به‌عنوان یکی از کشورهای در حال توسعه با ساختار دولتی قوی صورت گرفته است بنابراین بینش ارزشمندی را در رابطه با کشورهای در حال توسعه برای سایر محققان و پژوهشگران فراهم می‌آورد.

## مبانی نظری و بسط فرضیه‌ها

### ارتباطات سیاسی

در بررسی نقشی که ارتباطات سیاسی بر تصمیمات مالی شرکت‌ها ایفا می‌کند دو گونه اثر مثبت و منفی یافت شد. در ابتدا در بررسی اثر مثبت آن، فاسیو همکاران (۲۰۰۶) در مطالعه‌ای، احتمال کمک‌های دولتی ۴۵۰ شرکت مرتبط سیاسی را در ۳۵ شرکت در طی سال‌های ۱۹۹۷-۲۰۰۲ مورد بررسی قرار دادند و دریافتند که شرکت‌های مرتبط سیاسی نسبت به شرکت‌های غیر مرتبط، کمک‌های مالی بیشتری دریافت می‌دارند. این شرکت‌ها جهت تأمین مالی خود، دسترسی آسان‌تری به وام دارند و به احتمال کمتری اوراق بهادار خارجی منتشر می‌کنند (لئوز و ابرهولزرگی<sup>۶</sup>، ۲۰۰۶). مبارک و پیورباساری<sup>۷</sup> (۲۰۰۶) نیز نشان دادند که به شرکت‌های مرتبط

<sup>7</sup> Mobarak & Purbasari

<sup>8</sup> Chan

<sup>9</sup> Cull

<sup>10</sup> Le,

<sup>11</sup> Chaney

<sup>1</sup> Rajaei,

<sup>2</sup> Michaely & Vincent

<sup>3</sup> Liu

<sup>4</sup> Byoun

<sup>5</sup> Marchica & Mura

<sup>6</sup> Leuz & Oberholzer-Gee

### ارتباطات سیاسی و انعطاف پذیری مالی

از جمله نظریه‌های ساختار سرمایه در بررسی رابطه بین ارتباطات سیاسی و سیاست‌های مالی، نظریه موازنه، نظریه سلسله مراتبی و نظریه نمایندگی است. بر اساس نظریه موازنه، شرکت‌ها ساختار بهینه سرمایه را با مقایسه مزایای مالیاتی بدهی، هزینه‌های ورشکستگی و هزینه‌های نمایندگی بدهی و حقوق صاحبان سهام انتخاب می‌کنند. این نظریه پیش‌بینی می‌کند که شرکت‌ها سطح بهینه (هدف) ساختار سرمایه را با توازن بین هزینه‌ها و منافع بدهی حفظ می‌کنند که منافع شامل سپر مالیاتی، کاهش مشکلات جریان نقد آزاد و تضاد بالقوه بین مدیران و سهامداران است در حالی که هزینه‌ها شامل درماندگی مالی، هزینه‌های مرتبط با کم سرمایه‌گذاری و مشکلات دارایی‌ها است. این نظریه پیش‌بینی می‌کند که شرکت‌ها اهرم‌شان را در جهت بهینه‌سازی ساختار سرمایه در طی زمان تعدیل می‌کنند و مدعی است که شرکت‌ها یک سطح بدهی هدف تعیین می‌کنند و به تدریج در جهت آن حرکت می‌کنند و بر اساس این نظریه هر افزایش در سطح بدهی منجر به افزایش در ورشکستگی، درماندگی مالی و هزینه‌های نمایندگی می‌شود و در نهایت ارزش شرکت را کاهش می‌دهد. بدین ترتیب یک ساختار بهینه سرمایه ممکن است از طریق توازن بین مزایا و معایب بدهی ایجاد می‌گردد (آتوموا<sup>۵</sup>، ۲۰۱۳).

ادبیات نشان داده‌اند که ویژگی‌های خاص شرکت‌ها، کاربردهای مهمی بر انتخاب‌های تأمین مالی آن‌ها دارد (فرانگ و گوپال<sup>۶</sup>، ۲۰۰۹؛ راجان و زینگلاس<sup>۷</sup>، ۱۹۹۵). با توجه به اینکه ویژگی‌های خاص شرکت‌ها، انتخاب‌های مالی‌شان را شکل می‌دهد بنابراین ارتباطات سیاسی به‌عنوان یکی از ویژگی‌های شرکت‌ها، می‌تواند بر تصمیمات مالی در نتیجه‌ی کاربرد نظریه موازنه تأثیر داشته باشد. مانوس<sup>۸</sup> و همکاران (۲۰۰۷) نشان دادند که شرکت‌های مرتبط سیاسی، قادر به کاهش بدهی‌های مالیاتی با استفاده از ارتباطات سیاسی‌شان هستند آن‌ها همچنین می‌توانند با استفاده از اعتبارات ارزان‌قیمت و کمک‌های دولتی که بر اثر ارتباطات سیاسی خود دریافت می‌دارند ریسک ورشکستگی خود را کاهش دهند (فاسیو و همکاران، ۲۰۰۶) بنابراین بر اساس نظریه موازنه در میان شرکت‌های دارای مالکیت دولتی، سطح بالاتر اهرم وجود دارد (سعید<sup>۹</sup> و همکاران، ۲۰۱۴).

که منجر به ریسک بیشتر، هزینه بدهی بالاتر، گزارشگری زیان بیشتر و حقوق صاحبان سهام منفی بیشتری می‌گردد (بلیس و گول<sup>۱۰</sup>، ۲۰۱۲). اما بوباکر<sup>۱</sup> و همکاران (۲۰۱۲) رابطه بین ارتباطات سیاسی و هزینه سرمایه را مورد بررسی قرار دادند و چنین نتیجه گرفتند که شرکت‌های با روابط سیاسی، هزینه سرمایه کمتری دارند. این شرکت‌ها دسترسی آسان‌تری به تأمین مالی بدهی داشته از این رو نسبت‌های اهرمی بالاتری نسبت به هم‌تایان بدون روابط سیاسی دارند (جانسون و میتون<sup>۲</sup>، ۲۰۰۳). نتایج مطالعه رفیعی‌نیا (۱۳۹۳) نشان داد که چه در شرکت‌های سالم سیاسی و چه در شرکت‌های درمانده سیاسی، ترکیب هیئت مدیره هیچ تاثیری در سطح استفاده از اهرم مالی ندارد.

### انعطاف‌پذیری مالی

انعطاف‌پذیری مالی، توانایی شرکت‌ها برای تأمین مالی عملیات یا سرمایه‌گذاری در زمان مواجهه با شوک‌های ناشی از جریان‌ات نقدی می‌باشد. در واقع هدف از دستیابی به انعطاف‌پذیری مالی، استراتژی مدیریت ریسک گسترده‌تر است و به‌طور کلی از دو طریق برای شرکت‌ها ارزش ایجاد می‌کند. از یک سو به شرکت‌ها در راستای اجتناب از هزینه‌های مستقیم و غیرمستقیم ناشی از درماندگی مالی کمک می‌نماید و از سویی دیگر عاملی جهت وجود منابع در دسترس برای سرمایه‌گذاری شرکت‌ها است (دی وان<sup>۳</sup>، ۲۰۱۱)، همچنین به مدیران شرکت‌ها در برخورد با عدم اطمینان‌ها کمک نموده و به شرکت اجازه می‌دهد تا فرصت‌های رشد خود را بهینه‌سازی نمایند (اد راجپوت<sup>۴</sup> و همکاران، ۲۰۱۹). شرکت‌های با توانایی انعطاف‌پذیری مالی، دسترسی آسان‌تری به بازارهای سرمایه خارجی جهت تأمین مالی و یا فرصت‌های رشد جدید دارند از این رو این شرکت‌ها از موقعیت‌هایی که منجر به سرمایه‌گذاری غیر بهینه یا عملکرد ضعیف می‌شود اجتناب می‌کنند (ارسلان و همکاران، ۲۰۱۴). بنابراین عملکرد شرکت‌های انعطاف‌پذیر مالی، باید از دیگر شرکت‌ها، اثبات‌تر و بهتر باشد (ما و جین<sup>۴</sup>، ۲۰۱۶)، همچنان که مارچیکا و مورا (۲۰۱۰) دریافتند که عملکرد بلندمدت شرکت‌های منعطف مالی، بیشتر از سایر شرکت‌هاست.

<sup>6</sup> Frank & Goyal  
<sup>7</sup> Rajan & Zingales  
<sup>8</sup> Manos  
<sup>9</sup> Saeed

<sup>1</sup> Boubakr  
<sup>2</sup> De Vaan  
<sup>3</sup> Oad Rajput  
<sup>4</sup> Ma & Jin  
<sup>5</sup> Atumwa

که نشان دهنده ناهمگنی قدرت ارتباطات بر رابطه بین تجدید ساختار بدهی و سرمایه گذاری است. چکر و همکاران (۲۰۲۰) تأثیر روابط سیاسی را بر سطح و هزینه بدهی شرکت های آمریکایی تحلیل کردند. نتایج آنان نشان می دهد که در طول سال ۲۰۰۹ تا ۲۰۱۵، در شرکت های دارای روابط سیاسی، نسبت ضریب بدهی به طور قابل توجهی بالاتر بوده و هزینه کمتری از بدهی را نسبت به شرکت های غیر مرتبط تجربه کرده اند. دیگر نتایج نشان داد شرکتهای دارای روابط سیاسی از سطح بدهی بالاتری نسبت به شرکتهای بی ارتباط بهره مند می شوند و ارتباطات سیاسی آنها به آنها مزیتی می بخشد که اثر منفی اهرم بالا بر هزینه بدهی آنها را جبران می کند.

نتایج مطالعه صالحی نیا و تامرادی (۱۳۹۸) نشان داد که ارتباطات سیاسی بر نسبت بدهی های کوتاه مدت، نسبت بدهی های بلند مدت، نسبت مجموع بدهی ها و هزینه بدهی تأثیر مثبت و معناداری دارد. همچنین که ارتباطات سیاسی بر رتبه اعتباری شرکت ها تأثیر منفی معناداری دارد. بر اساس استدلال های فوق فرضیه اول پژوهش عبارتند از:

**فرضیه اول:** بین ارتباطات سیاسی و انعطاف‌پذیری مالی با استفاده از نسبت اهرمی رابطه معنادار وجود دارد.

از سوی دیگر شرکتهای مرتبط سیاسی می‌توانند دسترسی آسان‌تری به تأمین مالی بانکی داشته باشند که این عامل انگیزه منابع نقدی را برای تأمین مالی نیازهای سرمایه‌گذاری آتی کاهش می‌دهد. بنابراین نظریه موازنه یک رابطه منفی بین ارتباطات سیاسی و منابع نقدی شرکت نشان می‌دهد. نظریه موازنه نشان می‌دهد که منابع نقدی بهینه شرکت به‌وسیله موازنه بین هزینه منابع نقدی و منافع آن تعیین می‌شود. داشتن منابع نقدی کافی به منافع سهامداران کمک می‌کند و به‌عنوان سپری برای حمایت از شرکت در مقابل کمبودهای منابع نقدی شرکت عمل می‌کند. زیرا داشتن منابع نقدی کافی به شرکت‌ها اجازه می‌دهد برای سرمایه‌گذاری در پروژه‌های با پتانسیل سرمایه‌گذاری خوب به‌جای تأمین مالی خارجی بپردازند. از آنجاکه شرکتهای مرتبط سیاسی دسترسی آسان‌تری به تأمین مالی خارجی دارند مزایای منابع نقدی کاهش می‌یابد بنابراین نظریه موازنه استدلال می‌کند که رابطه بین ارتباطات سیاسی و منابع نقدی باید منفی باشد (کاسنادی و وی<sup>۴</sup>، ۲۰۱۲). اما نظریه سلسله مرتبی دیدگاه دیگری را ارائه می‌کند. مایرز<sup>۵</sup> (۱۹۸۴) بر مبنای استدلال مایرز و ماجلوف<sup>۶</sup> (۱۹۸۴) این نظریه را ارائه کرد. پیش‌بینی اصلی مدل این است

از دیگر نظریه‌های ساختار سرمایه نظریه نمایندگی است. نظریه نمایندگی درباره هزینه‌های نمایندگی بحث می‌کند که حاصل تضاد بین مدیران و سهامداران است. این نظریه از این ایده شکل گرفت که منافع مدیران شرکت و سهامداران به‌طور کامل، هم‌راستای با یکدیگر نیستند و تضاد بین مدیران و سهامداران بر اثر جدایی مالکیت از کنترل، باعث شد که مدیران به‌جای حداکثر سازی منافع شرکت، تمایل به حداکثر سازی منافع خود داشته باشند (هال و داوار<sup>۱</sup>، ۲۰۱۴). بر اساس نظریه نمایندگی، هدف مالکان حداکثر سازی ثروت است. بنابراین جهت دستیابی به این هدف، مالکان بر عملکرد نمایندگان، نظارت کرده و عملکرد او را ارزیابی می‌کنند. اما زمانی که دولت در نقش مالک در روابط نمایندگی قرار می‌گیرد موضوع فرق می‌کند زیرا اهداف سیاسی بر اهداف حداکثر سازی ثروت ترجیح داده می‌شود (بوباگری و همکاران، ۲۰۰۸)، و مدیران ممکن است از ارتباطات سیاسی به‌عنوان ابزاری برای انتقال ثروت یا سود از شرکت در جهت منافع خود استفاده کنند که موجب تضییع حقوق سهامداران و کاهش ارزش شرکت و افزایش هزینه‌های نمایندگی می‌گردد (خان<sup>۲</sup> و همکاران، ۲۰۱۶). از دیدگاه نمایندگی، شرکتهای دارای روابط سیاسی، حاکمیت شرکتی ضعیف‌تری داشته و در معرض مشکلات نمایندگی بیشتری هستند و دسترسی آسان به اعتبارات در این شرکت‌ها، منجر به انباشت بیشتر منابع نقدی برای استفاده در اهداف سیاسی به هزینه سهامداران می‌گردد (هیلمن و هیت<sup>۳</sup>، ۱۹۹۹). از این رو استفاده از اهرم در ساختار سرمایه، هزینه‌های نمایندگی را کاهش داده و مدیران را به عمل در جهت منافع سهامداران تشویق می‌کند (هال و داوار، ۲۰۱۴). بنابراین بر اساس نظریه نمایندگی رابطه مثبت بین ارتباطات سیاسی و منابع نقدی و ارتباط منفی بین ارتباطات سیاسی و اهرم وجود دارد.

شارما و همکاران (۲۰۲۰) نشان دادند که چگونه ارتباطات سیاسی بر رابطه بین تغییر ساختار بدهی و سرمایه گذاری شرکت تأثیر می‌گذارد. نتایج آنان نشان می‌دهد که در مقایسه با شرکتهای بدون ارتباطات سیاسی، تغییر ساختار بدهی به‌طور موثری کارایی سرمایه‌گذاری در شرکتهای دارای روابط سیاسی را بهبود می‌بخشد. بعلاوه، تأثیر مثبت تغییر ساختار بدهی در سرمایه‌گذاری در شرکتهایی که از ضعف ارتباطات سیاسی برخوردارند، بارزتر است. شایان ذکر است که هرچه قدرت ارتباطات سیاسی از ضعیف به قوی افزایش می‌یابد، تأثیر مثبت تغییر ساختار بدهی بر سرمایه‌گذاری به تأثیر منفی تبدیل می‌شود،

<sup>4</sup> Kusnadi

<sup>5</sup> Myers

<sup>6</sup> Myers & Majluf

<sup>1</sup> Hull & Dawar

<sup>2</sup> Khan & Mihret

<sup>3</sup> Hillman & Hitt

می‌کنند بنابراین آن می‌تواند به‌عنوان یک عامل مهم در تعیین سطح بدهی‌ها باشد (تیتمن و وسلز،<sup>۴</sup> ۱۹۸۸). در این راستا محققان استدلال کردند که رابطه منفی بین سطح بدهی‌ها و دارایی‌های فیزیکی وجود دارد (سعید و همکاران، ۲۰۱۴). همچنین نظریه سلسله مراتبی استدلال می‌کند که دارایی‌های فیزیکی، عدم تقارن اطلاعاتی بین شرکت‌ها و اعتباردهندگان را کاهش داده بنابراین رابطه مثبتی بین دارایی‌های فیزیکی و اهرم وجود خواهد داشت (سعید و همکاران، ۲۰۱۴). هریس و راوبر (۱۹۹۰)<sup>۴</sup> چنین گزارش کردند که شرکت‌های دارای روابط سیاسی به دلیل دارا بودن ارتباط نزدیک با اعتباردهندگان، جهت دریافت وام به وثیقه‌های فیزیکی کمتری نیاز دارند نسبت به سایر شرکت‌های بدون روابط سیاسی. بنابراین چنین استدلال می‌شود که در شرکت‌های دارای روابط سیاسی، هم‌راستای با کاهش نسبت دارایی‌های ثابت، سطح تأمین مالی از طریق بدهی‌ها افزایش می‌یابد. نتایج مطالعه ساکدی و همکاران (۲۰۲۰)<sup>۴</sup> نشان می‌دهد که عملکرد شرکت‌های دارای روابط سیاسی و بدون روابط سیاسی به طور قابل توجهی بر ویژگی‌های خاص شرکت‌ها مانند اهرم، دارایی‌های ثابت، اندازه شرکت و نقدینگی اثر می‌گذارد و ارتباطات سیاسی یک عامل ضروری در نفوذ بر عملکرد شرکت‌ها می‌باشد. بر اساس استدلال‌های فوق فرضیه سوم پژوهش به شرح زیر است:

**فرضیه سوم:** بین ارتباطات سیاسی و انعطاف‌پذیری مالی از طریق قابلیت وثیقه گذاری دارایی‌ها رابطه منفی و معناداری وجود دارد.

ارسلان و همکاران (۲۰۱۴)<sup>۴</sup> چنین استدلال کردند که عملکرد شرکت‌های با انعطاف‌پذیری بالا متفاوت از شرکت‌های با انعطاف‌پذیری پایین است. آن‌ها در مطالعه خود انعطاف‌پذیری مالی را با استفاده از معیارهای مختلف موردسنجش قراردادند و چنین استدلال کردند که شرکت‌های با اهرم پایین‌تر، نسبت به شرکت‌های با اهرم بالاتر منعطف‌تر هستند. آن‌ها هیچ شواهد قانع‌کننده در رابطه با اینکه نسبت نقدی بالا منجر به انعطاف‌پذیری مالی بالاتر می‌شود درنیافتند. نتایج آن‌ها نشان داد که شرکت‌ها، انعطاف‌پذیری مالی را با ترکیبی از اهرم پایین و جریان نقد بالا، حفظ می‌کنند. لی و تانوس<sup>۵</sup> (۲۰۱۶) رابطه مثبتی بین مالکیت دولتی و اهرم نشان دادند. همچنین تیهانی<sup>۶</sup> و همکاران (۲۰۱۹)<sup>۴</sup> نشان دادند که مالکیت دولتی و ارتباطات سیاسی، اثر برجسته‌ای بر استراتژی شرکت‌ها از جمله اهرم مالی دارند.

که شرکت‌ها ساختار بهینه سرمایه نخواهند داشت بلکه در عوض سلسله مراتبی از انتخاب‌های تأمین مالی را دنبال خواهند کرد. این نظریه بر مبنای هزینه‌های حاصل از عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و بازار است. این نظریه پیش‌بینی می‌کند که عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سرمایه‌گذاران، اولویت‌بندی برای منابع تأمین مالی ایجاد می‌کند، بدین‌صورت که در ابتدا تأمین مالی داخلی، به دنبال آن بدهی‌ها و سپس تأمین مالی از طریق حقوق صاحبان سهام شرکت‌ها سعی می‌کنند هزینه‌های انتخاب نامطلوب را حداقل سازند (لری و روبرت<sup>۱</sup>، ۲۰۱۱). در این نظریه، شرکت‌ها در ابتدا منابع داخلی را و بعد از آن منابع مالی خارجی را ترجیح می‌دهند و در میان منابع خارجی، در ابتدا انتشار بدهی را و سپس انتشار حقوق صاحبان سهام را که هزینه عدم تقارن اطلاعاتی بالاتری دارد را ترجیح می‌دهند (کامرا و پی جی<sup>۲</sup>، ۲۰۱۵). این نظریه چنین استدلال می‌کند که از آنجا که سطح بهینه‌ای از منابع نقدی وجود ندارد اینکه یک شرکت دارای ارتباطات سیاسی است یا نه نباید بر سیاست نقدی شرکت اثر بگذارد بدین ترتیب نظریه سلسله مراتبی هیچ رابطه‌ای را بین ارتباطات سیاسی و منابع نقدی نشان نمی‌دهد (کاسنادی و وی، ۲۰۱۲). همچنین در این نظریه با توجه به اینکه اولویت با تأمین مالی داخلی است اهرم به‌عنوان انتخاب دوم در نظر گرفته می‌شود (به دلیل بالا بودن هزینه‌های تأمین آن) برخلاف استدلال این نظریه، ارسلان و همکاران (۲۰۱۴)<sup>۴</sup> در پژوهشی با عنوان انعطاف‌پذیری مالی، عملکرد و سرمایه‌گذاری شرکت در طی سال‌های ۱۹۹۴-۲۰۰۹ که در بین ۱۰۶۸ شرکت انجام دادند چنین استدلال کردند که شرکت‌ها در ابتدا انعطاف‌پذیری مالی را از طریق سیاست‌های مالی محافظه‌کارانه و سپس از طریق مانده‌های نقدی زیاد، حفظ می‌کنند. با این وجود در شرکت‌های دارای ارتباطات سیاسی به دلیل دسترسی آسان‌تر به اعتبارات ارزان، استقراض نسبت به استفاده از منابع داخلی، جذاب‌تر می‌شود. بنابراین این اولویت مطابق با دیدگاه نظریه سلسله مراتبی نیست (سعید و همکاران، ۲۰۱۴). نتایج مطالعه رحمانی (۱۳۹۵) نشان داد که میزان وجه نقد نگه داری شده با افزایش هزینه‌های سیاسی، کاهش می‌یابد. در این راستا فرضیه دوم عبارتند از:

**فرضیه دوم:** بین ارتباطات سیاسی و انعطاف‌پذیری مالی با استفاده از نسبت نقدی رابطه معنادار وجود دارد.

بر اساس نظریه موازنه، شرکت‌ها از دارایی‌های فیزیکی به‌عنوان وثیقه جهت دریافت وام از اعتبار دهندگان استفاده

<sup>4</sup> Harris & Raviv

<sup>5</sup> Le & Tannous

<sup>6</sup> Tihanyi

<sup>1</sup> Leary & Roberts

<sup>2</sup> Komera & PJ

<sup>3</sup> Titman & Wessels

### روش‌شناسی پژوهش

مطالعه حاضر از نظر هدف جزء مطالعات کاربردی، از نظر شیوه اجرای پژوهش جزء مطالعات همبستگی و از جهت نحوه جمع‌آوری داده‌ها جزء مطالعات پس رویدادی و آرشیوال است. جامعه آماری پژوهش حاضر، لیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در فاصله زمانی ۱۳۹۷-۱۳۹۳ است که با در نظر گرفتن شرایطی تعدیل شد که عبارتند از: جهت کنترل اثر زمانی، پایان سال مالی آن‌ها منتهی به ۲۹ اسفندماه باشد. شرکت‌ها از نوع سرمایه‌گذاری، واسطه‌گری مالی، بانک‌ها یا بیمه نباشند زیرا افشای اطلاعات مالی و ماهیت فعالیت این نوع شرکت‌ها متفاوت است. داده‌های حداقل 5 شرکت در صنایع مربوطه وجود داشته باشد. اطلاعات موردنیاز برای انجام پژوهش را دارا باشند.

جدول ۱: فرایند غربال‌گری شرکت‌های عضو نمونه در بازه

#### زمانی پژوهش

۴۱۵	تعداد کل شرکت‌های عضو بورس اوراق بهادار در پایان سال ۱۳۹۷
(۱۷۱)	شرکت‌هایی که پایان سال مالی آنها منتهی به ۲۹ اسفند ماه نباشد
(۳۵)	شرکت‌های سرمایه‌گذاری، بیمه، لیزینگ و هلدینگ
(۶۷)	شرکت‌هایی که داده‌های مورد نیاز برای محاسبه متغیرهای پژوهش را نداشتند
۱۴۲	تعداد کل شرکت‌های گروه نمونه برای تحلیل فرضیه‌های پژوهش

با اعمال شرایط فوق در مجموع تعداد ۷۱۰ شرکت-سال در بازه زمانی ذکرشده انتخاب شد. لازم به ذکر است با توجه به اینکه از شرایط تعیین ظرفیت مازاد بدهی دارا بودن ظرفیت مازاد بدهی برای حداقل سه سال است در نتیجه از اطلاعات دو سال قبل از هر سال جهت تعیین آن استفاده شد بنابراین از داده‌های سال‌های ۹۱ تا ۹۷ بهره گرفته شد و سال‌های مؤثر در پژوهش از ۹۳ تا ۹۷ بوده است. اطلاعات لازم برای تحلیل فرضیه‌های پژوهش از طریق نرم‌افزار ره‌آورد نوین، پایگاه رسمی سازمان بورس اوراق بهادار و سایت کدال جمع‌آوری و با استفاده از نرم‌افزار SPSS و Eviews تحلیل شد.

نتایج مطالعه‌ای دیگر که با استفاده از مصاحبه با ۸۰۰۰ مدیران مالی ارشد شرکت‌های فرانسوی در سال ۲۰۰۹ انجام شد حاکی از آن بود که شرکت‌های با تأمین مالی داخلی احتمالاً، اهرم کمتر، و نسبت‌های نقدی بیشتری دارند و اثر کمتری از بحران‌ها در عملیات تجاری‌شان حاصل می‌کنند. در این مطالعه چنین استدلال شد که شاخص‌های اهرم، نقدینگی و  $Z$  آلتمن می‌توانند معیارهای بهتری از انعطاف‌پذیری مالی باشند. به عقیده بایون (۲۰۱۱) شرکت‌های در حال توسعه جهت افزایش انعطاف‌پذیری مالی، از طریق تأمین مالی حقوق صاحبان سهام، منابع نقد انباشته می‌کنند و سطح اهرم کمتری را نگهداری می‌کنند. دیجانگ<sup>۱</sup> و همکاران (۲۰۱۲) نیز با تمرکز بر انعطاف‌پذیری مالی شرکت‌ها، دریافتند که شرکت‌های با ظرفیت بدهی استفاده‌نشده بالا، در سال‌های آتی سرمایه‌گذاری بیشتری می‌کنند نسبت به شرکت‌های با ظرفیت بدهی استفاده‌نشده کمتر. ریدیوک و استینر<sup>۲</sup> (۲۰۱۷) نیز نشان دادند که اهرم پایین‌تر با ارزش بالاتر شرکت مرتبط است و در حالت وجود حاکمیت مدیریتی ضعیف، نتایج آنان نشان داد که قراردادهای بدهی تضمین نشده به‌عنوان یک تعهد مدیریتی عمل می‌کنند که ظرفیت بدهی شرکت را جهت افزایش انعطاف‌پذیری مالی ذخیره می‌کند.

جیو<sup>۳</sup> و همکاران (۲۰۱۹) در بررسی رابطه بین نفوذ سیاسی و انعطاف‌پذیری مالی، اثر نفوذ سیاسی در سطح کلان و ارتباطات سیاسی در سطح خرد را بر سرعت تعدیل نسبت اهرمی هدف (معیاری از انعطاف‌پذیری مالی) مورد بررسی قرار دادند و چنین استدلال کردند که شرکت‌هایی که مزایای سیاسی بیشتر و ارتباطات سیاسی قوی‌تری دارند از سرعت تعدیل بیشتر یا به عبارتی انعطاف‌پذیری بیشتری برخوردارند. لیو (۲۰۱۷) نیز در مطالعه خود اثر ارتباطات سیاسی را بر انعطاف‌پذیری مالی شرکت‌های خصوصی چین مورد بررسی قرارداد و چنین نتیجه گرفت که قدرت بالای ارتباطات سیاسی، نسبت به زمانی که ارتباطات سیاسی کم است، ذخایر انعطاف‌پذیری مالی را کاهش می‌دهد. بر این اساس فرضیه چهارم پژوهش به شرح زیر تدوین شد:

**فرضیه چهارم:** بین ارتباطات سیاسی و انعطاف‌پذیری مالی با استفاده از ظرفیت مازاد بدهی رابطه معنادار وجود دارد.

<sup>3</sup> Gu

<sup>1</sup> De Jong

<sup>2</sup> Riddiough & Steiner

## متغیرهای پژوهش

## متغیر وابسته

**انعطاف‌پذیری مالی FLEX:** در پژوهش‌های مختلف برای ارزیابی انعطاف‌پذیری مالی از معیارهای مختلفی بهره گرفته شده است. از جمله نسبت وجه نقد به کل دارایی‌ها (ارسلان و همکاران، ۲۰۱۴)، نسبت وجه نقد به بدهی‌های کوتاه‌مدت (رجایی، ۲۰۱۳)، نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها (می‌چلی و وینست، ۲۰۱۳)، مجموعه انعطاف‌پذیری نقدی و بدهی (لیو، ۲۰۱۷)، نسبت جریان وجه نقد عملیاتی بر ارزش بازار دارایی‌ها (بایون، ۲۰۱۱) و ظرفیت مازاد بدهی (مارچیکا و مورا، ۲۰۱۰). در مطالعه حاضر چهار بعد برای انعطاف‌پذیری مالی در نظر گرفته شد شامل معیار ظرفیت مازاد بدهی، نسبت نقدی، نسبت اهرمی و قابلیت وثیقه‌گذاری (نسبت دارایی‌های ثابت).

**ظرفیت مازاد بدهی (DC):** در مطالعه حاضر از ظرفیت مازاد بدهی به‌عنوان یکی از معیارهای انعطاف‌پذیری مالی بهره گرفته شد که جهت اندازه‌گیری آن از مدل مارچیکاو مورا (۲۰۱۰) به شرح رابطه (۱) بهره گرفته شد. آن‌ها معتقد بودند یکی از شاخص‌های انعطاف‌پذیری مالی، نسبت‌های اهرمی است که کمتر شدن آن در طی سال‌های مختلف نشان‌دهنده انعطاف‌پذیری مالی است.

رابطه (۱)

$$LEV_{it} = \alpha_1 LEV_{it-1} + \beta_1 Ind + \beta_2 M/B_{it} + \beta_3 Size_{it} + \beta_4 Tan_{it} + \beta_5 Profitability_{it} + \beta_6 Inflation_t + \varepsilon_{it}$$

که در این رابطه

LEV: نسبت بدهی به جمع دارایی‌های شرکت، Ind: میانه بدهی شرکت‌های حاضر در صنعت، M/B: نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری دارایی‌ها، Size: لگاریتم دارایی‌های شرکت، Tan: نسبت دارایی‌های ثابت به کل دارایی‌ها (قابلیت وثیقه‌گذاری دارایی‌ها)، Profitat: سود قبل از بهره و مالیات به جمع دارایی‌ها؛ Inflation: نرخ تورم سال مطابق اعلام بانک مرکزی؛ و  $\varepsilon$ : باقیمانده مدل (بدهی‌های برآوردی). بر اساس رابطه فوق، شرکت‌هایی دارای ظرفیت مازاد بدهی در نظر گرفته می‌شوند که انحراف منفی بین مقادیر واقعی و مقادیر برآوردی هدف داشته باشند و زمانی که مقدار این انحراف بزرگ‌تر از ۱۰٪ نسبت بدهی (متغیر وابسته) باشد آن شرکت دارای ظرفیت مازاد بدهی است. چنانچه هر شرکت برای حداقل سه سال متوالی دارای ظرفیت مازاد بدهی باشد آن شرکت دارای انعطاف‌پذیری مالی در نظر گرفته می‌شود و درنهایت بر اساس نتایج حاصله در هر شرکت، چنانچه شرکت دارای انعطاف‌پذیری باشد عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر لحاظ می‌شود.

## نسبت نقدی (CASH) و اهرمی (LEV) ارسلان و

همکاران (۲۰۱۴) از دو معیار نسبت‌های اهرمی و نقدی برای اندازه‌گیری انعطاف‌پذیری مالی بهره گرفتند و معتقد بودند که شرکت‌ها می‌توانند انعطاف‌پذیری مالی‌شان را از طریق هر دو سیاست‌های اهرمی و نقدی حفظ کنند. از این‌رو بر اساس مطالعه آنان نسبت اهرمی با استفاده از تقسیم کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها و نسبت نقدی با استفاده از تقسیم مجموع وجه نقد و معادل وجه نقد شرکت‌ها بر کل دارایی‌ها حاصل شد.

## قابلیت وثیقه‌گذاری دارایی‌ها (FA): که بر مبنای نسبت

دارایی‌های ثابت (ناخالص اموال ماشین‌آلات و تجهیزات) بر کل دارایی‌ها محاسبه می‌گردد (سعید و همکاران، ۲۰۱۴؛ پولسون و همکاران، ۲۰۱۳). بر اساس نظر گالن و همکاران (۲۰۰۸) بالاتر بودن این نسبت به معنای انعطاف‌پذیری واقعی کمتر است. هریس و راویو (۱۹۹۰) رابطه منفی بین قابلیت وثیقه‌گذاری دارایی‌ها و نسبت اهرمی نشان دادند.

## متغیر مستقل

## ارتباطات سیاسی (PC)

جیو و همکاران (۲۰۱۸) در مطالعه خود استدلال کردند اولین و ساده‌ترین معیار که نشان می‌دهد یک شرکت تحت کنترل دولت است این است که سهامدار کنترلی آن (بزرگ‌ترین سهامدار) نماینده دولت یا نماینده شرکت تحت مالکیت دولتی باشد. فاسیو (۲۰۰۶) شرکت را مرتبط از نظر سیاسی تعریف کرد اگر حداقل یکی از سهامداران بزرگ آن (دارای حداقل ۱۰ درصد سهام با حق رأی) یا یکی از مدیران ارشدش عضوی از پارلمان یا رهبر ایالت یا از سیاستمداران دولتی باشد. در مطالعه حاضر، متغیر ارتباطات سیاسی به‌عنوان یک متغیر مجازی در نظر گرفته شد که با چهار حالت اندازه‌گیری و مورد بررسی قرار گرفت. در هر حالت در صورت وجود ارتباط سیاسی مقدار یک و در غیر این صورت مقدار صفر لحاظ شد.

PC1: در صورتی که حداقل یکی از اعضای هیئت‌مدیره نماینده دولت یا نماینده شرکت تحت مالکیت دولتی باشد شرکت دارای ارتباطات سیاسی در نظر گرفته می‌شود.

PC2: در صورتی که بزرگ‌ترین سهامدار شرکت (که حداقل ۱۰ درصد سهام با حق رأی را داشته باشد) نماینده دولت باشد.

PC3: در صورتی که اعضای هیئت‌مدیره نماینده دولت، عضو موظف هیئت‌مدیره باشند نیز بررسی گردید. استدلال بر این است که اعضای موظف به دلیل حضور فیزیکی و دخالت مستقیم در امور شرکت از کنترل بیشتری بر عملکرد شرکت و تصمیم‌گیری‌های درون‌سازمانی برخوردار می‌باشند.



PC4: نسبت اعضای هیئت‌مدیره که دارای روابط سیاسی هستند به کل اعضای هیئت‌مدیره.

### متغیرهای کنترلی

**QTobin**: معیاری از فرصت‌های رشد شرکت است. شرکت‌های با رشد بالقوه بالاتر، بیشتر نگران مشکلات بدهی بالاتر هستند و بدین ترتیب انتظار می‌رود اهرم کمتری داشته باشند (لمبرینوداکیس<sup>۱</sup> و همکاران، ۲۰۱۴). از طریق کل دارایی‌ها منهای مجموع ارزش دفتری بدهی‌ها و ارزش بازار حقوق صاحبان سهام تقسیم‌بر کل دارایی‌ها قابل‌محاسبه است.

**TANG**: معیار قابلیت وثیقه‌گذاری دارایی‌ها است، که از طریق تقسیم ارزش اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات بر ارزش دفتری دارایی‌ها حاصل می‌شود. شرکت‌هایی که عملیات آن‌ها با دارایی ثابت بیشتری انجام می‌شود ظرفیت بدهی بیشتری دارند با توجه به اینکه دارایی‌های ثابت در حالت پیش‌فرض ارزش نقدینگی بالاتری دارند (لمبرینوداکیس و همکاران، ۲۰۱۴). لازم به ذکر است که متغیر مذکور در مدل چهارم به‌عنوان متغیر وابسته است (به‌عنوان معیار نسبت دارایی‌های ثابت) و در سایر مدل‌ها به‌عنوان متغیر کنترلی لحاظ شده است.

**SIZE**: معیاری از اندازه شرکت است که با استفاده از لگاریتم طبیعی ارزش بازار دارایی‌ها حاصل می‌شود. شرکت‌های بزرگ به دلیل اینکه سرمایه‌گذاران درباره آن‌ها اطلاعات بیشتری دارند از ریسک کمتری برخوردارند بنابراین انتظار می‌رود تا ظرفیت بدهی بیشتری داشته باشند (لمبرینوداکیس و همکاران، ۲۰۱۴).

**PROF**: معیار سودآوری شرکت است که از طریق سود قبل از بهره و مالیات تقسیم بر ارزش دفتری دارایی‌ها حاصل می‌شود. شرکت‌های سودآورتر انتظار می‌رود تا اهرم کمتری داشته باشند زیرا دسترسی به وجوه تأمین‌شده داخلی باعث کاهش نیاز به تأمین مالی بدهی که گران‌قیمت است می‌شود. بنابراین سودهای انباشته می‌تواند نسبت اهرم دفتری را کاهش دهد (لمبرینوداکیس و همکاران، ۲۰۱۴).

**AGE**: عمر شرکت است که با استفاده از لگاریتم طبیعی تعداد سال‌های فعالیت شرکت از ابتدای فعالیت آن محاسبه می‌گردد. بایون (۲۰۰۸) نشان داد شرکت‌هایی که در مرحله بلوغ هستند وابستگی بیشتری به منابع داخلی و وجوه عملیاتی دارند و از بدهی‌ها به نحو متعادل‌تری استفاده می‌کنند.

**WW**: معیار محدودیت مالی است. پولسن و همکاران (۲۰۱۳) بیان کردند که شرکت‌های با محدودیت مالی بالا، انعطاف‌ناپذیر هستند زیرا آن‌ها با محدودیت تأمین مالی مواجه

می‌شوند که توانایی‌شان را برای افزایش سرمایه‌گذاری در پاسخ به جریان نقدی بالاتر محدود می‌کند. در مطالعه حاضر جهت اندازه‌گیری محدودیت مالی از معیار محدودیت مالی وایتد و وو<sup>۲</sup> (۲۰۰۶) که توسط کردلر و همکاران (۱۳۸۷) بر اساس شرایط ایران بومی‌سازی شده است استفاده شد. نحوه محاسبه به شرح رابطه (۷) است.

رابطه (۷)

$$ww_{it} = 80.04 - 5.182 CFO - 0.106DIV + 5.112 LEV - 0.662 LOG TA$$

در این رابطه، CFO، جریان نقد حاصل از عملیات تقسیم‌بر جمع دارایی‌ها در انتهای دوره، DIV سود سهام پرداختنی تقسیم‌بر جمع دارایی‌های انتهای دوره، LEV نسبت بدهی و حاصل تقسیم بدهی بلندمدت بر دارایی‌های انتهای دوره است، و LOG TA لگاریتم ارزش دفتری دارایی‌ها در پایان دوره است. **MB**: نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری دارایی‌ها است.

### مدل پژوهش و روش آزمون فرضیه

در مطالعه حاضر جهت تحلیل فرضیه اول، دوم، سوم و چهارم پژوهش به ترتیب از مدل به شرح روابط (۹)، (۱۰) و (۱۱) بهره گرفته شد. در رابطه ذکرشده متغیر PC دارای چهار حالت است که مدل پژوهش با هر چهار حالت سنجیده و تحلیل می‌گردد. همچنین جهت آزمون فرضیه پژوهش، با توجه به اینکه متغیر وابسته پژوهش انعطاف‌پذیری مالی است که از طریق چهار رابطه مختلف (ظرفیت مازاد بدهی، نسبت اهرمی، نسبت نقدی و معیار قابلیت وثیقه‌گذاری دارایی‌ها) سنجیده می‌شود در حالتی که متغیر وابسته شاخص ظرفیت مازاد بدهی باشد از رگرسیون لجستیک، و در حالت استفاده از سایر شاخص‌ها از رگرسیون OLS بهره گرفته شد.

رابطه (۹)

$$FF(DC)_{it} = \beta_0 + \beta_1 PC_{it} + \beta_2 TOBIN_{it} + \beta_3 TANG_{it} + \beta_4 MB_{it} + \beta_5 LOG AGE_{it} + \beta_6 SIZE_{it} + \beta_7 WW_{it} + \beta_8 PROF_{it} + \beta_9 DUM YEAR_{it} + \beta_{10} DUM INDUST_{it} + \epsilon_{it}$$

رابطه (۱۰)

$$FF(LEV)_{it} = \beta_0 + \beta_1 PC_{it} + \beta_2 TOBIN_{it} + \beta_5 LOG AGE_{it} + \beta_7 WW_{it} + \beta_8 PROF_{it} + \beta_9 DUM YEAR_{it} + \beta_{10} DUM INDUST_{it} + \epsilon_{it}$$

رابطه (۱۱)

$$FF(CASH)_{it} = \beta_0 + \beta_1 PC_{it} + \beta_2 TOBIN_{it} + \beta_3 TANG_{it} + \beta_5 LOG AGE_{it} + \beta_7 WW_{it} + \beta_8 PROF_{it} + \beta_9 DUM YEAR_{it} + \beta_{10} DUM INDUST_{it} + \epsilon_{it}$$

<sup>2</sup> Whited & Wu,

<sup>1</sup> Lambrinouidakis

رابطه (۱۲)

$$FF(FA)_{it} = \beta_0 + \beta_1 PC_{it} + \beta_2 TOBIN_{it} + \beta_5 LOG\ AGE_{it} + \beta_6 SIZE_{it} + \beta_7 PROF_{it} + \beta_8 DUM\ YEAR_{it} + \beta_9 DUM\ INDUST_{it} + \varepsilon_{it}$$

MB بیشتر است. در رابطه با متغیر PROF نیز چنین نتیجه‌ای حاصل شد. نتایج توصیفی شاخص اندازه شرکت در هر سه گروه نمونه، حاکی از بزرگ بودن شرکت‌های دارای ارتباطات سیاسی است. نتایج نشان داد که میانگین شاخص‌های TOBIN و TANG در دو گروه مرتبط سیاسی و غیر مرتبط سیاسی، هیچ تفاوت معناداری با یکدیگر ندارند. نتیجه حاصله هم‌راستای با نتیجه مطالعه ارسلان و همکاران (۲۰۱۴) است.

مقدار میانگین محدودیت مالی (WW) در هر سه گروه فرعی پژوهش، در شرکت‌های غیر مرتبط سیاسی بیشتر است. مطالعات نیز چنین استدلال کردند که شرکت‌های دارای ارتباطات سیاسی از دسترسی بیشتری به منابع تأمین مالی برخوردار بوده و در نتیجه از محدودیت مالی کمتری دارند (چان و همکاران، ۲۰۱۵؛ شن و همکاران، ۲۰۱۵).

جدول (۳) نیز آمار توصیفی مرتبط با متغیرهای پژوهش در دو گروه شرکت‌های دارای ظرفیت مازاد بدهی و بدون ظرفیت مازاد بدهی را نشان می‌دهد. همچنان که نتایج نشان می‌دهد میانگین متغیر اهرم در شرکت‌های دارای ظرفیت مازاد بیشتر از سایر شرکت‌ها است و این تفاوت معنادار است. چنین رابطه‌ای برخلاف آنچه بود که در ادبیات مرتبط استدلال شد (مارچیکا و مورا، ۲۰۱۰). علت این تفاوت را می‌توان به شرایط سیاسی و اقتصادی کشورهای مختلف نسبت داد. نتایج جدول (۲) نشان می‌دهد که میانگین نسبت نقدی، ارزش بازار به ارزش دفتری (MB)، نسبت دارایی‌های ثابت (TANG)، و محدودیت مالی (WW) در شرکت‌های دارای ظرفیت مازاد بدهی بیشتر و میزان سودآوری (PROF)، فرصت‌های رشد (TOBIN)، و اندازه شرکت در شرکت‌های بدون ظرفیت مازاد بدهی بیشتر است اما تفاوت‌های بین دو گروه معنادار نبود.

لازم به ذکر است که جهت شناسایی و تعدیل داده‌های پرت، همه متغیرهای پژوهش در سطح صدک اول و صدک ۹۹ وینسورایز شدند. بدین صورت که مقادیر کمتر از صدک اول با مقدار صدک اول و مقادیر بیشتر از صدک ۹۹ با مقدار صدک ۹۹ جایگزین شدند.

### یافته‌های پژوهش

#### آمار توصیفی

جدول (۲) مقادیر میانگین، میانه، و تفاوت میانگین را در دو گروه مرتبط سیاسی و غیر مرتبط سیاسی نشان می‌دهد. در حالت‌های اول و سوم ارتباطات سیاسی، مقدار میانگین شاخص اهرم در گروه غیر مرتبط سیاسی بیشتر از گروه مرتبط سیاسی است و این تفاوت معنادار است. مقدار میانگین نسبت نقدی در حالت اول ارتباطات سیاسی در شرکت‌های دارای ارتباطات سیاسی بیشتر از شرکت‌های بدون ارتباطات است و در دو حالت دیگر (PC2 و PC3) تفاوتی بین میانگین‌های دو گروه وجود نداشت. نتایج نشان داد که به‌طور متوسط میانگین سنی شرکت‌های گروه‌های غیر مرتبط سیاسی بیشتر است. میانگین نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار (MB) در بین شرکت‌های مرتبط و غیر مرتبط چندان تفاوتی با یکدیگر ندارد و تنها در حالت سوم ارتباطات سیاسی (PC3) تفاوت میانگین دو گروه معنادار شد بدین معنا که در گروه دارای ارتباطات سیاسی نسبت

جدول (۲) نتایج آمار توصیفی مرتبط با متغیرهای پژوهش در گروه‌های مختلف روابط سیاسی

گروه	PC1 (حداقل یکی از اعضای هیئت‌مدیره نماینده دولت باشد)				PC2 (بزرگ‌ترین سهامدار دارای حداقل ۱۰ درصد سهام، نماینده دولت باشد)				PC3 (عضو هیئت‌مدیره نماینده دولت، از اعضای موظف باشد)				
	کل	غیر مرتبط سیاسی	مرتبط سیاسی	متغیر	کل	غیر مرتبط سیاسی	مرتبط سیاسی	متغیر	کل	غیر مرتبط سیاسی	مرتبط سیاسی	متغیر	
	Mean diff (t-test)	میانگین	میانگین	میانگین	Mean diff (t-test)	میانگین	میانگین	میانگین	Mean diff (t-test)	میانگین	میانگین	میانگین	
LEV	** ۰/۱۰۲	۰/۵۶۱	۰/۵۶۰	۰/۴۳۱	۰/۴۵۸	۰/۵۱۳	۰/۵۲۰	۰/۶۰۷	۰/۵۸۷	۰/۰۸۸***	۰/۵۶۶	۰/۴۸۵	۰/۴۷۸
CASH	-۰/۰۲۷	۰/۰۳۶	۰/۰۶۴	۰/۰۳۲	۰/۰۹۲	-۰/۰۰۸	۰/۰۳۵	۰/۰۶۱	۰/۰۳۵	*** -۰/۰۲۵	۰/۰۳۵	۰/۰۶۲	۰/۰۳۳
LOG Age	*** ۰/۱۴۴	۱/۵۹۱	۱/۵۴۶	۱/۴۱۴	۱/۴۰۱	۰/۰۰۴	۱/۵۷۹	۱/۵۴۲	۱/۵۸۵	۰/۰۴۶**	۱/۵۹۱	۱/۵۴۵	۱/۵۱۸
Age	** -۵/۲۸۹	۳۸	۳۷/۲۲۶	۴۸	۴۲/۵۱۶	-۰/۹۲۵	۳۷/۵۰	۳۶/۹۷۰	۳۹	۳۷/۸۹۵	۳۷	۳۷/۰۷۷	۴۴
MB	** ۰/۷۳۷	۲/۵۳۰	۳/۲۳۱	۲/۳۱۳	۲/۴۹۳	۰/۱۶۴	۲/۵۱۰	۳/۲۸۵	۲/۵۵۱	۰/۵۲۶	۲/۵۳۷	۳/۲۶۳	۲/۳۷۳

PC3 (عضو هیئت‌مدیره نماینده دولت، از اعضای موظف باشد)				PC2 (بزرگ‌ترین سهامدار دارای حداقل ۱۰ درصد سهام، نماینده دولت باشد)				PC1 (حداقل یکی از اعضای هیئت‌مدیره نماینده دولت باشد)				گروه
غیر مرتبط سیاسی		مرتبط سیاسی		غیر مرتبط سیاسی		مرتبط سیاسی		غیر مرتبط سیاسی		مرتبط سیاسی		متغیر
کل	میانگین	میانگین	میانگین	کل	میانگین	میانگین	میانگین	کل	میانگین	میانگین	میانگین	متغیر
Mean diff(t-test)	میانگین	میانگین	میانگین	Mean diff(t-test)	میانگین	میانگین	میانگین	Mean diff(t-test)	میانگین	میانگین	میانگین	
*** -۰/۰۸۸	۰/۱۲۳	۰/۱۴۹	۰/۲۶۶	*** -۰/۰۱۳	۰/۱۱۰	۰/۱۴۶	۰/۱۳۴	*** -۰/۰۵۳	۰/۱۱۹	۰/۱۴۶	۰/۱۸۱	PROF
*** -۰/۹۱۷	۶/۴۰۴	۶/۵۳۱	۷/۴۰۱	*** -۰/۳۶۷	۶/۳۳۷	۶/۴۳۰	۶/۵۶۸	*** -۰/۶۸۰	۶/۳۷۱	۶/۴۸۷	۷/۱۳۶	SIZE
۰/۰۸۱	۰/۲۴۲	۰/۲۷۵	۰/۱۵۷	۰/۰۲۰	۰/۲۵۱	۰/۲۸۲	۰/۲۰۸	۰/۰۳۰	۰/۲۳۸	۰/۲۷۵	۰/۲۳۵	TANG(FA)
*** -۰/۱۸۱	-۰/۶۵۹	-۰/۹۶۰	-۰/۵۸۶	*** -۰/۱۱۶	-۰/۷۰۲	-۱/۰۱۳	-۰/۶۲۰	*** -۰/۱۰۷	-۰/۶۵۹	-۰/۹۶۵	-۰/۶۰۵	TOBIN
*** ۱/۱۹۱	۷۵/۶۱۹	۷۵/۵۶۵	۷۴/۱۷۷	*** ۰/۱۷۶	۷۵/۶۸۵	۷۵/۶۰۶	۷۵/۵۰۱	*** ۰/۸۷۴	۷۵/۶۵۱	۷۵/۶۲۰	۷۴/۴۹۶	WW

جدول (۳) نتایج آمار توصیفی متغیرهای پژوهش در دو گروه شرکت‌های دارای ظرفیت مازاد بدهی و بدون ظرفیت مازاد بدهی

گروه	دارای ظرفیت مازاد بدهی (FF)	بدون ظرفیت مازاد بدهی (NFF)	Mean diff(t-test)
LEV	۰/۶۲۲	۰/۵۵۲	(-۰/۰۷۰)**
CASH	۰/۰۵۴	۰/۰۶۶	۰/۰۱۱
Age	۳۳/۷۹۴	۳۷/۶۴۲	۳/۸۴۷
LOG Age	۱/۵۱۹	۱/۵۴۰	۰/۰۲۱
MB	۳/۴۶۶	۳/۱۸۵	-۰/۲۸۰
PROF	۰/۱۱۹	۰/۱۵۴	۰/۰۳۵
SIZE	۶/۴۶۴	۶/۵۷۶	۰/۱۱۲
TANG(FA)	۰/۲۷۶	۰/۲۷۱	-۰/۰۰۴
TOBIN	-۱/۱۴۸	-۰/۹۴۲	۰/۲۰۶
WW	۷۵/۶۲۳	۷۵/۵۰۷	۰/۵۴۱

جدول (۴): نتایج آزمون مانایی متغیرهای پژوهش

متغیر	t	Sig
Pc1	-۱۵/۰۲۶	۰/۰۰۰
Pc2	-۲۴/۹۴۴	۰/۰۰۰
Pc3	-۲۵/۱۵۳	۰/۰۰۰
Pc4	-۱۵/۷۵۶	۰/۰۰۰
LEV	-۱۵/۲۲۲	۰/۰۰۰
CASH	-۲۳/۷۸۸	۰/۰۰۰
Age	-۱۶/۰۰۲	۰/۰۰۰
MB	-۲۵/۳۸۳	۰/۰۰۰
PROF	-۵/۴۳۷	۰/۰۰۰
SIZE	-۴/۱۱۴	۰/۰۰۱
TANG(FA)	-۲۵/۳۸۳	۰/۰۰۰
TOBIN	-۲۴/۷۷۷	۰/۰۰۰
WW	-۲۴/۵۶۵	۰/۰۰۰

آزمون مانایی متغیرهای پژوهش

پیش از تخمین رگرسیون جهت جلوگیری از ایجاد رگرسیون کاذب ضرورت دارد که مانایی یا به عبارتی ایستایی متغیرهای پژوهش بررسی شود. زیرا اجرای مدل رگرسیون با متغیرهای غیر مانا ممکن است نتایج کاذب ارائه کند. این آزمون دارای دو فرض صفر و مقابل است. فرض صفر آن نشان دهنده مانا نبودن متغیر مورد نظر است. بنابراین در صورتی که سطح معناداری این آزمون برای متغیری بیش از سطح خطای ۰/۰۵ باشد به معنای نامانایی متغیر مربوطه می باشد. در این راستا جدول ۴ نتایج بررسی مانایی متغیرهای پژوهش را نشان می دهد. همچنان که در نتایج مشخص است سطح معناداری همه متغیرها با مقداری کمتر از ۰/۰۵ حاکی از مانا بودن کلیه متغیرهای پژوهش است پس وجود متغیرهای مذکور در مدل، منجر به ایجاد رگرسیون کاذب نخواهد شد.

## نتایج حاصل از بررسی همخطی متغیرهای پژوهش

جدول ۵ نتایج حاصل از بررسی همخطی بین متغیرهای پژوهش را نشان می‌دهد که برای این منظور از آزمون عامل تورم واریانس بهره گرفته شد. چنانچه ضریب عامل تورم واریانس برای هر یک از ضرایب مدل، کمتر از ۱۰ باشد مشکل همخطی وجود ندارد. همچنان که نتایج نشان داده است می‌بینیم که ضریب عامل تورم واریانس برای همه متغیرهای پژوهش، کمتر از ۱۰ است از این رو چنین استدلال می‌گردد که بین متغیرهای مورد بررسی پژوهش حاضر، همخطی وجود ندارد.

## جدول ۵: نتایج حاصل از بررسی همخطی متغیرهای پژوهش

متغیر	VIF
Pc1	۲/۱۷۹
Pc2	۱/۱۵۳
Pc3	۱/۵۶۳
Pc4	۱/۶۹۰
LEV	۱/۴۲۶
CASH	۱/۰۰۰
Age	۱/۱۲۱
MB	۱/۴۶۸
PROF	۲/۰۱۷
SIZE	۱/۹۱۹
TANG(FA)	۱/۱۴۲
TOBIN	۱/۶۱۶
WW	۲/۵۸۶

هر چهار مدل، همه متغیرهای کنترلی به غیر از متغیر عمر شرکت و محدودیت مالی، از تأثیر معناداری بر اهرم شرکت‌ها برخوردارند. در مدل اول، ارتباطات سیاسی از تأثیر منفی و معناداری بر اهرم شرکت برخوردار می‌باشد در این راستا چنین استدلال می‌شود که وجود روابط سیاسی خوب، منجر به تأمین منابع مالی بیشتر برای شرکت‌ها و نتیجتاً سطح اهرم پایین‌تر خواهد شد. معنادار شدن و مثبت بودن ضریب متغیر ارتباطات سیاسی در مدل دوم برخلاف انتظاری بود که محققان پژوهش حاضر داشتند. در مدل سوم و چهارم نیز رابطه منفی اما غیر معنادار بین ارتباطات سیاسی و اهرم حاصل شد. با وجود روابط منفی حاصل‌شده در سه مدل مذکور، اما در مدل دوم رابطه مثبت و معناداری حاصل شد در این راستا چنین استدلال می‌شود که علت اختلاف علامت رابطه حاصل‌شده با سه مدل قبل، در نوع جامعه متغیر ارتباطات سیاسی در حالت دوم است. چراکه در حالت دوم، روابط سیاسی سهامداران مدنظر قرار گرفته‌شده است. بنابراین وجود سهامداران با روابط سیاسی منجر به افزایش تأمین مالی از طریق بدهی‌ها می‌گردد. بنابراین بر اساس نتایج حاصل‌شده، فرضیه دوم پژوهش تنها در حالت اول پذیرفته می‌شود.

## نتایج بررسی رابطه بین ارتباطات سیاسی و انعطاف‌پذیری

## مالی (با استفاده از نسبت نقدی)

جدول (۷) نتایج حاصل از بررسی رابطه بین ارتباطات سیاسی و منابع نقدی شرکت را نشان می‌دهد. لازم به ذکر است که جهت رفع ناهمسانی واریانس از رگرسیون خطای استاندارد مقاوم بهره گرفته شد. در نتایج حاصل شده جدول (۷)، مقدار آماره F با سطح معناداری کمتر از ۰/۰۵ حاکی از معناداری مدل رگرسیونی منتج شده از بررسی رابطه بین متغیرها در هر چهار مدل است. همچنین مقدار آماره دوربین واتسون برای همه مدل‌های ذکر شده در سطح مطلوب (بین ۱/۵ تا ۲/۵) قرار دارد و گویای عدم وجود خودهمبستگی بین خطاهای مدل است. همان‌طور که قابل مشاهده است ضریب متغیر ارتباطات سیاسی (PC) در مدل سوم با سطح خطای ۰/۰۵ از تأثیر مثبت و معنادار و مدل دوم در سطح خطای ۰/۱۰ از رابطه معناداری بر انعطاف‌پذیری مالی با استفاده از نسبت نقدی برخوردار بود. همچنین در بین متغیرهای کنترلی، به‌غیر از متغیر سودآوری، سایر متغیرها از تأثیر معناداری بر انعطاف‌پذیری مالی برخوردار بودند. ضریب تعیین هر چهار مدل در حدود ۰/۲۵ بوده که نشان می‌دهد حدود ۰/۲۵ از تغییرات متغیر وابسته نسبت نقدی به‌وسیله متغیر ارتباطات سیاسی و سایر متغیرهای توضیحی بیان می‌گردد. لازم به ذکر است در تحلیل‌ها اثرات سال و صنعت

## نتایج بررسی رابطه بین ارتباطات سیاسی و انعطاف‌پذیری

## مالی (با استفاده از نسبت اهرمی)

جدول (۶) نتایج حاصل از بررسی رابطه بین چهار حالت ارتباطات سیاسی و نسبت اهرمی را نشان می‌دهد. در نتایج حاصله، آماره F با مقدار سطح معناداری کمتر از ۰/۰۵ حاکی از معنادار بودن مدل‌های پژوهش در هر چهار حالت است. مقدار آماره دوربین واتسون در هر چهار مدل در محدوده بین ۱/۵ تا ۲/۵ قرار دارد که نشان‌دهنده عدم وجود خودهمبستگی بین خطاهای مدل است. مقدار سطح معناداری آزمون ناهمسانی واریانس در هر چهار مدل بیش از ۰/۰۵ بوده که نشان از عدم وجود ناهمسانی واریانس بین خطاهای مدل می‌باشد. مقدار ضریب تعیین در مدل‌ها در حدود ۰/۲۷ تا ۰/۲۹ و مقدار ضریب تعیین تعدیل‌شده در حدود مقادیر ۰/۲۴ تا ۰/۲۶ است که نشان می‌دهد متغیرهای توضیحی مدل در حدود ۰/۲۱ از تغییرات متغیر وابسته پژوهش (نسبت اهرمی) را توضیح می‌دهد. در نتایج

شرکت کاهش می‌یابد. بنابراین فرضیه سوم پژوهش با در نظر گرفتن نسبت نقدی به‌عنوان معیاری از انعطاف‌پذیری مالی تنها در حالت سوم تأیید شد.

لحاظ شده است. با وجود آنکه انتظار می‌رفت در حالت وجود ارتباطات سیاسی نسبت نقدی شرکت افزایش یابد اما چنین نتیجه‌ای حاصل نشد و رابطه منفی حاصل شد. به عبارتی با وجود اعضای هیئت‌مدیره نماینده دولت و موظف، میزان منابع نقدی

جدول (۶): نتایج رگرسیون رابطه بین ارتباطات سیاسی و انعطاف‌پذیری مالی (نسبت اهرمی)

$FF(LEV)_{it} = \beta_0 + \beta_1 PC_{it} + \beta_2 TOBIN_{it} + \beta_3 LOG\ AGE_{it} + \beta_4 WW_{it} + \beta_5 PROF_{it} + \beta_6 DUM\ YEAR_{it} + \beta_7 DUM\ INDUST_{it} + \varepsilon_{it}$															
متغیر وابسته	حالت اول ارتباطات سیاسی			حالت دوم ارتباطات سیاسی			حالت سوم ارتباطات سیاسی			حالت چهارم ارتباطات سیاسی			سطح معناداری		
	ضریب	خطای استاندارد	t	ضریب	خطای استاندارد	t	ضریب	خطای استاندارد	t	ضریب	خطای استاندارد	t			
ضریب ثابت	۰/۲۷۳	۰/۷۴۹	۰/۳۶۴	۰/۷۱۵	۰/۵۲۵	۰/۷۱۲	۰/۷۳۷	۰/۴۶۱	۰/۵۵۸	۰/۷۳۹	۰/۷۹۳	۰/۷۴۸	۰/۰۹۵	۰/۹۲۴	
PC1	-۰/۰۵۴	۰/۰۲۲	۲/۴۱۶	۰/۰۱۵	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
PC2	-	-	-	۰/۰۷۵	۰/۰۱۳	۵/۳۹۴	۰/۰۰۰	-	-	-	-	-	-	-	
PC3	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
PC4	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
AGE	۰/۰۷۲	۰/۰۴۰	۱/۷۸۶	۰/۰۷۴	۰/۰۷۳	۰/۰۳۹	۱/۸۴۵	۰/۰۶۵	۰/۰۶۹	۰/۰۴۱	۱/۶۹۲	۰/۰۷۴	۱/۸۳۸	۰/۰۶۶	
PROF	-۰/۰۵۲۲	۰/۰۶۷	۷/۷۷۷	۰/۰۰۰	-۰/۰۵۱۵	۰/۰۶۵	-۷/۸۱۱	۰/۰۰۰	-۰/۰۵۱۳	۰/۰۶۷	-۷/۶۲۶	-۰/۰۵۱۹	-۷/۷۱۴	۰/۰۰۰	
TOBIN	۰/۰۲۶	۰/۰۰۷	۳/۴۴۰	۰/۰۰۰	۰/۰۲۱	۰/۰۰۷	۲/۸۸۳	۰/۰۰۴	۰/۰۲۵	۰/۰۰۷	۳/۳۰۷	۰/۰۲۶	۳/۳۶۶	۰/۰۰۰	
WW	۰/۰۰۳	۰/۰۰۹	۰/۳۸۶	۰/۰۶۹	۰/۰۱۳	۰/۰۰۹	۱/۴۴۳	۰/۱۴۹	۰/۰۰۸	۰/۰۰۹	۰/۸۳۹	۰/۰۰۶	۰/۰۰۹	۰/۵۱۷	
R <sup>2</sup>	۰/۲۱۸			۰/۲۴۳			۰/۲۱۳			۰/۲۱۴					
R <sup>2</sup> adj	۰/۱۹۴			۰/۲۲۰			۰/۱۸۹			۰/۱۹۰					
ناهمسانی واریانس	۲۰۷/۰۸۸ (۰/۱۶۷)			۲۷/۳۴۹ (۰/۱۵۹)			۲۶/۸۰۶ (۰/۱۷۷)			۲۴/۵۳۸ (۰/۱۶۷)					
F	۹/۱۵۷ (۰/۰۰۰)			۱۰/۵۶۳ (۰/۰۰۰)			۸/۸۶۹ (۰/۰۰۰)			۸/۹۴۰ (۰/۰۰۰)					
دوربین واتسون	۲/۰۵۲			۲/۰۳۲			۲/۰۲۳			۲/۰۴۱					
Year effect	included			included			included			included					
Industry effect	included			included			included			included					

### نتایج بررسی رابطه بین ارتباطات سیاسی و انعطاف‌پذیری مالی (مدل ظرفیت مازاد بدهی)

در جدول (۹) نتایج بررسی فرضیه پژوهش با چهار حالت متغیر ارتباطات سیاسی و انعطاف‌پذیری مالی با استفاده از مدل ظرفیت مازاد بدهی ارائه شده است. همچنان که نتایج جدول نشان می‌دهد کمتر بودن سطح معناداری آماره درست‌نمایی (LR) هر چهار مدل از سطح خطای ۰/۰۵ نشان‌دهنده قدرت مناسب مدل و معناداری هر چهار مدل رگرسیونی می‌باشد. همچنین سطح معناداری آزمون هاسمر لمشو بیش از سطح خطای ۰/۰۵ حاصل شده است که به معنای آن است که اختلاف معناداری بین مقادیر واقعی و مورد انتظار وجود نداشته و حاکی از برازش مناسب هر چهار مدل رگرسیونی است. مقدار ضریب تعیین مک فادن در همه مدل‌ها در حدود ۰/۰۶ تا ۰/۰۸ است. در همه مدل‌ها متغیرهای ارزش بازار به

### نتایج بررسی رابطه بین ارتباطات سیاسی و انعطاف‌پذیری مالی (با استفاده از معیار نسبت دارایی‌های ثابت)

جدول (۸) نشان‌دهنده بررسی رابطه بین ارتباطات سیاسی و انعطاف‌پذیری مالی با استفاده از معیار نسبت دارایی‌های ثابت با استفاده از رگرسیون خطای استاندارد مقاوم است. مقادیر اماره F و دوربین واتسون به ترتیب حاکی از معناداری مدل‌ها و عدم وجود خودهمبستگی بین باقیمانده‌های هر چهار مدل است. همچنان که نتایج حاصل از ضرایب متغیر ارتباطات سیاسی نشان می‌دهد در هر چهار مدل مقدار این ضرایب، منفی و در سطح خطای ۰/۰۱ معنادارند. بدین معنا که با وجود نمایندگان دولتی در شرکت، میزان نسبت دارایی‌های ثابت شرکت کاهش می‌یابد و انعطاف‌پذیری مالی افزایش می‌یابد. بنابراین فرضیه چهارم پژوهش بر اساس هر چهار مدل، تأیید می‌شود.

بنابراین فرضیه اول پژوهش تنها در حالت فوق تأیید می‌گردد و در سایر حالات مورد پذیرش قرار نمی‌گیرد. همچنین در بین متغیرهای توضیحی تنها متغیر محدودیت مالی از تأثیر معنادار بر رابطه بین ارتباطات سیاسی و انعطاف‌پذیری مالی برخوردار می‌باشد که ضریب آن رابطه منفی را نشان می‌دهد بدین معنا که با افزایش سطح ارتباطات سیاسی، محدودیت مالی کاهش و نهایتاً انعطاف‌پذیری مالی افزایش می‌یابد.

ارزش دفتری، و محدودیت مالی از تأثیر معناداری بر رابطه بین ارتباطات سیاسی و انعطاف‌پذیری مالی برخوردارند. تنها مدل سوم پژوهش معنادار است و با توجه به مثبت بودن ضریب حاصله، چنین استدلال می‌شود که در زمانی که عضو هیئت‌مدیره علاوه بر نماینده دولت بودن از اعضای موظف نیز باشد به دلیل حضور بیشتر و کنترل بیشتر بر عملیات و تصمیمات شرکت، سطح ظرفیت مازاد بدهی افزایش می‌یابد.

جدول (۷): نتایج رگرسیون رابطه بین ارتباطات سیاسی و انعطاف‌پذیری مالی (نسبت نقدی)

$FF(CASH)_{it} = \beta_0 + \beta_1 PC_{it} + \beta_2 TOBIN_{it} + \beta_3 TANG_{it} + \beta_4 LOG\ AGE_{it} + \beta_5 WW_{it} + \beta_6 PROF_{it} + \beta_7 DUM\ YEAR_{it} + \beta_8 DUM\ INDUST_{it} + \varepsilon_{it}$																
متغیرها	حالت اول ارتباطات سیاسی				حالت دوم ارتباطات سیاسی				حالت سوم ارتباطات سیاسی				حالت چهارم ارتباطات سیاسی			
	ضریب	خطای استاندارد	t	سطح معناداری	ضریب	خطای استاندارد	t	سطح معناداری	ضریب	خطای استاندارد	t	سطح معناداری	ضریب	خطای استاندارد	t	
ضریب ثابت	۰/۷۷۸	۰/۱۷۱	۴/۵۴۵	۰/۰۰۰	۰/۸۳۲	۰/۱۶۴	۵/۰۶۷	۰/۰۰۰	۰/۸۷۰	۰/۱۶۸	۵/۱۷۸	۰/۰۰۰	۰/۷۹۷	۰/۱۷۱	۴/۶۴۵	۰/۰۰۰
PC1	۰/۰۰۵	۰/۰۰۶	۰/۹۳۹	۰/۳۴۸												
PC2					۰/۰۰۴	۰/۰۰۲	۱/۷۷۳	۰/۰۷۶								
PC3									۰/۰۲۰	۰/۰۱۰	۲/۰۲۹	۰/۰۴۲				
PC4													۰/۰۱۵	۰/۰۲۴	۰/۶۴۰	۰/۵۲۲
AGE	۰/۰۲۴	۰/۰۰۸	۲/۹۹۹	۰/۰۰۲	۰/۰۲۴	۰/۰۰۸	۲/۹۸۰	۰/۰۰۳	۰/۰۲۵	۰/۰۰۸	۳/۱۷۹	۰/۰۰۱	۰/۰۲۴	۰/۰۰۸	۳/۰۲۰	۰/۰۰۲
PROF	۰/۰۲۰	۰/۰۱۳	۱/۵۸۰	۰/۰۱۳	۰/۰۱۷	۰/۰۱۳	۱/۳۱۷	۰/۱۸۸	۰/۰۱۷	۰/۰۱۲	۱/۳۲۱	۰/۱۸۶	۰/۰۲۰	۰/۰۱۳	۱/۵۵۹	۰/۱۱۹
TANG	۰/۰۳۴	۰/۰۰۶	۵/۰۴۵	۰/۰۰۰	۰/۰۳۲	۰/۰۰۶	۴/۸۹۵	۰/۰۰۰	۰/۰۳۶	۰/۰۰۶	۵/۴۱۴	۰/۰۰۰	۰/۰۳۴	۰/۰۰۶	۵/۰۴۱	۰/۰۰۰
TOBIN	۰/۰۱۴	۰/۰۰۱	۹/۳۲۸	۰/۰۰۰	۰/۰۱۴	۰/۰۰۱	۹/۳۵۴	۰/۰۰۰	۰/۰۱۴	۰/۰۰۱	۹/۲۶۲	۰/۰۰۰	۰/۰۱۴	۰/۰۰۱	۹/۲۸۷	۰/۰۰۰
WW	۰/۰۰۹	۰/۰۰۲	۴/۱۴۵	۰/۰۰۰	۰/۰۰۹	۰/۰۰۲	۴/۶۷۲	۰/۰۰۰	۰/۰۱۰	۰/۰۰۲	۴/۷۵۶	۰/۰۰۰	۰/۰۰۹	۰/۰۰۲	۴/۲۴۲	۰/۰۰۰
R <sup>2</sup>	۰/۲۵۶				۰/۲۵۳				۰/۲۵۵				۰/۲۵۵			
R <sup>2</sup> <sub>adj</sub>	۰/۲۳۲				۰/۲۲۹				۰/۲۳۲				۰/۲۳۱			
F	۱۰/۷۴۶(۰/۰۰۰)				۱۰/۶۱۶(۰/۰۰۰)				۱۰/۷۱۲(۰/۰۰۰)				۱۰/۷۲۳(۰/۰۰۰)			
دوربین واتسون	۱/۹۸۷				۱/۹۸۷				۱/۹۸۳				۱/۹۸۵			
Year effect	included				included				included				included			
Industry effect	included				included				included				included			

جدول (۸): نتایج رگرسیون رابطه بین ارتباطات سیاسی و انعطاف‌پذیری مالی (نسبت دارایی ثابت)

$FF(FA)_{it} = \beta_0 + \beta_1 PC_{it} + \beta_2 TOBIN_{it} + \beta_3 LOG\ AGE_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 PROF_{it} + \beta_6 DUM\ YEAR_{it} + \beta_7 DUM\ INDUST_{it} + \varepsilon_{it}$																
متغیرها	حالت اول ارتباطات سیاسی				حالت دوم ارتباطات سیاسی				حالت سوم ارتباطات سیاسی				حالت چهارم ارتباطات سیاسی			
	ضریب	خطای استاندارد	t	سطح معناداری	ضریب	خطای استاندارد	t	سطح معناداری	ضریب	خطای استاندارد	t	سطح معناداری	ضریب	خطای استاندارد	t	
ضریب ثابت	۰/۲۰۳	۰/۰۶۴	۳/۱۳۱	۰/۰۰۱	۰/۲۱۵	۰/۰۶۳	۳/۴۱۲	۰/۰۰۰	۰/۲۱۰	۰/۰۷۳	۲/۸۶۸	۰/۰۰۴	۰/۱۹۹	۰/۰۶۳	۳/۱۲۱	۰/۰۰۱
PC1	-۰/۰۲۸	۰/۰۱۱	-۲/۴۴۷	۰/۰۱۴												

$$FF(FA)_{it} = \beta_0 + \beta_1 PC_{it} + \beta_2 TOBIN_{it} + \beta_3 LOG\ AGE_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 PROF_{it} + \beta_6 DUM\ YEAR_{it} + \beta_7 DUM\ INDUST_{it} + \varepsilon_{it}$$

متغیرها	حالت اول ارتباطات سیاسی				حالت دوم ارتباطات سیاسی				حالت سوم ارتباطات سیاسی				حالت چهارم ارتباطات سیاسی			
	ضریب	خطای استاندارد	Z	سطح معناداری	ضریب	خطای استاندارد	Z	سطح معناداری	ضریب	خطای استاندارد	Z	سطح معناداری	ضریب	خطای استاندارد	Z	سطح معناداری
PC2																
PC3																
PC4																
AGE	-0.116	0.025	-4.609	0.000	-0.118	0.024	-4.831	0.000	-0.116	0.027	-4.184	0.000	-0.116	0.024	-4.750	0.000
PROF	-0.310	0.036	-8.498	0.000	-0.319	0.036	-8.723	0.000	-0.274	0.038	-7.121	0.000	-0.318	0.036	-8.738	0.000
TOBIN	0.004	0.003	1.120	0.262	0.004	0.003	1.184	0.236	0.007	0.004	1.715	0.086	0.003	0.003	1.059	0.289
SIZE	0.047	0.007	6.578	0.000	0.048	0.006	7.482	0.000	0.047	0.007	6.467	0.000	0.047	0.007	6.784	0.000
R <sup>2</sup>	0.283				0.259				0.214				0.338			
R <sup>2</sup> adj	0.261				0.236				0.190				0.318			
F	12/696(0.000)				11/454(0.000)				8/948(0.000)				16/779(0.000)			
دوربین وانسون	1/968				1/973				1/977				1/970			
Year effect	included				included				included				included			
Industry effect	included				included				included				included			

جدول (۹): نتایج بررسی رابطه بین ارتباطات سیاسی و انعطاف‌پذیری مالی (با معیار ظرفیت مازاد بدهی)

$$FF(DC)_{it} = \beta_0 + \beta_1 PC_{it} + \beta_2 TOBIN_{it} + \beta_3 TANG_{it} + \beta_4 MB_{it} + \beta_5 LOG\ AGE_{it} + \beta_6 SIZE_{it} + \beta_7 WW_{it} + \beta_8 PROF_{it} + \beta_9 DUM\ YEAR_{it} + \beta_{10} DUM\ INDUST_{it} + \varepsilon_{it}$$

متغیرها	حالت اول ارتباطات سیاسی				حالت دوم ارتباطات سیاسی				حالت سوم ارتباطات سیاسی				حالت چهارم ارتباطات سیاسی			
	ضریب	خطای استاندارد	Z	سطح معناداری	ضریب	خطای استاندارد	Z	سطح معناداری	ضریب	خطای استاندارد	Z	سطح معناداری	ضریب	خطای استاندارد	Z	سطح معناداری
ضریب ثابت	60.750	24.049	0.526	0.011	62.938	23.981	2.624	0.008	57.469	24.371	2.358	0.018	60.862	24.016	2.534	0.011
PC1	0.367	0.496	0.739	0.459												
PC2																
PC3																
PC4																
MB	-0.120	0.058	-2.070	0.038	-0.121	0.058	-2.086	0.036	-0.116	0.057	-2.018	0.043	-0.120	0.058	-2.079	0.037
AGE	-0.1697	0.034	-0.1674	0.500	-0.1683	0.034	-0.1656	0.511	-0.284	0.031	-1.257	0.224	-0.1724	0.031	-1.702	0.082
PROF	-0.087	0.028	-0.1050	0.959	-0.163	0.028	-0.1628	0.924	-0.182	0.024	-1.736	0.085	-0.076	0.025	-1.044	0.964
SIZE	-0.1643	0.0349	-1.843	0.065	-0.1533	0.034	-1.564	0.117	-0.1737	0.0349	-2.107	0.035	-0.1634	0.034	-1.834	0.066
TANG	-0.1405	0.029	-1.162	0.245	-0.1656	0.024	-1.344	0.179	-0.151	0.024	-1.247	0.224	-0.1423	0.029	-1.176	0.239
TOBIN	-0.140	0.020	-0.1695	0.486	-0.127	0.020	-0.1635	0.525	-0.176	0.020	-1.756	0.085	-0.141	0.020	-1.699	0.484
WW	-0.1769	0.030	-2.558	0.011	-0.1803	0.029	-2.680	0.007	-0.1728	0.030	-2.389	0.016	-0.1771	0.030	-2.567	0.010
مک فادن	0.068				0.072				0.085				0.068			
LR	18/806(0.015)				19/749(0.011)				23/460(0.002)				18/765(0.016)			
هاسمر لمشو	6/723(0.0566)				7/217(0.0513)				11/977(0.152)				10/177(0.252)			

## نتایج و پیشنهادات

مطالعه حاضر اثر ارتباطات سیاسی را بر انعطاف‌پذیری مالی شرکت‌های عضو بورس اوراق بهادار تهران در فاصله سال‌های ۱۳۹۳-۱۳۹۷ مورد بررسی قرار داد. نمونه شرکت‌های مطالعه حاضر شامل تعداد ۱۴۲ شرکت بود. به منظور اندازه‌گیری ارتباطات سیاسی از چهار حالت مختلف و جهت اندازه‌گیری انعطاف‌پذیری مالی از چهار معیار ظرفیت مازاد بدهی، نسبت اهرمی، نسبت نقدی و نسبت دارایی‌های ثابت بهره گرفته شد. جهت بررسی رابطه بین ارتباطات سیاسی و انعطاف‌پذیری مالی چهار فرضیه تدوین شد. در حالتی که متغیر وابسته ظرفیت مازاد بدهی بود از رگرسیون لجستیک و در سایر حالات از رگرسیون حداقل مربعات معمولی بهره گرفته شد. در ادامه آزمون‌های اضافی جهت تحلیل حساسیت صورت پذیرفت. نتایج حاصل از مطالعه حاضر حاکی از آن بود که زمانی که عضو هیئت‌مدیره شرکت‌ها علاوه بر نماینده دولت بودن، از اعضای موظف هیئت‌مدیره باشد، رابطه بین ارتباطات سیاسی و انعطاف‌پذیری مالی (ظرفیت مازاد بدهی) تأیید می‌گردد. با توجه به اینکه اعضای موظف هیئت‌مدیره در تصمیمات و فرایندهای شرکت بیشتر دخالت و حضور دارند و مشکلات شرکت را بهتر لمس و درک می‌کنند بنابراین منجر به تصمیم‌گیری بهتری از جانب آنان شده و در نهایت باعث افزایش سطح ظرفیت مازاد بدهی جهت مواجهه با شرایط غیرمنتظره می‌گردد. بنابراین رابطه مثبتی بین ارتباطات سیاسی و انعطاف‌پذیری مالی وجود دارد. دیگر نتایج حاکی از آن بود که ارتباطات سیاسی از تأثیر منفی و معناداری بر اهرم شرکت‌ها برخوردار است بدین معنا که هر چه شرکت‌ها روابط بیشتری با دولت و یا اعضای نماینده دولت برقرار سازند سطح اهرم آنان کاهش یافته و منجر به افزایش انعطاف‌پذیری مالی آنان در شرایط غیرمنتظره می‌گردد. نتایج حاصل شده از مطالعه حاضر هم‌راستای با نتایج مطالعه جیو و همکاران (۲۰۱۹) بود چرا که آن‌ها چنین استدلال کردند که با افزایش میزان نفوذ سیاسی، سرعت تعدیلات ساختار سرمایه و به تبع آن انعطاف‌پذیری مالی افزایش می‌یابد. برخلاف نتایج حاصل شده، وای لی و تانوس (۲۰۱۷)، و تیهانی و همکاران (۲۰۱۹) در مطالعات خود در زمینه بررسی رابطه بین ساختار مالکیت و ساختار سرمایه به نتایج متضادی دست یافتند. وای لی و تانوس (۲۰۱۷) چنین استدلال کردند که مالکیت دولتی اثر مثبتی بر اهرم شرکت‌ها دارد. همچنین تیهانی و همکاران (۲۰۱۹) نشان دادند که مالکیت دولتی و ارتباطات سیاسی، اثر برجسته‌ای بر استراتژی شرکت‌ها از جمله اهرم مالی دارد در حالی که نتایج مطالعه حاضر در جهت عکس آن حاصل شد. با توجه به اینکه در مطالعه آنان هدف اصلی بررسی تأثیر ساختار

و نوع مالکیت شرکت‌ها بوده است نه خصیصه‌ها یا ویژگی‌های هیئت‌مدیره شرکت‌ها. و با توجه به اینکه نظریه‌های ساختار مالکیت، میزان مالکیت اعضای هیئت‌مدیره شرکت‌ها را می‌سنجد بنابراین می‌تواند آن را دلیلی بر عدم تطابق نتایج مطالعه حاضر با نتایج چنین مطالعاتی دانست. نتایج حاصل از فرضیه سوم پژوهش حاکی از وجود رابطه منفی و معنادار بین ارتباطات سیاسی و نسبت نقدی شرکت‌ها تنها در حالتی که اعضای هیئت‌مدیره نماینده دولت، عضو موظف باشند بود. به عبارتی شواهد زیادی مبنی بر افزایش یا کاهش سطح مانده‌های نقدی شرکت هم‌راستای با افزایش سطح ارتباطات سیاسی حاصل نشد. نتایج نشان داد که با افزایش ارتباطات سیاسی، نسبت دارایی‌های ثابت شرکت‌ها (قابلیت وثیقه‌گذاری) کاهش می‌یابد چنین نتایج کاملاً منطقی به نظر می‌رسد چراکه با افزایش ارتباطات سیاسی، شرکت‌ها به راحتی و بدون وجود وثیقه‌گذاری زیاد می‌توانند منابع مالی مورد نیاز خود را تأمین نمایند. از این رو می‌تواند منجر به افزایش انعطاف‌پذیری مالی شرکت‌ها گردد که نتایج حاصله با نتایج مطالعاتی چون هریس و راویر (۱۹۹۰) هم‌راستا است. آن‌ها نیز چنین استدلال کردند که شرکت‌های با روابط نزدیک با اعتباردهندگان، به وثیقه‌های فیزیکی کمتری جهت اخذ وام نیاز دارند. به طور کلی نتایج مطالعه حاضر می‌تواند به شرکت‌ها در جهت پیشبرد منافعشان یاری رسانده و آگاهی‌دهنده باشد. با توجه به اینکه نتایج مطالعه حاضر در محیط ایران که دارای ساختار دولتی قوی است حاکی از تأثیر مثبت ارتباطات و نفوذ سیاسی بر ساختار مالی شرکت‌ها است آگاهی از نتایج مطالعه حاضر می‌تواند شرکت‌ها را در جهت به‌کارگیری بیشتر مدیران سیاسی در ساختار هیئت‌مدیره‌شان یاری رساند. به عبارتی شرکت‌ها می‌توانند سیاست‌های اتخاذی خود را تغییر داده و با به‌کارگیری بیشتر مدیران دولتی در ساختار شرکت خود به صورت ضابطه‌مند و هدفمند، مزایای دسترسی به منابع مالی بیشتر در راستای افزایش سطح انعطاف‌پذیری مالی‌شان بهره بگیرند. چراکه در مطالعه حاضر چنین استدلال شد که وجود ارتباطات سیاسی منجر به انعطاف‌پذیری مالی بیشتر و در نهایت عملکرد مالی بهتر شرکت‌ها می‌گردد.

بر اساس نتایج مطالعه حاضر، با توجه به اینکه وجود ارتباطات سیاسی می‌تواند منجر به بهبود سیاست‌های مالی شرکت‌ها گردد، نویسندگان مطالعه حاضر به سایر محققان پیشنهاد می‌کنند که در مطالعات آتی اثر ارتباطات سیاسی را بر فرصت‌های رشد شرکت‌ها که از جمله عوامل اثرگذار بر سیاست‌های مالی شرکت‌ها است بررسی نمایند. همچنین مطالعات آتی می‌تواند اثر ارتباطات سیاسی را بر ارزش شرکت‌ها



- \* Cull, R., Li, W., Sun, B., & Xu, L. C. (2015). Government connections and financial constraints: Evidence from a large representative sample of Chinese firms. *Journal of Corporate Finance*, 32, 271-294.
- \* De Jong, A., Verbeek, M., & Verwijmeren, P. (2012). Does financial flexibility reduce investment distortions?. *Journal of Financial Research*, 35(2), 243-259.
- \* De Vaan, Ron. (2011). The relationship between financial flexibility and firm value. Master Thesis Financial Management, University of Tilburg.
- \* DeAngelo, H., & DeAngelo, L. (2007). Capital structure, payout policy, and financial flexibility. Marshall school of business working paper no. FBE, 02-06.
- \* Faccio, Mara, Ronald W. Masulis, and John McConnell. (2006). "Political Connections and Corporate Bailouts." *The Journal of Finance* 61 (6). Wiley Online Library: 2597-2635.
- \* Fan, J. P., Wong, T. J., & Zhang, T. (2007). Politically connected CEOs, corporate governance, and Post-IPO performance of China's newly partially privatized firms. *Journal of Financial Economics*, 84(2), 330-357.
- \* Fisman, R. (2001). Estimating the value of political connections. *American economic review*, 91(4), 1095-1102.
- \* Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2009). Capital structure decisions: which factors are reliably important?. *Financial Management*, 38(1), 1-37.
- \* Gamba, A., & Triantis, A. (2008). The value of financial flexibility. *The Journal of Finance*, 63(5), 2263-2296.
- \* Graham, J. R., & Harvey, C. R. (2001). The theory and practice of corporate finance: Evidence from the field. *Journal of Financial Economics*, 60(2-3), 187-243.
- \* Gu, X., Hasan, I., & Zhu, Y. (2019). Political influence and financial flexibility: Evidence from China. *Journal of Banking & Finance*, 99, 142-156.
- \* Gulen, H., Xing, Y., & Zhang, L. (2011). Value versus growth: time-varying expected stock returns. *Financial Management*, 40(2), 381-407.
- \* Hamidian, M., Jannat Makan, H., Ben Goriz, F. (2018). The impact of kind of attitude executives on Information Asymmetry, Financial Leverage and Firm's Value. *Journal of Management Accounting and Auditing Knowledge*, 7(25), 163-180.
- \* Harris, M., & Raviv, A. (1990). Capital structure and the informational role of debt. *The Journal of Finance*, 45(2), 321-349.
- \* Hillman, A. J., & Hitt, M. A. (1999). Corporate political strategy formulation: A model of approach, participation, and strategy decisions. *Academy of Management Review*, 24(4), 825-842.
- \* Houston, J. F., Jiang, L., Lin, C., & Ma, Y. (2014). Political connections and the cost of bank loans. *Journal of Accounting Research*, 52(1), 193-243.
- \* Hull, R. M., & Dawar, V. (2014). Agency theory, capital structure and firm performance: some Indian evidence. *Managerial Finance*.
- مورد بررسی و کاوش قرار دهند. در نهایت بررسی ارتباطات سیاسی از طریق مؤلفه‌هایی مانند اعضای هیئت‌مدیره‌ای که از اعضای پارلمان‌های دولتی باشند خالی از اهمیت نیست.
- مطالعه حاضر نیز با محدودیت‌هایی مواجه بود. با توجه به اینکه وجود نمونه گسترده‌تر می‌تواند منتج به نتایج بهتری گردد از آنجا که بورس اوراق بهادار کشور ایران نوپا است و مانند بسیاری از کشورهای توسعه‌یافته از گستردگی زیادی برخوردار نیست و با نظر به این عامل که از شرایط نمونه مطالعه حاضر وجود حداقل پنج شرکت در هر صنعت الزامی بود، نویسندگان مطالعه حاضر به‌ناچار مجبور به حذف بسیاری از شرکت‌ها شدند که این عامل خود به‌عنوان محدودیتی قلمداد می‌شود که می‌تواند بر نتایج مطالعه حاضر اثر گذاشته و شاید به‌نوعی منجر به تفاوت نتایج مطالعه حاضر با سایر مطالعات خارج از کشور گردد.

#### منابع و ماخذ

- \* Al-Najjar, B. (2013). The financial determinants of corporate cash holdings: Evidence from some emerging markets. *International business review*, 22(1), 77-88.
- \* Arslan-Ayaydin, Ö., Florackis, C., & Ozkan, A. (2014). Financial flexibility, corporate investment and performance: evidence from financial crises. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 42(2), 211-250.
- \* ATUMWA, E. C. (2013). Relationship between agency cost and leverage for companies listed at the Nairobi Securities Exchange (Doctoral dissertation, Doctoral Dissertation, School Of Business, University Of Nairobi).
- \* Bancel, F., & Mittoo, U. R. (2004). Cross-country determinants of capital structure choice: a survey of European firms. *Financial Management*, 103-132.
- \* Bliss, M. A., & Gul, F. A. (2012). Political connection and cost of debt: Some Malaysian evidence. *Journal of Banking & Finance*, 36(5), 1520-1527.
- \* 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.
- \* Byoun, S. (2011). Financial flexibility and capital structure decision. Available at SSRN 1108850.
- \* Chan, K. S., Dang, V. Q., & Yan, I. K. (2012). Chinese firms' political connection, ownership, and financing constraints. *Economics Letters*, 115(2), 164-167.
- \* Chaney, P. K., Faccio, M., & Parsley, D. (2011). The quality of accounting information in politically connected firms. *Journal of accounting and Economics*, 51(1-2), 58-76.
- \* Chkir, I., Gallali, M. I., & Toukabri, M. (2020). Political connections and corporate debt: Evidence from two US election campaigns. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 75, 229-239.
- \* Cooper, M. J., Gulen, H., & Ovtchinnikov, A. V. (2010). Corporate political contributions and stock returns. *The Journal of Finance*, 65(2), 687-724.

- evidence from firms with spare debt capacity. *Financial Management*, 39(4), 1339-1365.
- \* Michaely, R., & Vincent, C. (2012). Do institutional investors influence capital structure decisions. *Johnson School Research Paper Series*.
- \* Mobarak, A. M., & Purbasari, D. P. (2006). Corrupt protection for sale to firms: evidence from Indonesia. Unpublished working paper, University of Colorado at Boulder.
- \* Myers, S. C. (1984). The capital structure puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3), 574-592.
- \* Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of financial economics*, 13(2), 187-221.
- \* Niessen, A., & Ruenzi, S. (2010). Political connectedness and firm performance: Evidence from Germany. *German Economic Review*, 11(4), 441-464.
- \* Oad Rajput, S. K., Wongchoti, U., Chen, J., & Faff, R. (2019). Is Financial Flexibility a Priced Factor in the Stock Market?. *Financial Review*, 54(2), 345-375.
- \* Oad Rajput, S. K., Wongchoti, U., Chen, J., & Faff, R. (2019). Is Financial Flexibility a Priced Factor in the Stock Market?. *Financial Review*, 54(2), 345-375.
- \* Poulsen, M., Faff, R., & Gray, S. (2013). Financial inflexibility and the value premium. *International Review of Finance*, 13(3), 327-344.
- \* Raffieinia, Mohsen, 2014, The effect of political relations on the relationship between financial leverage and board composition in companies in financial distress, *International Conference on Accounting, Economics and Financial Management*, Tehran.
- \* Rajaei, M. H. (2013). Study the relationship between financial flexibility and firm's ownership structure in Tehran Stock Exchang. *Advances in Environmental Biology*, 7(10 S1), 3175-3181.
- \* Rajan, R. G., & Zingales, L. (1995). What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *The journal of Finance*, 50(5), 1421-1460.
- \* Riddiough, T., & Steiner, E. (2018). Financial Flexibility and Manager-Shareholder Conflict: Evidence from REITs. *Real Estate Economics*.
- \* Saeed, A., Belghitar, Y., & Clark, E. (2015). Political connections and leverage: Firm-level evidence from Pakistan. *Managerial and Decision Economics*, 36(6), 364-383.
- \* SAKTI, M. R. P., THAKER, H. M. T., & KHALIQ, A. (2020). Political Connections and Firm Performance: Evidence from Indonesia. *International Journal of Economics & Management*, 14(1).
- \* Salehinia, M., Tamoradi, A. (2019). The Effect of Political Connections on Financing Policies. *Journal of Financial Accounting Research*, 11(2), 39-60.
- \* Sharma, P., Cheng, L. T., & Leung, T. Y. (2020). Impact of political connections on Chinese export firms' performance-Lessons for other emerging markets. *Journal of Business Research*, 106, 24-34.
- \* Shen, C. H., & Lin, C. Y. (2016). Political connections, financial constraints, and corporate
- \* Jannat Makan, H., Hamidian, M., Hajiha, Z. (2019). Investigating the Relationship Between Political connections with Value-Based Management and agency costs : Testing the Theory of Political Economy. *Journal of Management Accounting and Auditing Knowledge*, 8(31), 215-230.
- \* Johnson, S., & Mitton, T. (2003). Cronyism and capital controls: evidence from Malaysia. *Journal of Financial Economics*, 67(2), 351-382.
- \* Khan, A., Mihret, D. G., & Muttakin, M. B. (2016). Corporate political connections, agency costs and audit quality. *International Journal of Accounting & Information Management*, 24(4), 357-374.
- \* Khwaja, A. I., & Mian, A. (2005). Do lenders favor politically connected firms? Rent provision in an emerging financial market. *The Quarterly Journal of Economics*, 120(4), 1371-1411.
- \* Komera, S., & PJ, J. L. (2015). Capital structure choice, information asymmetry, and debt capacity: evidence from India. *Journal of Economics and Finance*, 39(4), 807-823.
- \* Kusnadi, Yuanto and Wei, K.C. John. The Effects of Political Connections on the Level and Value of Cash Holdings: *International Evidence*. (2012). 1-44.
- \* Lambrinoudakis, C., Skiadopoulou, G., & Gkionis, K. (2019). Capital structure and financial flexibility: Expectations of future shocks. *Journal of Banking & Finance*, 104, 1-18.
- \* Le, T. P. V., & Tannous, K. (2016). Ownership structure and capital structure: A study of Vietnamese listed firms. *Australian Economic Papers*, 55(4), 319-344.
- \* Le, T. P. V., & Tannous, K. (2016). Ownership structure and capital structure: A study of Vietnamese listed firms. *Australian Economic Papers*, 55(4), 319-344.
- \* Leary, M. T., & Roberts, M. R. (2010). The pecking order, debt capacity, and information asymmetry. *Journal of financial economics*, 95(3), 332-355.
- \* Leuz, C., & Oberholzer-Gee, F. (2006). Political relationships, global financing, and corporate transparency: Evidence from Indonesia. *Journal of financial economics*, 81(2), 411-439.
- \* Ling, L., Zhou, X., Liang, Q., Song, P., & Zeng, H. (2016). Political connections, overinvestments and firm performance: Evidence from Chinese listed real estate firms. *Finance Research Letters*, 18, 328-333.
- \* Liu, X., Saidi, R., & Bazaz, M. (2014). Institutional incentives and earnings quality: The influence of government ownership in China. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 10(3), 248-261.
- \* Liu, Zi-xu. (2017). Do Political Connections Decrease Financial Flexibility Reserves? Evidence from Chinese Private Firms. *Universal Journal of Accounting and Finance Vol. 5(2)*, pp. 37 - 45 .
- \* Manos, R., Murinde, V., & Green, C. J. (2007). Leverage and business groups: Evidence from Indian firms. *Journal of Economics and Business*, 59(5), 443-465.
- \* Marchica, M. T., & Mura, R. (2010). Financial flexibility, investment ability, and firm value:

- investment. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 47(2), 343-368.
- \* Surysekar, K., Turner, E. H., & Wheatley, C. M. (2014). On the association between donor-imposed financial inflexibility and future donations to charitable organizations. *Journal of Management Accounting Research*, 27(1), 63-79.
  - \* Tihanyi, L., Aguilera, R. V., Heugens, P., van Essen, M., Sauerwald, S., Duran, P., & Turturea, R. (2019). State Ownership and Political Connections. *Journal of Management*, 0149206318822113.
  - \* Titman, S., & Wessels, R. (1988). The determinants of capital structure choice. *The Journal of Finance*, 43(1), 1-19.
  - \* Whited, T. M., & Wu, G. (2006). Financial constraints risk. *The Review of Financial Studies*, 19(2), 531-559.



*Accounting Knowledge & Management Auditing*  
Vol. 13/ No. 52/ Winter 2024

## **Investigating the Relationship between Political Connections and Financial Flexibility: Using spare debt capacity**

**Mahmoud Lari Dashtbayaz**

Associate Professor of Accounting Group, Faculty of Economics and Administrative sciences, Ferdowsi University of Mashhad,  
Mashhad, Iran  
m.lari@um.ac.ir

**Zakiyeh Marandi**

Phd Student of Accounting, Faculty of Economics and Administrative sciences, , Ferdowsi University of Mashhad, Mashhad, Iran.  
(Corresponding Author)  
Zk.marandi@mail.um.ac.ir

### **Abstract**

The aim of this study is the investigating the effect of political communication on financial flexibility. The sample of the present study is 142 Tehran Stock Exchange member firms in the period of 2014-2018. The present study included four hypotheses that exploring the relationship between the four criteria of political connections with the criteria of financial flexibility included spare debt capacity, leverage ratio, cash ratio and fixed asset ratio. The results showed when a member of board director in addition to was government agent, he/she was executive member, there was a positive relationship between political connection and financial flexibility (spare debt capacity). Other our result showed that political connection has a negative effect on the firms leverage ratio, also there was not a significance relationship between political connection and the firms cash ratio. Finally, the results showed that as the level of political connection increased, the firms fixed asset ratio decreases and led to an increase in corporate financial flexibility.

**Keywords:** Political connection, Financial Flexibility, spare debt capacity, Leverage Ratio, Cash Ratio, Collateral.