

# The Impact of Political Connections on Overinvestment and Firm Performance

**Younes Badavar Nahandi**

Associate Prof., Dep. of Accounting, Tabriz Branch, Islamic Azad University, Tabriz, Iran. E-mail: badavarnahandi@iaut.ac.ir

**Vahid Taghizadeh Khanqah**

\*Corresponding author, Ph.D. Student of Accounting, Tabriz Branch, Islamic Azad University, Tabriz, Iran. E-mail: vahid20t@yahoo.com

## Abstract

**Objective:** Overinvestment is a type of investment behavior that results from greater access to free cash flows. Usually, access to external resources is more in companies with strong political connections. Thus managers may influence the firm's performance by making decisions. Hence, the purpose of the present research is to investigate the effect of political connections on overinvestment and performance of the listed companies in the Tehran Stock Exchange.

**Methods:** To achieve research goal 110 companies were selected and studied for the period of 2010-2016. A panel data approach was used to test the research of hypotheses.

**Results:** The results show that political connections on overinvestment and firm performance has a positive and negative effect respectively.

**Conclusion:** In fact, although political connections help firms obtain more financial resources, access to commercial loans derived from political connections could lead to oversupply of credit and increase financial burden. In addition, intervention from politicians may cause distortions in social resources allocation, which results in overinvestments and poor performance.

**Keywords:** Political connections, Overinvestment, Firm performance, Return on assets, Free cash flows.

**Citation:** Badavar Nahandi, Y., & Taghizadeh Khanqah, V. (2018). The Impact of Political Connections on Overinvestment and Firm Performance. *Journal of Accounting and Auditing Review*, 25(2), 181-198 (in Persian)

Journal of Accounting and Auditing Review, 2018, Vol. 25, No.2, pp. 181-198

DOI: 10.22059/acctgrev.2018.252255.1007834

Received: November 1, 2017; Accepted: May 21, 2018

© Faculty of Management, University of Tehran

## تأثیر ارتباطات سیاسی بر سرمایه‌گذاری بیشتر از حد و عملکرد شرکت

یونس بادآور نهندی

دانشیار گروه حسابداری، واحد تبریز، دانشگاه آزاد اسلامی، تبریز، ایران. رایانامه: badavarnahandi@iaut.ac.ir

وحید تقی‌زاده خانقاه

\* نویسنده مسئول، دانشجوی دکتری حسابداری، واحد تبریز، دانشگاه آزاد اسلامی، تبریز، ایران. رایانامه: vahid20t@yahoo.com

### چکیده

**هدف:** سرمایه‌گذاری بیشتر از حد، نوعی رفتار سرمایه‌گذاری است که از دسترسی بیشتر به جریان‌های نقد آزاد نشئت می‌گیرد. معمولاً دسترسی به منابع خارجی در شرکت‌های با ارتباطات سیاسی قوی، بیشتر است؛ از این رو، مدیران این شرکت‌ها با تصمیم‌های خود ممکن است عملکرد شرکت را تحت تأثیر قرار دهند. به همین منظور، در پژوهش حاضر به بررسی تأثیر ارتباطات سیاسی بر سرمایه‌گذاری بیشتر از حد و عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شده است.

**روش:** برای دستیابی به هدف پژوهش، ۱۱۰ شرکت از تمام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای دوره زمانی ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۵ انتخاب شد و با استفاده از رویکرد داده‌های ترکیبی، فرضیه‌های پژوهش آزمون شدند.

**یافته‌ها:** نتایج نشان می‌دهد ارتباطات سیاسی بر سرمایه‌گذاری بیشتر از حد تأثیر مثبتی داشته و بر عملکرد شرکت تأثیر منفی می‌گذارد.

**نتیجه‌گیری:** ارتباطات سیاسی می‌تواند به شرکت‌ها کمک کند تا منابع مالی بیشتری به‌دست آورند، اما دسترسی به وام‌های تجاری نشئت گرفته از ارتباطات سیاسی، اعتبار مضاعفی ایجاد کرده و هزینه‌های مالی را افزایش می‌دهد. علاوه بر این، دخالت سیاستمداران ممکن است موجب تحریف در تخصیص منابع اجتماعی شده و به سرمایه‌گذاری بیشتر از حد و تضعیف عملکرد شرکت منجر شود.

**کلیدواژه‌ها:** ارتباطات سیاسی، سرمایه‌گذاری بیشتر از حد، عملکرد شرکت، بازده دارایی، جریان‌های نقد آزاد.

**استناد:** بادآور نهندی، یونس؛ تقی‌زاده خانقاه، وحید (۱۳۹۷). تأثیر ارتباطات سیاسی بر سرمایه‌گذاری بیشتر از حد و عملکرد شرکت.

فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۲۵(۲)، ۱۸۱-۱۹۸.

فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۱۳۹۷، دوره ۲۵، شماره ۲، صص. ۱۸۱-۱۹۸

DOI: 10.22059/acctgrev.2018.252255.1007834

دریافت: ۱۳۹۶/۰۸/۱۰، پذیرش: ۱۳۹۷/۰۲/۳۱

© دانشکده مدیریت دانشگاه تهران

## مقدمه

در ادبیات موجود مستند شده است که ارتباط سیاسی از طریق دسترسی آسان به منابع خارجی و قراردادهای مبتنی بر روابط، منابع ارزشمندی برای شرکت فراهم می‌کند و بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری اثر می‌گذارد (کلاسنس، فیچن و لاون، ۲۰۰۸؛ هوستن، جیانگ، لین و ما، ۲۰۱۴؛ پیوتروسکی و ژانگ، ۲۰۱۴). از سویی، ارتباطات سیاسی می‌تواند به کاهش مشکلات ناشی از محدودیت‌های مالی کمک کند و سرمایه لازم را برای فعالیت‌های سرمایه‌گذاری شرکت فراهم کند. با وجود این، دسترسی به سرمایه خارجی زیاد از طریق ارتباطات سیاسی، شرکت را به سرمایه‌گذاری‌های پایین‌تر از حد بهینه تشویق می‌کند. از سوی دیگر، ارتباطات سیاسی ممکن است با مداخله شدید دولت و انحراف از اهداف نهایی شرکت همراه باشد. بنابراین، برای دستیابی به اهداف اجتماعی یا سیاسی‌ای که دولت به آنها علاقه دارد، مدیران ارشد شرکت‌ها مجبور می‌شوند در پروژه‌های غیرسودآور سرمایه‌گذاری کنند؛ پروژه‌هایی که از لحاظ سیاسی مطلوب است ولی موجب ناکارایی سرمایه‌گذاری و عملکرد ضعیف شرکت می‌شود (پن و تیان، ۲۰۱۷). بدین ترتیب شرکت‌های دارای روابط سیاسی، به دلیل نادیده گرفتن ارزش شرکت، عملکرد پایینی خواهند داشت. از این رو تأثیر ارتباطات سیاسی بر فرایند سرمایه‌گذاری شرکت متفاوت بوده به تحقیقات بیشتر نیاز دارد.

مطالعه حاضر به دو دلیل به گسترش ادبیات پژوهش در ایران کمک می‌کند. ابتدا اینکه در پژوهش‌های پیشین، به بررسی مستقیم تأثیر ارتباطات سیاسی بر ناکارایی سرمایه‌گذاری توجه نشده است و در این پژوهش تلاش می‌شود ناکارایی سرمایه‌گذاری از طریق سرمایه‌گذاری بیشتر از حد بررسی شود. سرمایه‌گذاری بیشتر از حد به دلیل وجود جریان‌های نقد آزاد، بیشتر در کانون توجه مدیران ارشد شرکت‌ها قرار دارد (بادآور نهندی و تقی‌زاده خانقاه، ۱۳۹۲). همچنین، در سایر پژوهش‌های مطرح شده در ایران، بیشتر از مدل بیدل، وردی و هیلاری (۲۰۰۹) برای بررسی رفتار سرمایه‌گذاری استفاده کرده‌اند، در حالی که در پژوهش حاضر از مدل چن، یانگ و ژانگ (۲۰۱۳) استفاده می‌شود که شاخص جامع‌تری در مقایسه با مدل بیدل و همکاران (۲۰۰۹) است. دلیل دوم این است که عملکرد شرکت به دلیل جذب سرمایه‌گذاران جدید و ایجاد اعتماد در شرکت، اهمیت زیادی دارد و ارتباطات سیاسی ممکن است بر عملکرد شرکت تأثیر گذار باشد، در حالی که تأثیر ارتباطات سیاسی بر عملکرد شرکت در محیط اقتصادی ایران مشخص نیست؛ از این رو در پژوهش حاضر تلاش می‌شود این شکاف پر شود.

استدلال شده است که فعالیت مدیران سیاسی از شفافیت کمتری برخوردار است و مدیران اطلاعات سیاسی را از سهامداران پنهان می‌کنند. در نتیجه مدیران در زمینه سرمایه‌گذاری، ممکن است بازده بلندمدت پروژه‌های سودآور را فدای بازده کوتاه‌مدت کنند (دنگ، زنگ و زو، ۲۰۱۷). بنابراین در اغلب مطالعات، نقش روابط سیاسی در شکل‌گیری سرمایه‌گذاری‌های نامطلوب و همچنین عملکرد پایین بیشتر به چشم می‌خورد. از این رو در پژوهش حاضر، تأثیر ارتباطات سیاسی بر سرمایه‌گذاری بیشتر از حد و عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بررسی شده است.

## پیشینه نظری پژوهش

ارتباط سیاسی، عملکرد شرکت را از طریق کانال‌های مختلفی همچون تسهیل دسترسی به وام‌های بانکی و مواد اولیه،

مقررات آسان و پرداخت مالیات سبک‌تر، بهبود می‌بخشد (لی و وانگ، ۲۰۱۷). با وجود این، همان‌طور که بسیاری از محققان بیان کرده‌اند، ارتباطات سیاسی بر روابط شرکت تأثیر منفی می‌گذارد (چانی، فاسیو و پارسلو، ۲۰۱۱؛ دینگ، جیا، ویلسون و وو، ۲۰۱۵؛ وانگ، ۲۰۱۵). چانی و همکارانش (۲۰۱۱) معتقدند که به دلیل حمایت دولت از ارتباطات سیاسی، در شرکت‌هایی که روابط سیاسی حاکم است، محیط عملیاتی شفاف نیست. در نتیجه کیفیت اطلاعات در شرکت‌های دارای اطلاعات سیاسی پایین‌تر از سایر شرکت‌هاست. این شرکت‌ها به دلیل دسترسی بیشتر به جریان‌های نقد آزاد بیشتر، مستعد سرمایه‌گذاری بیشتر از حد هستند. سرمایه‌گذاری بیشتر از حد این امکان را برای مدیریت به وجود می‌آورد که از قدرت تصمیم‌گیری خود برای تأمین مالی پروژه‌های بی‌ثمر یا پروژه‌هایی با ریسک بالا که می‌تواند به منافع سهامداران و همچنین اعتباردهندگان آسیب رساند، استفاده نادرست کند. با در نظر گرفتن این فرضیه که مدیریت از مالکیت جداست، مشکل سرمایه‌گذاری بیشتر از حد در درجه نخست ارتباط بین مدیران و سهامداران را که تضاد منافع نشئت می‌گیرد، تحت تأثیر قرار می‌دهد (برادران حسن‌زاده و تقی‌زاده خانقاه، ۱۳۹۵)؛ در عوض در شرکت‌هایی که مالک هم‌زمان مدیر شرکت است، تضاد منافع تنها بین سهامداران داخلی وجود دارد. علاوه بر این، اعتقاد بر این است که مشکل یاد شده، می‌تواند به کاهش منابع و ارزش شرکت از سوی هیئت مدیره حاکم منجر شود که در نهایت بروز این رویکرد، رابطه بین مدیران و اعتباردهندگان را تحت تأثیر قرار می‌دهد (بیدل و همکاران، ۲۰۰۹). مشکل سرمایه‌گذاری بیشتر از حد بر اساس این فرضیه است که تأکید مدیران بر اهداف شرکت متفاوت از سهامداران است. این تضاد منافع موجب بروز رفتارهای فرصت‌طلبانه در مدیران شده و هزینه‌های نمایندگی را به وجود می‌آورد.

از لحاظ تئوری، شرکت‌ها تا زمانی به‌طور مستمر در پروژه‌های با خالص ارزش فعلی مثبت سرمایه‌گذاری می‌کنند که مزیت‌های نهایی سرمایه‌گذاری برابر با هزینه‌های نهایی آن باشد (تقی‌زاده خانقاه و زینالی، ۱۳۹۴). نتیجه تحقیقات قبلی نشان داده است که در بازارهای نیمه‌کامل، عواملی همچون عدم تقارن اطلاعاتی و مشکلات نمایندگی ممکن است مدیران را مجبور کند تصمیم‌های سرمایه‌گذاری ناکارایی بگیرند که به سرمایه‌گذاری بیشتر از حد و سرمایه‌گذاری کمتر از حد منجر می‌شود. تئوری سرمایه‌گذاری کمتر از حد بیان می‌کند که مدیران ممکن است زمانی که سرمایه‌گذاری از طریق سهامداران تأمین مالی می‌شود، از پروژه‌های کم‌ریسک با ارزش فعلی مثبت صرف نظر کنند. آنها تمایل دارند که در پروژه‌هایی با ارزش فعلی منفی سرمایه‌گذاری کنند؛ زیرا دارندگان سهام، هزینه سرمایه‌گذاری را تحمل می‌کنند، اما مزیت این گونه سرمایه‌گذاری‌ها به دارندگان اوراق قرضه منتقل می‌شود. بنابراین، مدیران شرکت ممکن است پروژه‌های دارای ریسک را که می‌تواند مزیت‌های بیشتری برای سهامداران داشته باشد، دنبال کنند و زمانی که زیان‌های بزرگ رخ می‌دهد، این زیان‌ها می‌تواند به دارندگان اوراق قرضه منتقل شود. از سوی دیگر، سرمایه‌گذاری بیشتر از حد از ناهمسویی بین منافع مدیران و سهامداران نشئت می‌گیرد. در حضور جریان‌های نقد آزاد، مدیران شرکت تمایل دارند خود را گسترش دهند، حتی به این قیمت که پروژه‌های با خالص ارزش فعلی منفی را انتخاب کنند (الهادی، حسن، تیلور و حسین، ۲۰۱۷).

در روابط نمایندگی، هدف مالکان حداکثرسازی ثروت است، از این رو برای دستیابی به این هدف بر کار نماینده نظارت می‌کنند و به ارزیابی عملکرد او می‌پردازند. اما زمانی که دولت در نقش مالک در رابطه نمایندگی قرار می‌گیرد،

موضوع تفاوت می‌کند؛ زیرا ممکن است اهداف سیاسی بر هدف حداکثرسازی ثروت ترجیح داده شود (بوباگری، کوزت و سفر، ۲۰۰۸). همچنین به دلیل حضور نداشتن مالک انفرادی و خصوصی با انگیزه کافی برای نظارت بر رفتار مدیران در شرکت‌های تحت حمایت سیاسی دولت، ارزیابی عملکرد شرکت و نظارت بر رفتار مدیران، بسیار کم‌رنگ است. در نظریه هزینه‌های سیاسی، این احتمال وجود دارد که سیاستمداران از ارقام حسابداری برداشت سیاسی داشته باشند و برای مثال، احتمال دارد ارقام سود خالص هنگام گزارش شده توسط شرکت‌ها را علامتی از بازار انحصاری تلقی کنند. بنابراین شرکت‌ها برای فرار از عواقب اقتصادی این‌گونه هزینه‌ها، رویه‌هایی را انتخاب می‌کنند که به کاهش کمترین انتقال ثروت ناشی از فرایندهای نظارتی منجر شود (ابراهیمی کردلر و شهریاری، ۱۳۸۸). همچنین فرضیه هزینه‌های سیاسی، احتمال وضع قوانین مالیاتی جدید را قوت می‌بخشد که می‌تواند هزینه‌های مالیاتی سنگینی را برای شرکت‌ها به همراه داشته باشد. همچنین یکی دیگر از هزینه‌های سیاسی که شرکت‌ها می‌توانند با آن مواجه شوند، کاهش سودآوری شرکت از طریق رقابت خارجی است. اما بوباگری، گودهامی، میشرا و سفر (۲۰۱۲) با بررسی تأثیر هزینه‌های سیاسی نشان دادند که شرکت‌ها بعد از برقراری روابط سیاسی، نسبت به سایر شرکت‌ها با سهولت بیشتری به منابع اعتباری دست می‌یابند. آنچه در مبانی نظری بیان شد، نشان‌دهنده ناسازگاری نتایج در کشورهای مختلف است، به طوری که پیامدهای مثبت و منفی ارتباطات سیاسی با توجه به محیط عملکرد آشکار است. اما در اغلب تحقیقات بررسی شده، ارتباطات سیاسی عامل مخربی برای عملکرد شرکت است؛ به طوری که عملکرد آتی شرکت را تحت تأثیر قرار می‌گیرد، زیرا مدیران سیاسی منابع شرکت را با تصمیم‌های خودسرانه خود از بین می‌برند. مصرف این منابع به دلیل در دسترس قرار گرفتن جریان‌های نقد آزاد است. مدیران سیاسی ممکن است پروژه‌های با خالص ارزش فعلی منفی را برای سودهای زودگذر تأمین مالی کنند که نتیجه آن در بلندمدت تخریب منافع سهامداران است.

### پیشینه تجربی

بوباگری و همکارانش (۲۰۱۲) تأثیر روابط سیاسی بر عملکرد شرکت و تصمیم‌های تأمین مالی را بررسی کردند. آنها دریافته‌اند که شرکت‌هایی که روابط سیاسی برقرار می‌کنند، نسبت به سایر شرکت‌ها، دسترسی آسان‌تری به منابع اعتباری دارند. در این شرکت‌ها از طریق استقراض تلاش می‌شود که سودآوری بهبود یابد. از این رو، روابط سیاسی همبستگی قوی‌ای با تغییر در اهرم و عملکرد عملیاتی دارد.

کورریا (۲۰۱۴) با پژوهشی که در آمریکا اجرا کرد، نشان داد شرکت‌هایی که دارای روابط سیاسی هستند، کمتر از سوی کمیسیون بورس و اوراق بهادار جریمه می‌شوند. این شرکت‌ها به واسطه ارتباط با نمایندگان کنگره و پرداخت وجه به آنها بر کمیسیون بورس اوراق بهادار فشار وارد می‌کنند و بر آنها نفوذ دارند و این موضوع سبب می‌شود که از سوی این کمیسیون کمتر جریمه شوند.

سعید، بلگیتار و کلارک (۲۰۱۶) تأثیر ارتباطات سیاسی بر عملکرد شرکت را بررسی کردند. نتایج آنها نشان داد که بین ارتباطات سیاسی و عملکرد شرکت، رابطه منفی وجود دارد. آنها دریافته‌اند که عملکرد شرکت‌های سیاسی بر اساس شاخص‌های بازده دارایی و بازده حقوق صاحبان سهام به ترتیب حدود ۱۷ و ۱۵ درصد کمتر از عملکرد شرکت‌های غیرسیاسی است.

لینگ، ژائو، لینگ، سانگ و ژنگ (۲۰۱۶) در پژوهشی نشان دادند که ارتباطات سیاسی به‌طور منفی با بازده دارایی‌ها مرتبط است. علاوه بر این، شرکت‌هایی که ارتباطات سیاسی قوی دارند، از طریق وام‌های بانکی بلندمدت تأمین مالی می‌شوند و به احتمال زیاد این شرکت‌ها بیش سرمایه‌گذار هستند. نتایج کلی نشان داد که رشد ارتباطات سیاسی می‌تواند موجب سرمایه‌گذاری پریسک برای شرکت شود.

لی و وانگ (۲۰۱۷) در پژوهشی نشان دادند مدیران سیاسی، خطر سقوط قیمت سهام را در شرکت‌هایی که به‌وسیله دولت کنترل می‌شود، تشدید می‌کنند. در مقابل، استخدام سیاستمداران به عنوان مدیران، به‌ویژه مدیران وابسته به دولت مرکزی، به مدیران تحت کنترل شرکت‌های خصوصی کمک می‌کند خطر سقوط قیمت سهام را کاهش دهند.

وانگ، چن، چین و ژنگ (۲۰۱۷) به بررسی ارتباط بین توانایی مدیریت، ارتباطات سیاسی و گزارشگری مالی متقابلانه در چین پرداختند. بر اساس یافته‌ها، افزایش توانایی مدیریت به کاهش گزارشگری مالی متقابلانه منجر می‌شود. همچنین ارتباطات سیاسی در شرکت‌ها می‌تواند تأثیر توانایی مدیریت بر احتمال تقلب صورت‌های مالی را تضعیف کند. در نهایت شواهد آشکار کرد که چنین روابطی عمدتاً در شرکت‌های غیردولتی مصداق دارد.

مالول، چاکرون و یاهیویی (۲۰۱۸) تأثیر ارتباطات سیاسی بر عملکرد و ارزش شرکت‌های تونسی را بررسی کردند. بر اساس نتایج به‌دست آمده، ارتباطات سیاسی موجب بهبود عملکرد و ارزش شرکت می‌شود. در واقع سرمایه‌گذاران به‌دلیل کسب منافع بیشتر، به سرمایه‌گذاری در شرکت‌هایی با ارتباطات سیاسی بالا تمایل نشان می‌دهند.

نیکومرام، بنی‌مهد، رهنمای رودپشتی و کیایی (۱۳۹۲) اثر مدیریت سیاسی بر مدیریت سود را در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بررسی کردند. نتایج این پژوهش نشان داد که بین مدیریت سیاسی و مدیریت سود، رابطه مستقیمی وجود دارد؛ به بیان دیگر، وجود مدیریت سیاسی در شرکت‌ها یکی از عوامل تأثیرگذار بر مدیریت سود است.

رضایی و ویسی حصار (۱۳۹۳) اثر روابط سیاسی با دولت را بر رابطه تمرکز مالکیت با کیفیت گزارشگری مالی و هزینه سهام عادی بررسی کردند. بر اساس نتایج این پژوهش، در شرکت‌هایی که ساختار مالکیت متمرکز است، کیفیت سود نیز بالا است، حال آنکه در شرکت‌های دارای روابط سیاسی گسترده با دولت و ساختار مالکیت متمرکز، کیفیت سود پایین است.

مهربانپور، جندقی قمی و محمدی (۱۳۹۶) اثر روابط سیاسی شرکت‌ها را بر به‌کارگیری معاملات غیرعادی با اشخاص وابسته بررسی کردند. نتایج پژوهش نشان داد که روابط سیاسی، به‌طور معناداری موجب کاهش اعطای اعتبار و فروش غیرعادی به اشخاص وابسته می‌شود.

اعتمادی و احمدی گورجی (۱۳۹۶) اثر ارتباط سیاسی بر سرمایه‌گذاری و کاهش محدودیت‌های تأمین مالی را بررسی کردند. یافته‌های این پژوهش نشان داد که ارتباط سیاسی بر رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌ها تأثیر گذاشته و سبب کاهش محدودیت جریان تأمین مالی شرکت‌ها شده است.

بررسی مطالعات پیشین نشان می‌دهد ارتباطات سیاسی بر رویدادهای شرکت پیامدهای منفی بیشتری به‌دنبال دارد. محققانی همچون بوباکری و همکاران (۲۰۱۲)؛ لی و وانگ (۲۰۱۷) و وانگ و همکاران (۲۰۱۷) معتقدند که ارتباط

سیاسی به منابع شرکت آسیب می‌زند و شرکت را در وضعیت نامساعدی از لحاظ سودآوری قرار می‌دهد. در نتیجه مدیران سیاسی استفاده نامناسبی از جریان‌های نقد آزاد می‌کنند و مطلوبیت سرمایه‌گذاری را تحت تأثیر قرار می‌دهند. شرکت‌هایی که ارتباطات سیاسی برقرار می‌کنند، دسترسی بیشتری به بدهی‌های بلندمدت دارند و به احتمال زیاد بیش سرمایه‌گذارند. به همین دلیل برقراری ارتباطات سیاسی نوعی سرمایه‌گذاری مخاطره‌آمیز است. با توجه به مبانی نظری و پژوهش‌های مطرح شده، فرضیه‌های پژوهش به شرح زیر تدوین می‌شوند:

فرضیه اول: بین ارتباطات سیاسی و سرمایه‌گذاری بیشتر از حد، رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.

فرضیه دوم: بین ارتباطات سیاسی و عملکرد شرکت، رابطه منفی و معناداری وجود دارد.

### روش‌شناسی پژوهش

تمام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، جامعه آماری این پژوهش در نظر گرفته شده است. به منظور انتخاب نمونه از بین شرکت‌های عضو جامعه آماری، شرکت‌هایی که حائز شرایط زیر بودند برای بررسی انتخاب شدند و در ادامه، به جمع‌آوری و آزمون داده‌های این شرکت‌ها در دوره زمانی ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۵ پرداخته شد.

۱. اطلاعات لازم برای اجرای پژوهش در دسترس باشد.
  ۲. شرکت‌ها از نوع سرمایه‌گذاری، واسطه‌گری مالی یا بانک‌ها و غیره نباشند، زیرا افشای اطلاعات مالی و ماهیت فعالیت این نوع شرکت‌ها متفاوت است.
  ۳. با هدف کنترل اثر زمانی و متغیرهای مداخله‌گر محیطی ناشی از شرایط زمانی، پایان سال مالی آنها منتهی به ۲۹ اسفند باشد.
  ۴. قبل از سال ۱۳۸۹ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند.
  ۵. وقفه معاملاتی بیش از شش ماه نداشته باشند (با اعمال دوره‌های کوتاه‌مدت برای وقفه معاملاتی، تعداد شرکت‌های نمونه در صنایع در دست بررسی کاهش می‌یافت).
  ۶. صنایع در دست بررسی باید حداقل دارای ۱۵ شرکت باشند.
- با توجه به بررسی‌های انجام شده، ۱۱۰ شرکت در بازه زمانی یاد شده حائز شرایط بالا بودند و برای نمونه پژوهش انتخاب شدند. اطلاعات لازم شرکت‌ها از طریق نرم‌افزار ره‌آورد نوین و پایگاه رسمی اینترنتی سازمان بورس اوراق بهادار گردآوری شد. داده‌ها با استفاده از نرم‌افزار Eviews تجزیه و تحلیل شدند.

### مدل‌های پژوهش

در پژوهش حاضر، فرضیه‌ها به کمک مدل‌های رگرسیونی چند متغیره مبتنی بر داده‌های تابلویی آزمون می‌شوند. برای آزمون فرضیه‌های اول و دوم به ترتیب از رابطه ۱ و ۲ استفاده شده است:

$$\begin{aligned} OverInv_{i,t} = & \alpha + \beta_1 CONF_{i,t} + \beta_2 FCF_{i,t} + \beta_3 DIV_{i,t-1} + \beta_4 DA_{i,t} \\ & + \beta_5 CONOWN_{i,t} + \beta_6 HHI_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad \text{رابطه (۱)}$$

$$PROF_{i,t} = \alpha + \beta_1 CONF_{i,t} + \beta_2 FCF_{i,t} + \beta_3 DIV_{i,t-1} + \beta_4 DA_{i,t} + \beta_5 CONOWN_{i,t} + \beta_6 HHI_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (\text{رابطه ۲})$$

در دو رابطه بالا،  $OverInv_{i,t}$  نشان‌دهنده سرمایه‌گذاری بیشتر از حد؛  $PROF_{i,t}$  عملکرد شرکت؛  $CONF_{i,t}$  ارتباطات سیاسی؛  $FCF_{i,t}$  جریان‌های نقد آزاد؛  $DIV_{i,t}$  سود سهام پرداختنی؛  $DA_{i,t}$  اقلام تعهدی اختیاری؛  $CONOWN_{i,t}$  تمرکز مالکیت؛  $HHI_{i,t}$  شاخص هر فیندال - هریشمن (رقابت بازار محصول) است.

### متغیرهای پژوهش

#### متغیرهای وابسته

سرمایه‌گذاری بیشتر از حد: چن و همکارانش (۲۰۱۳) برای برآورد سرمایه‌گذاری بیشتر از حد، سرمایه‌گذاری کل را تعریف کردند. به عقیده آنها سرمایه‌گذاری کارا به سرمایه‌گذاری‌هایی اشاره دارد که تنها پروژه‌های با خالص ارزش فعلی مثبت تأمین مالی شوند. مشابه مدل بیدل و همکاران (۲۰۰۹) آنها از معیار کیو توبین و رشد فروش برای پیش‌بینی سطح سرمایه‌گذاری استفاده کردند که مطابق رابطه ۳ است.

$$INV_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Q_{i,t-1} + \beta_2 \Delta Sales_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (\text{رابطه ۳})$$

تعریف متغیرهای این رابطه به شرح زیر است:

$INV_{i,t}$  (سرمایه‌گذاری کل): مجموع مخارج سرمایه‌ای، هزینه تحقیقات و توسعه برای شرکت  $i$  در سال  $t$  تقسیم بر میانگین دارایی‌های شرکت.

$Q_{i,t-1}$  (کیو توبین): مجموع ارزش بازار حقوق صاحبان سهام و ارزش دفتری بدهی‌ها تقسیم بر دارایی‌های کل.

$\Delta Sales_{i,t-1}$  (درصد تغییرات فروش): درصد تغییر درآمد فروش از سال جاری نسبت به سال قبل.

مدل مقطعی پژوهش حاضر برای هر صنعت، دست کم شامل ۱۵ شرکت در هر سال بوده و باقی‌مانده سرمایه‌گذاری برای هر سال محاسبه شده است. معیاری که برای استفاده از تعداد شرکت‌ها در نظر گرفته شده، برگرفته از پژوهش چن، هوب، لی و وانگ (۲۰۱۱) است. چنانچه شرکت‌های بیشتری برای هر صنعت انتخاب می‌شد، تعداد نمونه‌ها برای تخمین سرمایه‌گذاری بیشتر از حد کاهش می‌یافت؛ برای جلوگیری از این محدودیت، ۱۵ شرکت برای هر صنعت مد نظر قرار گرفت. شرکت‌هایی با باقی‌مانده منفی، شرکت‌های کم سرمایه‌گذار تلقی می‌شوند و شرکت‌هایی با باقی‌مانده مثبت، نشان‌دهنده شرکت‌های بیش سرمایه‌گذار هستند (چن و همکاران، ۲۰۱۳).

**عملکرد شرکت:** در این پژوهش برای اندازه‌گیری عملکرد شرکت از بازده دارایی‌ها استفاده می‌شود (لینگ و همکاران، ۲۰۱۶). بازده دارایی‌ها نحوه استفاده از دارایی‌ها برای دستیابی به سود شرکت را نشان داده و معیار مناسبی برای سنجش عملکرد مدیران محسوب می‌شود. این شاخص نسبت به سایر شاخص‌ها، معیار پذیرفته شده‌تری برای محاسبه عملکرد است؛ به طوری که در اغلب پژوهش‌ها از این شاخص استفاده می‌شود. بازده دارایی، مدیران را به کنترل دارایی‌های عملیاتی وادار کرده و همواره با کنترل هزینه‌ها، نرخ سود خالص و حجم فروش، به کنترل دارایی‌های عملیاتی نیز می‌پردازد. سرمایه‌گذاران علاقه زیادی به این معیار دارند؛ زیرا از طریق اطلاعات مالی شرکت به سادگی محاسبه می‌شود.



این شاخص برای مدیران نیز از اهمیت زیادی برخوردار است، زیرا پاداش و آینده شغلی آنها ارتباط نزدیکی با این شاخص دارد. بازده دارایی‌ها از رابطه ۴ به دست می‌آید:

$$\text{رابطه ۴)} \quad \text{بازده دارایی‌ها} = \frac{\text{سود قبل از کسر مالیات}}{\text{کل دارایی‌ها}}$$

### متغیر مستقل

**ارتباطات سیاسی:** در این پژوهش، شرکت‌های سیاسی از طریق الگوی تصمیم‌گیری چند معیاره به روش تاپسیس و وزن‌دهی به روش آنترویی تعیین شدند. برای تفکیک شرکت‌های سیاسی و غیرسیاسی، از متغیرهای هزینه‌های سیاسی فاسیو (۲۰۰۶) به پیروی از پژوهش رضایی و ویسی حصار (۱۳۹۳) به شرح زیر استفاده شده است:

- ارزش بازار سهام: هرچه ارزش بازار سهام بیشتر باشد، ارتباط شرکت با سازمان بورس اوراق بهادار که زیرمجموعه وزارت امور اقتصادی و دارایی است، بیشتر خواهد بود.
- ارزش دفتری دارایی‌ها: هرچه ارزش دفتری دارایی‌ها بیشتر باشد، ارتباط شرکت با وزارت امور اقتصادی و دارایی بیشتر خواهد بود.
- مالیات بر درآمد: هرچه مالیات بر درآمد بیشتر باشد، ارتباط شرکت با وزارت امور اقتصادی و دارایی بیشتر خواهد بود.
- تعداد کارکنان: هرچه تعداد کارکنان بیشتر باشد، ارتباط شرکت با وزارت کار و امور اجتماعی بیشتر خواهد بود.
- جمع فروش صادراتی: هرچه جمع فروش صادراتی بیشتر باشد، ارتباط شرکت با وزارت بازرگانی بیشتر خواهد بود.
- بیمه پرداختی: هرچه بیمه سهم کارفرما و بیکاری بیشتر باشد، ارتباط شرکت با وزارت کار و رفاه بیشتر خواهد بود.

رتبه بالاتر شرکت‌ها از مجموعه عوامل فوق، بیان‌کننده ارتباطات گسترده‌تر و سیاسی بودن شرکت‌هاست. اساس این روش بر این مفهوم استوار است که گزینه انتخاب شده باید کمترین فاصله را با راه حل ایده‌آل مثبت (شاخص سود) و بیشترین فاصله را با ایده‌آل منفی (شاخص هزینه) داشته باشد.

جدول ۱. ماتریس تصمیم برای تفکیک شرکت‌های سیاسی و غیرسیاسی

بیمه پرداختی	جمع فروش صادراتی	تعداد کارکنان	مالیات بر درآمد	ارزش دفتری دارایی‌ها	ارزش بازار سهام	متغیرهای تفکیک شرکت‌ها
						شرکت‌ها در هر سال
$X_{1m}$	...	...	...	$X_{1r}$	$X_{1s}$	$X_1$
$X_{2m}$	...	...	...	$X_{2r}$	$X_{2s}$	$X_2$
⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮
$X_{nm}$	...	...	...	$X_{nr}$	$X_{ns}$	$X_n$

در این ماتریس، شاخصی که دارای مطلوبیت یکنواخت افزایشی (جنبه مثبت) است، شاخص سود نامیده می‌شود و شاخصی که مطلوبیت یکنواخت کاهشی (جنبه منفی) دارد، شاخص هزینه است. در این پژوهش مطابق جدول ۱، شاخص‌های تفکیک شرکت‌های دارای تعاملات سیاسی گسترده با دولت، از مطلوبیت یکنواخت افزایشی (جنبه مثبت) برخوردارند، بنابراین شاخص سود به حساب می‌آیند. همچنین، از آنجا که شاخص‌ها برای تصمیم‌گیرنده اهمیت یکسانی ندارند، نخست وزن شاخص‌ها بر اساس روش آنتروپی شانون به دست آمد و پس از آن به الگوریتم تاپسیس وارد شدند. برای محاسبه وزن شاخص‌ها، ابتدا ماتریس تصمیم‌گیری مطابق جدول ۱ تشکیل می‌شود. در این جدول  $X_{i,j}$  ارزش شاخص‌های متناسب با هر گزینه است. برای اجرای فرایند تکنیک آنتروپی ابتدا  $P_{i,j}$  متناسب با رابطه ۵ محاسبه می‌شود:

$$P_{i,j} = \frac{X_{i,j}}{\sum_{i=1}^m X_{i,j}} ; \forall i,j \quad \text{(رابطه ۵)}$$

مرحله دوم، محاسبه شاخص عدم اطمینان است. برای این منظور ابتدا ارزشی به نام  $E_j$  به صورت رابطه ۶ محاسبه می‌شود، سپس عدم اطمینان یا درجه انحراف  $d_j$  که بیان می‌کند شاخص مربوطه چه میزان اطلاعات مفید برای تصمیم‌گیری در اختیار تصمیم‌گیرنده قرار می‌دهد، به دست می‌آید. این عدم اطمینان به کمک رابطه ۷ محاسبه می‌شود.

$$E_j = -k \sum_{i=1}^m (P_{i,j} \times \ln P_{i,j}) ; \forall i,j, k ; k = \frac{1}{\ln m} \quad \text{(رابطه ۶)}$$

$$d_j = 1 - E_j ; \forall j \quad \text{(رابطه ۷)}$$

در نهایت وزن شاخص‌ها مطابق رابطه ۸ محاسبه می‌شود.

$$W_j = \frac{d_j}{\sum_{i=1}^n d_j} \quad \text{(رابطه ۸)}$$

در صورتی که تصمیم‌گیرنده از قبل وزن خاصی  $\lambda_j$  را برای شاخص در نظر گرفته باشد، وزن جدید  $W'_j$  به صورت رابطه ۹ محاسبه می‌شود.

$$W'_j = \frac{\lambda_j W_j}{\sum_{j=1}^n \lambda_j W_j} \quad \text{(رابطه ۹)}$$

برای رتبه‌بندی به روش تاپسیس، در گام اول ماتریس تصمیم نرمال شده محاسبه می‌شود؛ در گام دوم ماتریس تصمیم نرمال موزون به دست می‌آید؛ در گام سوم راه حل ایده‌آل مثبت و راه حل ایده‌آل منفی تعیین می‌شود؛ گام چهارم به دست آوردن میزان فاصله هر گزینه تا ایده‌آل‌های مثبت و منفی است؛ در گام پنجم نزدیکی نسبی گزینه به راه حل ایده‌آل تعیین شده و در گام ششم گزینه‌ها رتبه‌بندی می‌شوند.

بعد از اینکه شرکت‌های نمونه از طریق الگوی تصمیم‌گیری چند معیاره به روش تاپسیس و وزن‌دهی به روش آنتروپی اندازه‌گیری و رتبه‌بندی شدند، در دو دسته جای گرفتند. دسته‌ای که رتبه بالاتری داشت، شرکت‌های دارای ارتباطات گسترده سیاسی (۶۵ شرکت) نام گرفت و به آنها عدد ۱ اختصاص یافت و دسته‌ای که کمترین رتبه را کسب

کرد، شرکت‌های دارای ارتباطات محدود سیاسی (۴۵ شرکت) شناسایی شد و به آنها صفر تعلق گرفت. رتبه‌بندی گزینه‌ها به ترتیب ارجحیت و بر اساس نزدیکی نسبی به راه حل ایده‌آل صورت گرفت. گزینه مطلوب گزینه‌ای است که از لحاظ نسبی، نزدیکی بیشتری به راه حل ایده‌آل داشته باشد.

### متغیرهای کنترلی

در این پژوهش برای جداسازی تأثیر ارتباطات سیاسی بر سرمایه‌گذاری بیشتر از حد و عملکرد شرکت، از متغیرهای کنترلی زیر استفاده شده است:

**جریان‌های نقد آزاد (FCF<sub>i,t</sub>):** این متغیر برگرفته از مدل لن و پولسن (۱۹۸۹) برای تعیین جریان‌های نقد آزاد واحد تجاری به کار رفته است و به صورت رابطه ۱۰ است.

$$FCF_{i,t} = \frac{(INC_{i,t} - TAX_{i,t} - INTEXP_{i,t} - PSDIV_{i,t} - CSDIV_{i,t})}{TA_{i,t}} \quad \text{رابطه ۱۰}$$

در این رابطه  $FCF_{i,t}$ : جریان‌های نقد آزاد شرکت  $i$  در سال  $t$ ;  $INC_{i,t}$ : سود عملیاتی قبل از استهلاک شرکت  $i$  در سال  $t$ ;  $TAX_{i,t}$ : کل مالیات پرداخت شده شرکت  $i$  در سال  $t$ ;  $INTEXP_{i,t}$ : هزینه بهره پرداختی شرکت  $i$  در سال  $t$ ;  $PSDIV_{i,t}$ : سود سهامداران ممتاز پرداخت شده شرکت  $i$  در سال  $t$ ;  $CSDIV_{i,t}$ : سود سهامداران عادی پرداخت شده شرکت  $i$  در سال  $t$ ;  $TA_{i,t}$ : کل ارزش دفتری دارایی‌های شرکت  $i$  در سال  $t$  است. مطابق پژوهش‌های ریچاردسون (۲۰۰۶) و بیدل و همکاران (۲۰۰۹) انتظار می‌رود، شرکت‌های با جریان‌های نقد آزاد بیشتر، رابطه مثبتی با سرمایه‌گذاری بیشتر از حد داشته باشند و عملکرد این شرکت‌ها معمولاً به دلیل تعقیب منافع شخصی، ضعیف است.

**سود تقسیمی (DIV<sub>i,t</sub>):** از نسبت سود تقسیمی هر سهم بر سود هر سهم به دست می‌آید. مطابق پژوهش‌های ریچاردسون (۲۰۰۶) و لینگ و همکاران (۲۰۱۶) افزایش سود تقسیمی موجب کاهش سرمایه‌گذاری بیشتر از حد و بهبود عملکرد می‌شود. به عقیده آنها پرداخت سود سهام نوعی سازوکار نظارتی درون سازمانی است.

**تمرکز مالکیت (CON<sub>i,t</sub>):** از مجذور درصد سهامداران نهادی به دست می‌آید. به عقیده ریچاردسون (۲۰۰۶)؛ بیدل و همکاران (۲۰۰۹) و لینگ و همکاران (۲۰۱۶)، شرکت‌های با تمرکز مالکیت بالا به دلیل برخورداری از نظارت بیشتر، سرمایه‌گذاری بیشتر از حد کمتری را تجربه می‌کنند و عملکرد این گونه شرکت‌ها مطلوب است.

**رقابت بازار محصول (HHI<sub>i,t</sub>):** همانند پژوهش‌های هو و رابینسون (۲۰۰۶) شاخص هر فیندال هیرشمن به عنوان معیار سنجش رقابت در بازار محصول به کار گرفته شده که از طریق رابطه ۱۱ محاسبه می‌شود:

$$HHI_{i,t} = \sum_{i=1}^{N_j} \left( SALES_{i,j} / \sum_{i=1}^{N_j} SALES_{i,j} \right)^2 \quad \text{رابطه ۱۱}$$

که در این رابطه،  $SALES_{i,j}$  کل فروش شرکت  $i$  در صنعت  $j$  است. شاخص هر فیندال هیرشمن برای آن دسته از طبقات صنعت محاسبه شده که حداقل ۱۰ شرکت داشته باشند (بادآور زنده‌ی و تقی‌زاده خانقاه، ۱۳۹۵). این صنایع شامل صنایع دارویی، شیمیایی، سیمان، ماشین‌آلات و تجهیزات، خودرو و قطعات، فلزات اساسی و کانه‌های فلزی هستند. در

واقع، این شاخص تمرکز صنعت را اندازه‌گیری کرده و هر چه میزان آن بالاتر باشد، تمرکز بیشتر و رقابت کمتر در صنعت را نشان می‌دهد.

مطابق پژوهش لینگ و همکاران (۲۰۱۶) رقابت پایین در بازار محصول نشانه‌هایی از عدم تقارن اطلاعاتی بین گروه‌های مختلف ذی‌نفع است. بنابراین در این شرایط احتمال سرمایه‌گذاری بیشتر از حد بالاست و شرکت‌ها به دلیل مشکلات نمایندگی عملکرد ضعیفی دارند.

**اقلام تعهدی اختیاری ( $DACC_{i,t}$ ):** کل ارقام تعهدی به دو قسمت ارقام تعهدی اختیاری و ارقام تعهدی غیراختیاری تقسیم می‌شود. گام اول در استفاده از الگوهای تخمین ارقام تعهدی اختیاری، مشخص کردن کل ارقام تعهدی است. برای محاسبه کل ارقام تعهدی ( $TACC$ )، وجه نقد عملیاتی ( $CFO$ ) از سود حسابداری ( $NI$ ) مطابق رابطه ۱۲ کسر می‌شود.

$$TACC_t = NI_t - CFO_t \quad \text{رابطه ۱۲}$$

گام بعد برای مشخص کردن ارقام تعهدی اختیاری، استفاده از الگوی کل ارقام تعهدی به‌منظور مشخص کردن سطح مورد انتظار ارقام تعهدی است. در این پژوهش برای شناسایی ارقام تعهدی اختیاری (مدیریت سود) از الگوی جونز تعدیل‌شده استفاده می‌شود. رابطه ۱۳ این الگو را نشان می‌دهد.

$$\frac{TACC_t}{TA_{t-1}} = \alpha_{0j} \left( \frac{1}{TA_{t-1}} \right) + \alpha_{1j} \left( \frac{\Delta REV_t - \Delta REC_t}{TA_{t-1}} \right) + \alpha_{2j} \left( \frac{PPE_{it}}{TA_{t-1}} \right) + \varepsilon_{it} \quad \text{رابطه ۱۳}$$

در الگوی جونز تعدیل‌شده، به‌منظور محاسبه ارقام تعهدی غیراختیاری، از رابطه ۱۴ استفاده می‌شود.

$$NDAA = \alpha_{0j} \left( \frac{1}{TA_{t-1}} \right) + \alpha_{1j} \left( \frac{\Delta REV_t - \Delta REC_t}{TA_{t-1}} \right) + \alpha_{2j} \left( \frac{PPE_{it}}{TA_{t-1}} \right) \quad \text{رابطه ۱۴}$$

سرانجام، ارقام تعهدی اختیاری به‌وسیله کم کردن ارقام تعهدی غیراختیاری از کل ارقام تعهدی مطابق رابطه ۱۵ به‌دست می‌آید:

$$DACC = TACC - NDAA \quad \text{رابطه ۱۵}$$

تعریف متغیرهای بالا به این شرح است:  $TA_{t-1}$  جمع دارایی‌ها در سال  $t-1$ ؛  $\Delta REV$  تغییرات در فروش؛  $\Delta REC$  تغییرات در حساب‌ها و اسناد دریافتنی؛  $PPE$  دارایی‌های غیرجاری؛  $NDAA$  ارقام تعهدی غیراختیاری و  $DACC$  ارقام تعهدی اختیاری.

قدر مطلق ارزش به‌دست آمده برای رابطه بالا، جایگزین مدیریت سود خواهد شد، یعنی  $|DACC_{i,t}|$  که مقادیر بزرگ‌تر برای آن نشان‌دهنده مدیریت سود بیشتر و مقادیر کوچک‌تر گویای مدیریت سود کمتر است.

## یافته‌های پژوهش

### یافته‌های توصیفی

جدول ۲ آمار توصیفی متغیرهای آزمون شده را که شامل برخی شاخص‌های مرکزی و پراکندگی است، نشان می‌دهد. مقدار به‌دست آمده از میانگین سرمایه‌گذاری بیشتر از حد (۰/۱۱۳) نشان می‌دهد که به‌طور متوسط ۱۱/۳ درصد از شرکت‌های بررسی شده دچار سرمایه‌گذاری بیشتر از حد هستند. میانگین عملکرد شرکت (۳۰/۸) حاکی از آن است که شرکت‌ها توانسته‌اند ۳۰/۸ درصد از طریق دارایی‌ها سود ایجاد کنند. میانگین به‌دست آمده از ارقام تعهدی اختیاری شرکت‌ها (۳۱/۵) نشان می‌دهد که ارقام تعهدی اختیاری شرکت‌ها به‌طور میانگین ۳۱/۵ درصد دارایی‌های آنهاست. رقابت بازار محصول با انحراف معیار ۰/۱۷۵ در بین متغیرهای پژوهش دارای کمترین پراکندگی بوده و سود تقسیمی با انحراف معیار ۰/۵۹۷ بیشترین پراکندگی را دارد. همچنین حداقل مقدار جریان‌های نقدی آزاد (۰/۲۷۷-) نشان می‌دهد برخی شرکت‌ها با جریان‌های نقد آزاد منفی روبه‌رو هستند و به‌دلیل منابع پایین، توانایی ایجاد سرمایه‌گذاری‌های نامطلوب را ندارند.

جدول ۲. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

نام متغیرها	میانگین	انحراف معیار	میانه	حداقل	حداکثر
سرمایه‌گذاری بیشتر از حد	۰/۱۱۳	۰/۲۱۲	۰/۰۷۴	۰/۰۱۲	۰/۷۶۲
عملکرد شرکت	۰/۳۰۸	۰/۳۲۱	۰/۱۵۹	-۰/۱۲۴	۰/۷۵۵
جریان‌های نقد آزاد	۰/۲۳۱	۰/۳۴۷	۰/۱۲۸	-۰/۲۷۷	۰/۷۶۴
سود تقسیمی	۰/۶۰۲	۰/۵۹۷	۰/۶۸۲	۰/۰۰۰	۰/۹۷۱
ارقام تعهدی اختیاری	۰/۳۱۵	۰/۲۳۲	۰/۲۵۲	۰/۰۲۱	۰/۹۲۱
تمرکز مالکیت	۰/۴۵۱	۰/۳۳۷	۰/۳۸۲	۰/۰۰۸	۰/۶۲۸
رقابت بازار محصول	۰/۱۲۷	۰/۱۷۵	۰/۰۷۲	۰/۰۱۲	۰/۸۵۰

### یافته‌های استنباطی

به‌منظور تعیین الگوی مناسب برای تخمین مدل پژوهش، آزمون‌های F لیمر و هاسمن اجرا شده که نتایج آن در جدول‌های ۳ و ۴ مشاهده می‌شود. همچنین، برای بررسی هم‌خطی از آماره VIF، برای بررسی ناهمسانی واریانس از آزمون بروش پاگان گادفری و برای بررسی نرمال بودن جملات اخلاص از آزمون جارک - برا استفاده شده است.

نتایج جدول ۳ نشان می‌دهد که ارتباطات سیاسی بر سرمایه‌گذاری بیشتر از حد تأثیر مثبت (۰/۰۲۳) و معناداری (۰/۰۰۴) در سطح اطمینان ۹۵ درصد دارد؛ یعنی در شرکت‌هایی که ارتباطات سیاسی مدیران بیشتر است، انحراف از سرمایه‌گذاری مطلوب، بیشتر رخ می‌دهد. بنابراین فرضیه اول پژوهش در سطح معناداری ۵ درصد تأیید می‌شود. ضریب تعیین تعدیل شده مدل فرضیه اول نشان می‌دهد ۴۱ درصد از تغییرات متغیر وابسته سرمایه‌گذاری بیشتر از حد، توسط متغیر مستقل و سایر متغیرها تبیین می‌شود. مقدار آماره دوربین واتسون (۱/۹۶۹) از مقدار بحرانی ( $d_u = 1/802$ ) در جدول ۳ بزرگ‌تر است، از این رو در تخمین مدل یادشده، مشکل خودهمبستگی یا همبستگی سریالی بین جمله‌های خطا دیده نمی‌شود. سطح معناداری F برابر با ۰/۰۰۰ و کوچک‌تر از ۵ درصد است که معناداری کل مدل را نشان می‌دهد. سطح

معناداری آماره F لیمر و هاسمن نشان می‌دهد که برآزش مدل پژوهش به صورت داده‌های پانلی به کمک مدل اثرهای ثابت انجام گرفته است. سطح معناداری آماره جاک - برا نشان می‌دهد که اجزای خطا از توزیع نرمال برخوردارند. نتایج آماره ناهمسانی واریانس حاکی از آن است که ناهمسانی واریانس وجود ندارد. همچنین مقدار آماره VIF برای همه متغیرها کمتر از ۱۰ بود، بنابراین مشکل هم‌خطی بین متغیرهای مستقل پژوهش وجود نداشت.

جدول ۳. تأثیر ارتباطات سیاسی بر سرمایه‌گذاری بیشتر از حد

نام متغیرها	علائم اختصاری	بتا	خطا	آماره t	معناداری	هم‌خطی
عدد ثابت	C	۰/۰۹۸	۰/۰۱۵	۶/۳۸۱	۰/۰۰۰	-
ارتباطات سیاسی	FCON	۰/۰۲۳	۰/۰۰۸	۲/۸۹۹	۰/۰۰۴	۱/۰۱۷
جریان نقد آزاد	FCF	۰/۰۱۲	۰/۰۰۵	۲/۶۱۲	۰/۰۰۹	۱/۰۳۱
تقسیم سود	DIV	-۰/۰۱۹	۰/۰۰۷	-۲/۹۰۷	۰/۰۰۴	۱/۰۱۴
اقدام تعهدی اختیاری	DA	۰/۰۵۵	۰/۰۱۷	۳/۱۶۲	۰/۰۰۲	۱/۰۳۵
تمرکز مالکیت	CONOWN	-۰/۰۶۷	۰/۰۱۷	-۴/۰۰۵	۰/۰۰۰	۱/۰۲۸
رقابت بازار محصول	HHI	-۰/۱۰۸	۰/۰۲۵	-۴/۳۰۵	۰/۰۰۰	۱/۰۴۵
$R^2$ تعدیل شده				۰/۴۱۰		
دوربین واتسون $\alpha = ۰/۰۱$				۱/۹۶۹		
آماره F				$D_L = ۱/۶۰۳$	$D_U = ۱/۸۰۲$	
احتمال آماره F				۱۱/۵۷۲		
سطح معناداری F لیمر				۰/۰۰۰		
سطح معناداری هاسمن				۰/۰۰۰		
ناهمسانی - معناداری				۰/۲۳۱	۱/۸۲۷	
جاک - برا - معناداری				۰/۲۱۰	۱/۱۲۷	

نتایج جدول ۴ نشان می‌دهد که ارتباطات سیاسی بر عملکرد شرکت تأثیر منفی ( $-۰/۳۵۹$ ) و معناداری ( $۰/۰۰۰$ ) در سطح اطمینان ۹۵ درصد دارد؛ به بیان دیگر، در شرکت‌هایی که ارتباطات سیاسی مدیران بیشتر است، به دلیل عدم تخصیص بهینه منابع، عملکرد شرکت ضعیف بوده و شرکت قادر به دستیابی به سود بالا نیست. بنابراین فرضیه دوم پژوهش در سطح معناداری ۵ درصد تأیید می‌شود. ضریب تعیین تعدیل شده مدل فرضیه دوم نشان می‌دهد  $۳۰/۴$  درصد از تغییرات متغیر وابسته عملکرد شرکت توسط متغیر مستقل و سایر متغیرها تبیین می‌شود. آماره دوربین واتسون ( $۱/۸۷۰$ ) از مقدار بحرانی ( $d_U = ۱/۸۴۵$ ) در جدول ۴ بزرگ‌تر است، به همین دلیل در تخمین مدل یادشده، مشکل خودهمبستگی یا همبستگی سریالی بین جمله‌های خطا دیده نمی‌شود. مقدار سطح معناداری F برابر با  $۰/۰۰۰$  و کوچک‌تر از ۵ درصد است که معناداری کل مدل را نشان می‌دهد. سطح معناداری آماره F لیمر و هاسمن نشان می‌دهد که برآزش مدل پژوهش به صورت داده‌های پانلی به کمک مدل اثرهای ثابت انجام گرفته است. سطح معناداری آماره جاک - برا نشان می‌دهد اجزای خطا از توزیع نرمال برخوردارند. نتایج آماره ناهمسانی واریانس حاکی از آن است که

ناهمسانی واریانس وجود ندارد. همچنین مقدار آماره VIF برای همه متغیرها کمتر از ۱۰ بود، بنابراین مشکل هم‌خطی بین متغیرهای مستقل پژوهش وجود نداشت.

جدول ۴. تأثیر ارتباطات سیاسی بر عملکرد شرکت

نام متغیرها	علائم اختصاری	بتا	خطا	آماره t	معناداری	هم‌خطی
عدد ثابت	C	۰/۳۴۳	۰/۱۸۹	۱/۸۱۷	۰/۰۷۰	-
ارتباطات سیاسی	FCON	-۰/۳۵۹	۰/۱۰۰	-۳/۶۰۲	۰/۰۰۰	۱/۰۱۷
جریان نقد آزاد	FCF	۰/۰۶۰	۰/۰۵۱	۱/۱۹۱	۰/۲۳۴	۱/۰۳۲
تقسیم سود	DIV	۰/۳۱۵	۰/۰۸۳	۳/۷۹۸	۰/۰۰۰	۱/۰۱۴
اقدام تعهدی اختیاری	DA	-۰/۶۳۶	۰/۱۸۶	-۳/۴۱۸	۰/۰۰۱	۱/۰۳۴
تمرکز مالکیت	CONOWN	۰/۶۵۸	۲۰۸۰	۳/۱۷۲	۰/۰۰۲	۱/۰۲۹
رقابت بازار محصول	HHI	-۰/۷۲۹	۰/۳۰۹	-۲/۳۵۶	۰/۰۱۹	۱/۰۴۴
$R^2$ تعدیل شده				۰/۳۰۴		
دوربین واتسون $\alpha = ۰/۰۱$				۱/۸۷۰		
آماره F				$D_L = ۱/۶۷۸$	$D_U = ۱/۸۴۵$	
احتمال آماره F				۱۱/۰۴۰		
سطح معناداری F لیمر				۰/۰۰۰		
سطح معناداری هاسمن				۰/۰۰۰		
ناهمسانی - معناداری				۰/۲۵۵		۱/۶۲۶
جارک برا - معناداری				۰/۲۶۷		۱/۰۸۶

### نتیجه‌گیری و پیشنهادها

ارتباطات سیاسی در اقتصادهای نوظهور و توسعه‌یافته وجود دارد. در مطالعات قبلی، شواهدی از مزیت‌های مربوط به ارتباطات سیاسی مشاهده می‌شود که شامل عملکرد برتر، دسترسی بهتر به اعتبار، حمایت سیاسی و... است. با وجود این، مطالعات اخیر در خصوص شرکت‌های سیاسی، یافته‌های متفاوتی را نشان می‌دهند. این یافته‌ها بیان می‌کنند که ارتباطات سیاسی موجب تضعیف بازار می‌شود. نتایج متفاوت در پژوهش‌های پیشین، موجب مطرح شدن پرسش‌های مربوط به اهمیت کنترل ارتباطات سیاسی مدیران ارشد می‌شود. در پژوهش حاضر تلاش شد پیامدهای ارتباط سیاسی در بورس اوراق بهادار تهران مطالعه شود. از این رو تأثیر ارتباطات سیاسی بر سرمایه‌گذاری بیشتر از حد و عملکرد شرکت بررسی شد. نتایج نشان داد ارتباطات سیاسی موجب افزایش سرمایه‌گذاری بیشتر از حد می‌شود. با وجودی که مدیرانی با ارتباطات سیاسی قوی، دسترسی آسان‌تری به منابع بلندمدت دارند، از این منابع برای سرمایه‌گذاری در پروژه‌های سودآور استفاده نمی‌کنند و جریان‌های نقد آزاد شرکت را برای اهداف سیاسی خود به مصرف می‌رسانند، انجام چنین رویکردی ممکن است موجب جبهه‌گیری مدیریت شده و در نهایت به سرمایه‌گذاری بیشتر از حد منجر شود. نتایج این پژوهش با یافته‌های چانی و همکاران (۲۰۱۱)؛ کورریا (۲۰۱۴)؛ دیانگ و همکاران (۲۰۱۵)؛ لینگ و همکاران (۲۰۱۶) و وانگ و همکاران (۲۰۱۷) سازگار است. آنها بیان کردند که ارتباطات سیاسی موجب ضایع شدن منابع سرمایه‌گذاری می‌شود و

جریان سرمایه‌گذاری را به سمت پروژه‌های با خالص ارزش فعلی منفی سوق می‌دهد. همچنین نتایج نشان داد که ارتباطات سیاسی به عملکرد شرکت‌ها آسیب می‌رساند و از لحاظ وضعیت مالی آنها را در موقعیت بدی قرار می‌دهد؛ زیرا مدیران دولتی از طریق نفوذ به شبکه‌های سیاسی می‌توانند وام‌های بانکی کلانی دریافت کنند، اما چون محل مصرف چنین وام‌هایی معمولاً پوشیده است، در بلندمدت نمی‌توانند اصل و فرع بدهی خود را در زمان سررسید پرداخت کنند، بنابراین عملکرد شرکت ضعیف می‌شود. این نتیجه نیز با یافته‌های بوباگر و همکاران (۲۰۰۸)؛ وانگ و همکاران (۲۰۱۷)؛ لی و وانگ (۲۰۱۷) و وانگ و همکاران (۲۰۱۷) همخوانی دارد. آنها بیان می‌کنند که مدیران سیاسی به دلیل پست‌های مدیریتی در شرکت‌ها، توانایی بیشتری در اخذ وام‌های بانکی دارند، اما هزینه اخذ این وام‌ها در بلندمدت به دلیل دریافت بازده کم، شرکت‌ها را با مشکل مواجه کرده و عملکرد شرکت را ضعیف می‌کند.

با توجه به نتایج پژوهش پیشنهاد می‌شود که در شرکت‌ها تا حد ممکن از انتخاب مدیران سیاسی برای پست مدیریت ارشد خودداری شود؛ زیرا این مدیران سعی در رشد ارتباطات سیاسی با دیگران دارند و این رویه بر اهداف شرکت تأثیر نامطلوبی می‌گذارد. همچنین به سازمان بورس و اوراق بهادار پیشنهاد می‌شود که برای رونق اقتصاد بخش خصوصی، تا حد امکان اجازه انتخاب مدیران سیاسی را در پست‌های مدیریت ارشد محدود کنند و سازوکارهای نظارتی ویژه‌ای را برای اقدامات این مدیران در نظر بگیرند. در نهایت اینکه استفاده از سهامداران عمده، افزایش رقابت در بازار محصول و محدود کردن اقلام تعهدی اختیاری، عامل مهمی در کاهش رفتارهای فرصت‌طلبانه محسوب می‌شود و می‌تواند عملکرد شرکت را بهبود داده و سرمایه‌گذاری شرکت را به مرزهای کارا نزدیک کند.

## منابع

- ابراهیمی کردلر، علی؛ شهریاری، علیرضا (۱۳۸۸). بررسی رابطه بین هزینه‌های سیاسی و محافظه‌کاری (فرضیه سیاسی) در بورس اوراق بهادار تهران. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۱۶ (۴)، ۳-۱۶.
- اعتمادی، حسین؛ احمدی گورجی، جلیل (۱۳۹۶). بررسی اثر ارتباط سیاسی بر سرمایه‌گذاری و کاهش محدودیت‌های تأمین مالی در بورس اوراق بهادار تهران. *تحقیقات حسابداری و حسابرسی*، ۹ (۲)، ۴-۲۳.
- بادآور نهندی، یونس؛ تقی‌زاده خانقاه، وحید (۱۳۹۲). بررسی ارتباط بین کیفیت حسابرسی و کارایی سرمایه‌گذاری. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۲۰ (۲)، ۱۹-۴۲.
- بادآور نهندی، یونس؛ تقی‌زاده خانقاه، وحید (۱۳۹۵). ساختار رقابتی صنعت، قدرت بازار، اندازه متهورانه شرکت و خطر سقوط قیمت سهام. *بررسی‌های حسابداری*، ۴ (۱۳)، ۲۱-۴۸.
- برادران حسن‌زاده، رسول؛ تقی‌زاده خانقاه، وحید (۱۳۹۵). تأثیر هزینه‌های نمایندگی بر رفتار سرمایه‌گذاری. *پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی*، ۸ (۴)، ۱۳۹-۱۷۰.
- تقی‌زاده خانقاه، وحید؛ زینالی، مهدی؛ (۱۳۹۴). نقش کیفیت گزارشگری مالی در کاهش اثرهای محدودکننده تقسیم سود بر سرمایه‌گذاری شرکت‌ها در مراحل چرخه عمر. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۲۲ (۲)، ۱۶۱-۱۸۲.



- رضایی، فرزین؛ ویسی حصار، ثریا (۱۳۹۳). اثر روابط سیاسی با دولت بر رابطه بین تمرکز مالکیت با کیفیت گزارشگری مالی و هزینه سهام عادی. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۲۱ (۴)، ۴۴۹-۴۷۰.
- مهربان پور، محمدرضا؛ جندقی قمی، محمد؛ محمدی، منصور (۱۳۹۶). بررسی اثر روابط سیاسی شرکت‌ها بر به‌کارگیری معاملات غیرعادی با اشخاص وابسته. *حسابداری ارزشی و رفتاری*، ۲ (۳)، ۱۴۷-۱۶۸.
- نیکومرام، هاشم؛ بنی‌مهد، بهمن؛ رهنمای رودپشتی، فریدون؛ کیانی، علی (۱۳۹۲). دیدگاه اقتصاد سیاسی و مدیریت سود. *حسابداری مدیریت*، ۶ (۳)، ۳۱-۴۳.

## References

- Al-Hadi, A., Hasan, M.M., Taylor, G., Hossain, M. (2017). Market Risk Disclosures and Investment Efficiency: International Evidence from the Gulf Cooperation Council Financial Firms. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 28 (3), 349-393.
- Badavar Nahandi, Y., Taghizadeh Khanqah, V. (2016). Industry Competition Structure, Market Power, Firm Excessive and Stock Price Crash Risk. *Journal of Accounting and Auditing Review*, 4 (13), 21-48. (in Persian)
- Badavar Nahandi, Y., Taghizadeh Khanqah, V. (2012). The relationship between audit quality and investment efficiency. *Journal of Accounting and Auditing Review*, 20 (2), 19-42. (in Persian)
- Baradaran Hasanzadeh, R., Taghizadeh Khanqah, V. (2016). Impact of agency costs on investment behavior. *The Financial Accounting and Auditing Researchers*, 8 (4), 139-170. (in Persian)
- Biddle, G., Hilary, G., & Verdi, R. (2009). How does financial reporting quality relate to investment efficiency? *Journal of Accounting and Economics*, 48 (2-3), 112-131.
- Boubakri, N. Cosset, J. C. & Saffar, W. (2008). Political connections of newly privatized firms. *Journal of Corporate Finance*, 14 (5), 654-673.
- 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.
- 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.
- Chen, C., Young, D., Zhuang, Z. (2013). Externalities of Mandatory IFRS Adoption: Evidence from Cross-Border Spillover Effects of Financial Information on Investment Efficiency. *The Accounting Review*, 88 (3), 881-914.
- Chen, F., Hope, O.K., Li, Q., & Wang, W. (2011). Financial reporting quality and investment efficiency of private firms in emerging markets. *The Accounting Review*, 86 (4), 1255-1288.
- Claessens, S., Feijen, E., Laeven, L., (2008). Political connections and preferential access to finance: The role of campaign contributions. *Journal of Financial Economics*, 88 (3), 554-580.

- Correia, M.M. (2014). Political connections and SEC enforcement. *Journal of Accounting and Economics*, 57 (2-3), 241-262.
- Deng, K., Zeng, H. & Zhu, Y. (2017). Political connection, market frictions and financial constraints: evidence from China. *Accounting & Finance*, Early View, Version of Record online: 12 OCT 2017.
- Ding, S., Jia, C., Wilson, C., Wu, Z. (2015). Political connections and agency conflicts: the roles of owner and manager political influence on executive compensation. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 45(2), 407-434.
- Ebrahimi Kordlar, A., Shahriari, A. (2009). A Review of Relationship between the Political Costs and Conservatism in Tehran Stock Exchange. *Journal of Accounting and Auditing Review*, 16 (4), 3-16. (in Persian)
- Etemadi, H., Ahmadi Gorji, J. (2017). Effect of Political connections on investment and reduce financing constraints in Tehran Stock Exchange. *Accounting and Audit Research*, 9 (2), 4-23. (in Persian)
- Faccio, M. (2006). Politically connected firms. *American Economic Review*, 96 (1), 369-386.
- Hou, K., & Robinson, D. T. (2006). Industry Concentration and Average Stock Returns. *The Journal of Finance*, 61 (4), 1927-1956.
- Houston, J., Jiang, L., Lin, C., Ma, Y. (2014). Political connections and the cost of bank loans. *Journal of Accounting Research*, 52(1), 193-243.
- Lee, W., Wang, L. (2017). Do political connections affect stock price crash risk? Firm-level evidence from China. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 48 (3), 643-676.
- Lehn, K., & Poulsen, A. (1989). Free Cash Flow and stockholders Gains in going private Transactions. *Journal of finance*, 44 (3), 771-787.
- Ling, L., Zhou, X., Ling, Q., Song, P., & Zeng, H. (2016). Political connections, overinvestments and firm performance: Evidence from Chinese listed real estate firms. *Finance Research Letters*, 18 (August), 328-333.
- Maaloul, A., Chakroun, R., Yahyaoui, S. (2018). The effect of political connections on companies' performance and value: Evidence from Tunisian companies after the revolution. *Journal of Accounting in Emerging Economies*, 8 (2), 185-204.
- Mehrabanpour, M.R., Jandaghi Ghomi, M., Mohammadi, M. (2017). Political Connections and Abnormal Transactions by Related Parties, *Iranian journal of Value & Behavioral Accounting*, 2 (3), 147-168. (in Persian)
- Nikomaram, H., Banimahd, B., Rahnamay Roodposhti, F., & Kiyaei, A. (2013). Political economy perspective and earnings management. *Management Accounting*, 6 (3), 31-43. (in Persian)
- Pan, X., Tian, G. G. (2017). Political connections and corporate investments: Evidence from the recent anti-corruption campaign in China. *Journal of Banking and Finance*, In Press, DOI: 10.1016/j.jbankfn.2017.03.005.
- Piotroski, J., Zhang, T. (2014). Politicians and the IPO decision: The impact of impending political promotions on IPO activity in China. *Journal of Financial Economics*, 111 (1), 111-136.

- Rezaei, F., Weysihesar, S. (2014). The effect of political connections with the government on the relationship between ownership concentration with quality of financial reporting and the cost of equity capital. *Journal of Accounting and Auditing Review*, 21 (4), 449-470. (in Persian)
- Richardson, S. (2006). Over-investment of free cash flow. *Review of Accounting Studies*, 11 (2-3), 159-189.
- Saeed, A., Belghitr, Y., Clark, E. (2016). Do political connections affect firm performance? evidence from a developing country. *Journal Emerging Markets Finance and Trade*, 52 (8), 1879-1891.
- Taghizadeh Khanqah, V., Zeynali, M. (2015). The role of financial reporting quality in mitigating the constraining effect of dividend on firms' investment. *Journal of Accounting and Auditing Review*, 22 (2), 161-182. (in Persian)
- Wang, L. (2015). Protection or expropriation: Politically connected independent directors in China. *Journal of Banking & Finance*, 55, 92-106.
- Wang, Z., Chen, M.H., Chin, CH.L., Zheng, Q. (2017). Managerial ability, political connections, and fraudulent financial reporting in China. *Journal of Accounting and Public Policy*, 36 (2), 141-162.

Archive of SID