

## بررسی نقش تعدیل گر ارتباطات سیاسی بر رابطه بین ریسک سقوط قیمت سهام و هزینه سرمایه در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

حلیمه اسمعیلی<sup>۱</sup>

تاریخ دریافت: ۱۴۰۱/۰۱/۰۴ تاریخ چاپ: ۱۴۰۱/۰۲/۰۴

### چکیده

تأثیر روابط سیاسی بر واحدهای تجاری، مورد توجه بسیاری از تحقیقات در سراسر جهان بوده است. از آنجا که مدیران اجرایی و غیر اجرایی با داشتن ارتباطات سیاسی می توانند با استفاده از ارتباطات و روابط خود با سیاستمداران، مزایای متنوعی را برای شرکت به ارمغان بیاورند، آن ها اغلب به نظر واقعاً قدرتمند می باشند؛ بنابراین، هدف اصلی پژوهش حاضر تأثیر نقش تعدیل کننده ارتباطات سیاسی بر رابطه بین ریسک سقوط قیمت سهام و هزینه سرمایه در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد. در راستای تحقق اهداف پژوهش دو فرضیه تدوین شده است. جهت آزمون فرضیه های پژوهش از مدل رگرسیون رگرسیون خطی چند متغیره و داده های ترکیبی استفاده شده است. نمونه آماری پژوهش شامل ۱۲۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است که بر اساس روش نمونه گیری در دسترس انتخاب شده و طی سال های ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۸ مورد بررسی قرار گرفته است. نتایج پژوهش حاضر نشان داد که ریسک سیاسی و ارتباطات سیاسی دارای ارتباط منفی و معنادار با هزینه سرمایه هست. همچنین نتایج نشان داد که ارتباطات سیاسی به عنوان تعدیل گر بر شدت رابطه بین ریسک سقوط قیمت سهام و هزینه سرمایه شرکت ها تأثیر می گذارد.

### واژگان کلیدی

ارتباطات سیاسی، ریسک سقوط قیمت سهام، هزینه سرمایه

۱. کارشناس ارشد حسابداری، دانشگاه پیام نور مرکز اوز، کارشناس حسابداری شهرداری داراب.

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی  
پرتال جامع علوم انسانی

## مقدمه

هزینه سرمایه یکی از مفاهیم اساسی در حوزه ادبیات مالی به شمار می‌رود (محسنی، ۱۳۹۷). هر شرکتی ریسک و بازده مخصوص به خود را دارد و منابع مالی شرکت به وسیله صاحبان و بدهی‌ها تأمین شده است و هر یک از آن‌ها بازدهی متناسب با ریسک خود را درخواست می‌کنند. تأمین این بازده برای شرکت، یک هزینه است. بنابراین، هزینه سرمایه عبارت است از حداقل نرخ بازدهی که شرکت باید به دست آورد تا بازده مورد نظر سرمایه‌گذاران در شرکت تأمین شود (کرمی و همکاران، ۱۳۸۹). در این راستا مدیران واحدهای تجاری برای حفظ ارزش واحد تجاری باید تلاش کند تا بازده مورد انتظار را حداقل به سطح هزینه سرمایه برساند. در این میان کلید موفقیت کاهش هزینه، سرمایه است. اگر مدیریت موفق شود هزینه سرمایه واحد تجاری را کاهش دهد، بازده مورد انتظار مازاد ناشی از اجرای پروژه‌های سودآوری که برای واحدهای تجاری رقیب با هزینه سرمایه بالاتر مقرون به صرفه نیست، بر ارزش اقتصادی واحد تجاری خواهد افزود (کردستانی و طایفه، ۱۳۹۲). پس به طور کلی هزینه سرمایه در تصمیمات مالی نقش مهمی ایفا می‌کند (محسنی، ۱۳۹۷).

اما با توجه به مطالب مطرح شده باید توجه داشت که شرکت‌ها برای کاهش هزینه سرمایه خود و افزایش ثروت سهامداران، باید ریسک را کاهش دهند، یکی از اجزای ریسک در یک شرکت ریسک سقوط قیمت سهام است؛ چراکه ریسک سقوط قیمت سهام، مشکلات و تعارضات نمایندگی را کاهش می‌دهد. در حقیقت ریسک سقوط قیمت سهام عامل بازدارنده جذب نقدینگی است (مهدی و همکاران، ۱۳۹۹). مطالعات اخیر نشان می‌دهد که عوامل تعیین‌کننده‌ای وجود دارد که بر کاهش هزینه‌ها و ریسک سقوط قیمت سهام تأثیرگذار باشند (وقوعی و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۱۳).

پس به نظر می‌رسد که ارتباطات سیاسی بتواند به عنوان عوامل تعیین‌کننده بر رابطه بین سقوط قیمت سهام و هزینه سرمایه تأثیر بسزایی داشته باشد. در واقع شرکت‌های دارای روابط گسترده سیاسی، به دلیل برخورداری از شرایط خاص، هزینه‌های کمتری را متحمل می‌شوند (چانی و همکاران<sup>۲</sup>، ۲۰۱۱). به عبارت بهتر، واحدهای تجاری تمایل زیادی به برقراری ارتباط نزدیک با دولت دارند، زیرا از این طریق تحت حمایت‌های دولت واقع می‌شوند. این روابط منافع زیادی نظیر تخفیف‌های مالیاتی و دسترسی آسان‌تر به اعتبارات را در پی خواهد داشت. لذا می‌توان بیان کرد، در نظام‌های اقتصادی مبتنی بر روابط، ارتباطات سیاسی یک منبع مهم ارزش برای شرکت‌های دارای روابط محسوب می‌شود. شرکت‌های دارای روابط سیاسی، راحت‌تر به منابع سرمایه و مزایای دیگر از طریق ارتباطات خود دست می‌یابند. در این راستا برخی مدیران شرکت‌ها درصدد برقراری و حفظ ارتباط بین شرکت و دولت باهدف رفع محدودیت‌های مالی با کمترین هزینه هستند (بویاکری و همکاران<sup>۳</sup>، ۲۰۱۱). از طرفی ولمن<sup>۴</sup> (۲۰۱۷) معتقد است که شرکت‌ها برای کاهش هزینه‌ها به ایجاد ارتباطات سیاسی روی می‌آورند تا بتوانند پیش‌بینی کنند که کدام سیاست‌ها در نهایت به قانون تبدیل خواهند شد. همچنین شرکت‌های دارای روابط سیاسی راحت‌تر به منابع سرمایه و مزایای دیگر از طریق ارتباطات سیاسی خود دست می‌یابند که باعث میشود کمتر به فکر افزایش قیمت سهام باشند (انصاری و بشکوه، ۱۳۹۶).

<sup>1</sup> Voghouei et al

<sup>2</sup> Chaney et al

<sup>3</sup> Boubakri et al

<sup>4</sup> Wellman

با توجه به اهمیت موضوع و خالئی که در این زمینه وجود دارد به نظر می‌رسد که پژوهش در این حیطه ضروری است. این تحقیق در پی یافتن پاسخ به این پرسش است که آیا ارتباطات سیاسی بر رابطه ریسک قیمت سقوط سهام و هزینه سرمایه تأثیر دارد.

### مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

پدیده سقوط قیمت سهام به‌عنوان افت ناگهانی و غیرمنتظره قیمت سهام یکی از دغدغه‌های اصلی سرمایه‌گذاران است، چرا که هر سرمایه‌گذار به دنبال افزایش بازده سرمایه‌گذاری خود و کاهش ریسک سرمایه‌گذاری است و پدیده سقوط قیمت سهام منجر به کاهش شدید بازده می‌شود (چن و همکاران، ۲۰۰۱)؛ بنابراین انتظار می‌رود یک سرمایه‌گذار آگاه تمامی ریسک‌های احتمالی سرمایه‌گذاری مدنظر خود، اعم از ریسک‌هایی که از عوامل درون شرکتی و تحت کنترل شرکت بوده و ریسک‌های ناشی از عوامل برون شرکتی که خارج از کنترل شرکت می‌باشد را در نظر گرفته و سپس اقدام به سرمایه‌گذاری نماید؛ بنابراین اگر سرمایه‌گذار نسبت به عوامل تأثیرگذار بر خطر سقوط آتی قیمت سهام شرکت مدنظر خود جهت سرمایه‌گذاری آگاه نباشد به هدف نهایی خود، یعنی کسب بازده و حداقل کردن ریسک سرمایه‌گذاری دست نخواهد یافت و متحمل ضرر خواهد شد. پس خطر ریسک می‌تواند منجر به موقعیت‌های نامطلوبی شود (تورکای<sup>۵</sup>، ۲۰۱۳). یکی از این موقعیت‌ها هزینه سرمایه است؛ چراکه هزینه‌ها باعث افزایش ریسک کسب و کار و کاهش کارایی عملکرد می‌شود (کیم و همکاران، ۲۰۱۱). این در حالی است که برخی معتقدند در شرکت‌هایی که ریسک مالی کمتری دارند، هزینه سرمایه ریسک سقوط قیمت سهام را بیشتر کاهش می‌دهد (مومنی و محمدی، ۱۴۰۰). در مقابل، سناریوهایی وجود دارد که نشان می‌دهد ریسک سیاسی با افزایش منازعات حزبی کاهش پیدا می‌کند. برای مثال، وقتی اختلافات سیاسی بین سیاست‌گذاران به حدی می‌رسد که امکان مختل شدن یا تعطیلی دولت وجود دارد، میزان عدم قطعیت در خصوص انتخاب سیاست‌ها، با فرض بر اینکه هیچ لایحه‌ای در کوتاه‌مدت ارائه نمی‌شود، کاهش می‌یابد. درحالی‌که به‌طور کلی، هزینه سرمایه با افزایش عدم قطعیت در مورد سیاست‌های اقتصادی افزایش می‌یابد، این رابطه در شرکت‌هایی که از ارتباطات سیاسی برخوردارند، شیب کمتری دارد. این یافته‌ها در تکمیل پژوهش ولمن (۲۰۱۷) نشان می‌دهند که روابط ایجادشده به واسطه کمک‌های مالی سیاسی به‌طور بالقوه به شرکت‌ها اجازه می‌دهد که دسترسی آسان‌تری به سیاست‌مداران داشته باشند و به اطلاعات ارزشمندتری دست یابند. همچنین، شرکت‌های وابسته سیاسی نسبت به همتایان غیرسیاسی خود، وضعیت بهتری در بهبود عدم قطعیت در مورد قوانین کلیدی و کاهش مواجهه با ریسک سیاسی دارند (فام، ۲۰۱۹).

بر اساس مطالب مطرح شده، انتظار این است که ارتباطات سیاسی شرکت‌ها با دولت از طریق کاهش ریسک بتواند به عنوان عاملی اثرگذار در کنار سایر عوامل بر هزینه سرمایه موثر باشد. با توجه به گستردگی شمول راهه‌ایی که دولت قادر خواهد بود بر بازار سرمایه و به طبع آن بر انتظارات سرمایه‌گذاران نسبت به نرخ بازده مورد انتظار شرکت‌ها موثر باشند، در اینجا قصدی برای پرداختن به این موضوعات وجود نداشته است و صرفاً به تأثیرگذاری اینگونه ارتباطات بر هزینه سرمایه بسنده شده است.

<sup>5</sup> Turkay

سیلوا و همکاران<sup>۶</sup> (۲۰۱۸)، در پژوهشی به بررسی تأثیر ارتباطات سیاسی بر هزینه سرمایه و عملکرد شرکت‌ها پرداختند. نتایج پژوهش آن‌ها حاکی از آن است که ارتباطات سیاسی بر هزینه سرمایه، تأثیر منفی معنادار و ارتباطات سیاسی بر عملکرد شرکت‌ها تأثیر مثبت معناداری دارد.

مولول و همکاران<sup>۷</sup> (۲۰۱۸)، در پژوهشی به بررسی تأثیر ارتباطات سیاسی بر عملکرد و ارزش شرکت پرداختند. نتایج پژوهش آن‌ها حاکی از آن است که ارتباطات سیاسی بر عملکرد و ارزش شرکت‌ها تأثیر مثبت و معناداری دارد. عبدول کیام مسعود و همکاران (۲۰۲۰)، در پژوهشی به بررسی رابطه بین تخصص مدیران هیئت مدیره و افشای فساد شرکتی با نقش تعدیل کننده روابط سیاسی پرداختند. نتایج پژوهش حاکی از آن است که کارشناسان حسابداری، کارشناسان حقوقی، ارتباطات سیاسی و دید رسانه‌های شرکتی هر یک دارای تأثیر مثبت مثبت و معناداری بر افشای فساد شرکتی هستند. علاوه بر این، اثر تعدیل کننده روابط سیاسی بر روابط بین کارشناسان حقوقی و افشای فساد شرکتی به دلیل تأثیرات سیاسی بالاتر آنها منفی و معنادار است.

چوان چو و همکاران<sup>۸</sup> (۲۰۲۱)، در پژوهشی به بررسی تأثیر انتقال اطلاعات ارتباطات سیاسی در کاهش عدم اطمینان سیاست پرداختند. نتایج پژوهش حاکی از آن است که کاهش مثبتی در عدم اطمینان سیاست در شرکتهایی مدیران ارشد آنها بعنوان مقام و نه معاون مشغول به کار بوده اند و ارتباطات سیاسی بالاتر اداری و همچنین مربوط به امور مالی مزیت اطلاعاتی بیشتری را نشان می دهد. علاوه بر این، تأثیرات روابط سیاسی بر محدودیت های تأمین مالی، عملکرد تجاری و فشارهای سیاسی، غلبه بر درون زایی بالقوه و چشم انداز دارایی های نقدی را کنترل می کند.

خلیفه سلطانی و همکاران (۱۳۹۷)، پژوهشی به بررسی تأثیر ارتباطات سیاسی بر خطر سقوط قیمت سهام تحت شرایط عدم تقارن اطلاعاتی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج پژوهش آن‌ها حاکی از آن است که شرکت‌های سیاسی نسبت به سایر شرکت‌ها تمایل بیشتری به بهره‌برداری فرصت طلبانه از رویدادهای شرکت دارند؛ در نتیجه به سرمایه‌گذاران و استفاده‌کنندگان صورت‌های مالی پیشنهاد می‌شود تا با کسب شناخت کافی نسبت به روابط سیاسی شرکت‌ها به آگاهی بیشتری نسبت به وضعیت قیمت سهام در واحد تجاری دست یابند، زیرا ممکن است اقدامات سیاسی مغایر با اهداف نهایی سهامداران باشد.

ابراهیمی و همکاران (۱۳۹۸)، در پژوهشی به بررسی تأثیر ارتباطات سیاسی بر هزینه‌های نمایندگی و بحران مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج پژوهش آن‌ها حاکی از آن است که کیفیت حسابرسی اثر منفی و معناداری بر درماندگی مالی و ارتباط بین ارتباطات سیاسی و هزینه‌های نمایندگی دارد، همچنین رابطه ای بین میانجی گری کیفیت حسابرسی بر ارتباط بین ارتباطات سیاسی و درماندگی مالی یافت نشد.

نبی زاده و ابراهیمی رومنجان (۱۳۹۹)، در پژوهشی بررسی تأثیر ارتباطات سیاسی هیات مدیره بر رابطه بین کیفیت حسابرسی و کیفیت گزارشگری مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج پژوهش آن‌ها حاکی از آن است که ارتباطات سیاسی بر رابطه بین تخصص موسسه حسابرسی و کیفیت گزارشگری مالی تأثیر

<sup>۶</sup>. Silva et al

<sup>۷</sup>. Maaloul et al

<sup>۸</sup>. Guanchun et al

منفی و معناداری دارد، ولی ارتباطات سیاسی بر رابطه بین اندازه موسسه حسابرسی و کیفیت گزارشگری مالی تأثیری ندارد.

نظری پور و مقصدپور (۱۳۹۹)، در پژوهشی به بررسی تأثیر ارتباطات سیاسی بر رابطه بین توانایی مدیریت و گزارشگری مالی متقلبانه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج پژوهش آن‌ها حاکی از آن است که بین توانایی مدیریت و گزارشگری مالی متقلبانه رابطه منفی و معناداری وجود دارد. همچنین تأثیر ارتباطات سیاسی، بر توانایی مدیریت و گزارشگری مالی متقلبانه یک رابطه مثبت و معنادار وجود دارد.

مولایی و یاری حاج عطالو (۱۴۰۰)، در پژوهشی به بررسی نقش مهارت های ارتباطی مدیران بر رفتارهای سیاسی در مدارس متوسطه شهرستان مراغه پرداختند. نتایج پژوهش آن‌ها حاکی از آن است که مهارت ارتباطی بر رفتار سیاسی مدیران در مدارس متوسط شهرستان مراغه تأثیر دارد.

### فرضیه‌های پژوهش

این پژوهش شامل دو فرضیه اصلی به شرح زیر است:

۱- بین ریسک سقوط قیمت سهام و هزینه سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار رابطه معناداری وجود دارد.

۲- ارتباطات سیاسی بر رابطه بین ریسک سقوط قیمت سهام و هزینه سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تأثیر معناداری دارد.

### روش شناسی پژوهش

پژوهش حاضر بر مبنای هدف، از نوع پژوهش های کاربردی است. همچنین از نظر ماهیت و روش از نوع پژوهش های توصیفی-همبستگی قلمداد می شود. در این پژوهش به منظور تدوین مبانی و مفاهیم نظری و نیز برای گردآوری داده ها از روش کتابخانه ای استفاده شده است. جامعه آماری این پژوهش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. قلمرو زمانی سال های ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۹ برای این پژوهش در نظر گرفته شده است. در این پژوهش، از روش نمونه گیری حذف سیستماتیک استفاده شده است. بر اساس این روش، کلیه شرکت های عضو جامعه آماری که دارای شرایط زیر بوده اند، به عنوان نمونه انتخاب و سایر شرکت ها حذف شده اند:

۱. شرکت های نمونه جزء بانک ها و مؤسسات مالی (شرکت های سرمایه گذاری، واسطه گری مالی، شرکت های هلدینگ و لیزینگ ها) نباشند؛ زیرا افشای اطلاعات مالی و ساختارهای راهبردی شرکتی در آن ها متفاوت است.

۲. سال مالی شرکت ها منتهی به پایان اسفندماه هر سال باشد.

۳. طی سال های ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۹ تغییر سال مالی نداشته باشد.

۴. تا پایان سال مالی ۱۳۸۷ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته باشند.

۵. در دوره زمانی موردنظر از بورس اوراق بهادار تهران خارج نشده باشند.

همچنین داده های مورد نیاز پژوهش نیز از اطلاعات مندرج در صورت های مالی حسابرسی شده و گزارش هیات مدیره درباره فعالیت و وضع عمومی شرکت استخراج شده است. با اعمال محدودیت های فوق، تعداد ۱۲۰ شرکت برای بازه زمانی ۷ ساله انتخاب گردید. داده های جمع آوری شده در صفحه گسترده اکسل اصلاح و طبقه بندی شده و تجزیه و تحلیل نهایی به کمک نرم افزارهای Eviews 7 و Stata 14 انجام شده است.

### مدل های پژوهش و متغیرهای آن

در پژوهش حاضر، جهت آزمون فرضیه‌های پژوهش از مدل رگرسیون چند متغیره به شرح زیر استفاده شده است:

#### مدل فرضیه اصلی اول پژوهش:

$$r_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 PR_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 MTB_{i,t} + \beta_5 ROA_{i,t}$$

#### مدل فرضیه اصلی دوم پژوهش:

$$r_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 PR_{i,t} + \beta_2 OCO_{i,t} + \beta_3 R_{i,t} \times GOCO_{i,t} + \beta_4 size_{i,t} + \beta_5 LEV_{i,t} + \beta_6 MTB_{i,t} + \beta_7 ROA_{i,t}$$

که در آن:

#### متغیر مستقل (ریسک سیاسی):

ریسک قیمت سقوط سهام به عنوان متغیر مستقل در نظر گرفته می‌شود. در پژوهش حاضر جهت اندازه‌گیری خطر سقوط آتی قیمت سهام از معیار چولگی منفی بازده سهام استفاده خواهد شد.

برای اندازه‌گیری خطر سقوط آتی قیمت سهام، ابتدا با استفاده از رابطه (۱) بازده ماهانه خاص شرکت محاسبه می‌شود (هاتن و همکاران، ۲۰۰۹: ۱۴، برادشاو و همکاران، ۲۰۱۰: ۱۲، کیم و همکاران، ۲۰۱۱: ۷۱۷، کالن و فانگ، ۲۰۱۱: ۸، اندرو و همکاران، ۲۰۱۲: ۸ و اندرو و همکاران، ۲۰۱۳: ۱۱):

$$W_{i,t} = \ln(1 + \varepsilon_{i,t}) \quad (1)$$

در رابطه فوق:

$W_{i,t}$ : بازده ماهانه خاص شرکت  $i$  در ماه  $t$  طی سال مالی؛

$\varepsilon_{i,t}$ : بازده باقیمانده سهام شرکت  $i$  در ماه  $t$  و عبارت است از باقیمانده یا پسماند مدل در رابطه (۲):

$$r_{i,t} = \alpha_j + \beta_{1,i} r_{m,t-2} + \beta_{2,i} r_{m,t-1} + \beta_{3,j} r_{m,t} + \beta_{4,j} r_{m,t+1} + \beta_{5,j} r_{m,t+2} + \varepsilon_{j,t} \quad (2)$$

که در رابطه (۲):

$r_{i,t}$ : بازده سهام شرکت  $i$  در ماه  $t$  طی سال مالی؛ و

$r_{m,t}$ : بازده بازار در ماه  $t$  است. برای محاسبه بازده ماهانه بازار، شاخص ابتدای ماه از شاخص پایان ماه کسر شده و حاصل بر شاخص ابتدای ماه تقسیم می‌شود.

حال با استفاده از بازده ماهانه خاص شرکت ( $W$ )، چولگی منفی بازده سهام به شیوه‌ی زیر محاسبه می‌شود:

$$NCSKEW_{i,t} = - \left( \frac{n(n-1)^{\frac{3}{2}} \sum w_{i,t}^3}{(n-1)(n-2) (\sum W_{i,t}^2)^{\frac{3}{2}}} \right) \quad (3)$$

که در رابطه (۳):

$NCSKEW_{i,t}$ : چولگی منفی بازده ماهانه سهام شرکت  $i$  طی سال مالی  $t$ ؛

$W_{i,t}$ : بازده ماهانه خاص شرکت  $i$  در ماه  $t$ ؛ و

$N$ : تعداد ماه‌هایی می‌باشد که بازده آن‌ها محاسبه شده است.

### متغیر وابسته (هزینه سرمایه):

هزینه سرمایه به‌عنوان متغیر وابسته در نظر گرفته می‌شود. مطابق با پژوهش‌های حاجیها و سرفراز (۱۳۹۳) و محسنی (۱۳۹۷) برای محاسبه هزینه سرمایه از طریق مدل گوردون به شرح زیر استفاده می‌شود:

$$K = g + \frac{D_1}{P_0}$$

که در آن:

$D_1$  = سود نقدی پرداخت شده برای هر سهم شرکت  $i$  در پایان دوره زمانی  $t$ ؛

$P_0$  = قیمت سهام شرکت  $i$  در آغاز دوره زمانی  $t$

$g$  = نرخ رشد سود شرکت  $i$  در پایان دوره زمانی  $t$ ؛

### متغیر تعدیل گر (ارتباطات سیاسی):

ارتباطات سیاسی به‌عنوان متغیر میانجی در نظر گرفته می‌شود. مطابق با پژوهش‌های فان و همکاران<sup>۹</sup> (۲۰۰۷) و لین و همکاران<sup>۱۰</sup> (۲۰۱۶) ارتباطات سیاسی، یک متغیر مجازی با ارزش صفر و یک هست، به این صورت که به شرکت‌هایی که دارای ارتباطات سیاسی‌اند، عدد یک و به مابقی شرکت‌ها صفر اختصاص می‌یابد. در این تحقیق جهت اندازه‌گیری ارتباطات سیاسی از معیار وجود اعضای هیئت‌مدیره وابسته به دولت به شرح زیر استفاده می‌شود:

نسبت اعضای هیئت‌مدیره وابسته به دولت به کل اعضای هیئت‌مدیره در هر سال برای هر شرکت محاسبه می‌شود. درصد مالکیت مستقیم یا غیرمستقیم اعضای هیئت‌مدیره در صورتی که در شرکت بیش از ۲۰ درصد سرمایه‌گذاری داشته باشند به‌عنوان هیئت‌مدیره وابسته به دولت محسوب می‌شود (محسنی، ۱۳۹۷).

شرکت‌هایی که نسبت بدهی‌های بلندمدت به کل بدهی‌های آن‌ها و نیز نسبت اعضای هیئت‌مدیره وابسته به دولت به کل اعضای هیئت‌مدیره آن‌ها بیشتر از میانه سایر شرکت‌ها باشد، به‌عنوان شرکت‌های دارای روابط سیاسی محسوب می‌شوند و به آن‌ها عدد یک اختصاص می‌یابد و مابقی شرکت‌ها عدد صفر اختصاص می‌یابد.

### متغیرهای کنترلی:

با توجه به مبانی نظری و پژوهش‌های انجام شده داخلی و خارجی عوامل زیادی هستند که بر هزینه سرمایه شرکت‌ها اثر می‌گذارند؛ بنابراین به دلیل کم کردن انحراف نتایج پژوهش، مطابق پژوهش فام (۲۰۱۹) تعدادی از این عوامل که اثر بیشتری بر هزینه سرمایه دارند را به‌عنوان متغیرهای کنترلی به شرح زیر آورده می‌شوند:

اندازه شرکت (Size): برای محاسبه متغیر اندازه شرکت از معیارهایی نظیر لگاریتم مجموع دارایی‌ها استفاده می‌شود.

اهرم مالی (LEV): عبارت است از نسبت ارزش دفتری مجموع بدهی‌ها به ارزش دفتری مجموع دارایی‌ها شرکت  $i$  در پایان دوره زمانی  $t$ ؛

ارزش دفتری به ارزش بازار حقوق صاحبان سهام (MTB): عبارت است از نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار حقوق صاحبان سهام شرکت  $i$  در پایان دوره زمانی  $t$ ؛

<sup>9</sup> Fan et al

<sup>10</sup> Ling et al

بازده دارایی‌ها (ROA): این متغیر عبارت است از سود قبل از مالیات و هزینه بهره (سود خالص عملیاتی) به میانگین مجموع دارایی‌های شرکت  $t$  در پایان دوره زمانی  $t$ ؛

### یافته های پژوهش

آماره های توصیفی، وضعیت متغیرهای مورد بررسی را در مقیاس واقعی از جنبه های گرایش به مرکز، پراکندگی و توزیع نشان می دهند. خلاصه آمارهای توصیفی متغیرهای استفاده شده در این پژوهش در جدول شماره ۱ ارائه شده است:

جدول (۱): آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

نام متغیرها	میانگین	میانه	انحراف معیار	چولگی	حداقل	حداکثر
هزینه سرمایه	۰/۰۳۱	۰/۰۱۷	۰/۱۱۲	۰/۳۰۹	۰/۳۷۴	-۰/۳۱۸
ریسک سقوط قیمت سهام	-۱/۰۲۵	-۱/۴۷۴	۰/۵۶۸	۰/۸۴۶	۳/۰۴۷	۳/۵۷۳
ارتباطات سیاسی	۰/۰۹۴	۰/۰۰۰۰	۰/۱۸۱	۲/۳۹۹	۰/۸۳۵	۰/۰۰۰۰
اندازه شرکت	۱۴/۷۰۷	۱۴/۴۵۹	۱/۵۰۰	۰/۹۱۷	۱۹/۲۴۹	۱۱/۶۸۶
اهرم مالی	۰/۵۵۸	۰/۵۷۱	۰/۲۰۱	-۰/۳۳۵	۰/۹۳۹	۰/۰۶۰
ارزش دفتری به ارزش بازار حقوق صاحبان سهام	۲/۸۵۱	۱/۵۳۳	۳/۶۴۳	۲/۴۱۴	۱۶/۹۷۹	-۰/۸۸۱
بازده دارایی‌ها	۰/۱۳۴	۰/۱۱۱	۰/۱۴۹	۰/۵۴۲	۰/۷۰۸	-۰/۴۰۴

همان گونه که مشاهده می شود نزدیکی میانگین و میانه داده ها به یکدیگر و پایین بودن انحراف معیار آن ها نشان می دهد که داده های پژوهش همگن هستند.

### برآورد مدل فرضیه ها

در پژوهش حاضر، جهت تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه مورد نظر از داده‌های ترکیبی استفاده نموده و به دلیل تعیین مدل مناسب از بین مدل ترکیبی و تلفیقی جهت برآورد رگرسیون خطی چند متغیره، از آزمون  $F$  لیمر استفاده شد که فرض صفر آن بیانگر مناسب بودن مدل تلفیقی است. اگر احتمال آماره  $F$  آزمون فوق بیش از  $۰/۰۵$  باشد، از مدل تلفیقی استفاده خواهد شد و نیازی به انجام آزمون هاسمن نیست؛ ولی اگر مدل ترکیبی مناسب باشد، باید مدل اثرات ثابت در برابر مدل اثرات تصادفی آزمون شود تا مدل مناسب‌تری برای برآورد تعیین شود که این کار با آزمون هاسمن صورت می‌گیرد.

نتایج آزمون  $F$  لیمر در نگاره (۲) نشان‌دهنده این است که سطح معنی‌داری آماره  $F$  بیشتر از  $۰/۰۵$  است، پس برای آزمون فرضیه پژوهش، استفاده از مدل تلفیقی مناسب‌تر است. علاوه بر آزمون  $F$  لیمر برای تجزیه و تحلیل رگرسیون چند متغیره نیاز است مفروضاتی نیز اعمال شود که از جمله آن‌ها می‌توان به شامل همسانی واریانس، خود همبستگی و آزمون هم خطی، آزمون دوربین-واتسون و نرمال بودن توزیع باقی‌مانده‌ها اشاره کرد. برای اطمینان از همسانی واریانس از آزمون بروش-پاگان-گادفری استفاده می‌شود؛ همان گونه که مشاهده می‌شود مقدار احتمال آماره  $F$  برای مدل‌های فرعی فرضیه اول بیش‌تر از  $۵$  درصد می‌باشد که نشان می‌دهد فرض همسانی واریانس جملات خطا برای این مدل برقرار است؛ اما مقدار احتمال آماره  $F$  برای مدل‌های فرعی فرضیه دوم کوچک‌تر از  $۵$  درصد می‌باشد، بر همین اساس فرض



صفر این آزمون مبنی بر همسانی واریانس قابل پذیرش نمی‌باشد و برای پیشگیری از دستیابی به نتایج کاذب رگرسیون از روش حداقل مربعات تعمیم یافته (GLS<sup>11</sup>) استفاده شده است. آزمون نرمال بودن توزیع باقی مانده‌های مدل از مفروضه‌های تحلیل رگرسیون است؛ اما در صورتی که توزیع بدون چولگی شدید و تک نمایی باشد، توزیع نرمال بودن قابل توجیه است. با توجه به این که تعداد مشاهدات آماری پژوهش حاضر بیش از ۳۰ عدد می‌باشد (تعداد مشاهدات پژوهش حاضر ۸۴۰ سال-شرکت می‌باشد)؛ بنابراین فرض می‌شود داده‌ها به توزیع نرمال نزدیک بوده است. همچنین، آزمون دورین\_واتسون استقلال یا عدم استقلال خطای میان مقادیر واقعی و پیش‌بینی شده را مشخص می‌کند، اگر آماره محاسبه شده بین ۱/۵۰ تا ۲/۵۰ قرار گرفته باشد، مدل دارای استقلال بوده و فاقد خودهمبستگی میان مقادیر می‌باشد. در جدول (۲) نتایج آزمون لیمر و مفروضات مدل نمایش داده می‌شود.

جدول (۲): آزمون لیمر و مفروضات مدل

فرضیه‌ها	آزمون چاو	الگوی انتخابی	آزمون هاسمن	الگوی انتخابی	آزمون همسانی واریانس	نتیجه آزمون همسانی واتسون	دورین
اول	۰/۰۰۰۰	تابلویی	۰/۰۰۰۰	اثرات ثابت	۰/۰۰۲۶	عدم همسانی	۱/۶۹
دوم	۰/۰۰۰۰	تابلویی	۰/۰۰۰۰	اثرات ثابت	۰/۰۰۲۹	عدم همسانی	۱/۷۵

همچنین برای اطمینان از برقراری فرض هم خطی از آزمون عامل تورم واریانس (VIF) استفاده شده است، به این صورت که اگر مقدار آماره این آزمون کوچکتر از ۵ باشد بین متغیرهای مستقل مدل رگرسیون هم خطی وجود نخواهد داشت. نتایج این آزمون در جدول (۳) ارائه شده است.

جدول (۳): نتایج آزمون عدم هم خطی (VIF)

نام متغیرها		VIF	نتیجه آزمون
<b>مدل اول</b>			
ریسک سقوط قیمت سهام		۱/۰۴	عدم هم خطی
اندازه شرکت		۱/۱۰	عدم هم خطی
اهرم مالی		۱/۶۴	عدم هم خطی
ارزش دفتری به ارزش بازار حقوق صاحبان سهام		۱/۱۰	عدم هم خطی
بازده دارایی‌ها		۱/۹۶	عدم هم خطی
<b>مدل سوم</b>			
ریسک سقوط قیمت سهام		۳/۴۶	عدم هم خطی
ارتباطات سیاسی		۱/۳۷	عدم هم خطی
ریسک سقوط قیمت سهام × ارتباطات سیاسی		۳/۸۹	عدم هم خطی

نام متغیرها		
نتیجه آزمون	VIF	
ندم هم خطی	۱/۱۰	اندازه شرکت
ندم هم خطی	۱/۶۴	اهرم مالی
ندم هم خطی	۱/۱۱	ارزش دفتری به ارزش بازار حقوق صاحبان سهام
ندم هم خطی	۱/۷۳	بازده دارایی‌ها

### نتایج حاصل از آزمون فرضیه

فرضیه اول پژوهش حاضر حاکی از آن است که «بین ریسک سیاسی و هزینه سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار رابطه معناداری وجود دارد».

جدول (۴): خلاصه نتایج آزمون فرضیه اول

متغیرهای توضیحی	ضرایب رگرسیون	آماره t	سطح معناداری
ضریب ثابت	-۰/۱۲۰	-۸/۴۶۹	۰/۰۰۰۰
ریسک سقوط قیمت سهام	-۰/۰۳۹	-۴/۹۵۴	۰/۰۰۰۰
اندازه شرکت	۰/۰۲۷	۳/۲۴۹	۰/۰۰۱۲
اهرم مالی	۰/۰۶۴	۲/۹۸۰	۰/۰۰۳۰
ارزش دفتری به ارزش بازار حقوق صاحبان سهام	۰/۰۰۰	۰/۷۰۷	۰/۴۷۹۸
بازده دارایی‌ها	۰/۸۷۴	۲۷/۶۲	۰/۰۰۰۰
آماره F (احتمال)	۱۴/۵۴ (۰/۰۰۰۰)	ضریب تعیین	۰/۷۵۱
دوربین-واتسون	۱/۶۹	ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۷۰۰

همانطور که در جدول فوق قابل مشاهده است، آماره اف فیشر و سطح معناداری آن بیانگر معناداری کل مدل رگرسیونی است. از این رو، می‌توان استنباط درستی در مورد قابلیت تبیین هزینه سرمایه بر اساس متغیرهای توضیحی مدل انجام داد. ضریب تعیین تعدیل شده نشان می‌دهد که ۷۰٪ درصد از تغییرات متغیر وابسته (هزینه سرمایه) توسط متغیرهای توضیحی موجود در الگو رگرسیون توضیح داده می‌شود.

با توجه به نتایج، سطح معناداری متغیر ریسک سقوط قیمت سهام برابر با ۰/۰۰۰۰ است، لذا دلیلی برای رد فرضیه اول در سطح اطمینان ۹۹ درصد وجود ندارد. با توجه به این که مقدار ضریب متغیر ریسک سقوط قیمت سهام، ۰/۰۳۹- است. از این رو، می‌توان نتیجه گرفت که ریسک سقوط قیمت سهام با هزینه سرمایه شرکت‌ها رابطه منفی و معناداری دارد. به عبارت بهتر، به ازای یک درصد افزایش در فعالیت‌های مرتبط با ریسک سقوط قیمت سهام، هزینه سرمایه شرکت‌ها به میزان ۰/۰۳۹ کاهش می‌یابد؛ بنابراین، شرکت‌های دارای فعالیت‌های ریسک سقوط قیمت سهام از کاهش هزینه سرمایه برخوردارند.

همچنین فرضیه دوم پژوهش حاضر حاکی از آن است که «ارتباطات سیاسی بر رابطه بین ریسک سقوط قیمت سهام و هزینه سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تأثیر معناداری دارد». همان‌طور که در جدول (۶) مشاهده

می‌شود، آماره اف فیشر و سطح معناداری آن بیانگر معناداری کل مدل رگرسیونی است. از این رو، می‌توان استنباط درستی در مورد قابلیت تبیین هزینه سرمایه بر اساس متغیرهای توضیحی مدل انجام داد. ضریب تعیین تعدیل شده نشان می‌دهد که ۶۹٪ درصد از تغییرات متغیر وابسته (هزینه سرمایه) توسط متغیرهای توضیحی موجود در الگو رگرسیون توضیح داده می‌شود. با توجه به نتایج، سطح معناداری محاسبه شده برای متغیر ریسک سیاسی کمتر از ۵ درصد (۰/۰۰۰۰) و ضریب برآورد شده در سطح خطای ۵ درصد (۰/۰۴۵-) است. از این رو، می‌توان نتیجه گرفت که ریسک سقوط قیمت سهام با هزینه سرمایه شرکت‌ها رابطه منفی و معناداری دارد. از طرفی دیگر، سطح معناداری محاسبه شده برای متغیر ارتباطات سیاسی کمتر از ۵ درصد (۰/۰۰۷۴) است. از این رو، می‌توان نتیجه گرفت که ارتباطات سیاسی بر هزینه سرمایه شرکت‌ها تأثیر معناداری دارد. همچنین، ضریب برآورد شده برای متغیر ارتباطات سیاسی شرکت‌ها در سطح خطای ۵ درصد (۰/۰۷۰-) است؛ این یافته حاکی از این است که ارتباطات سیاسی بر هزینه سرمایه شرکت‌ها تأثیر منفی و معناداری دارد. از سوی دیگر، ضریب برآورد شده حاصلضرب ریسک سقوط قیمت سهام شرکت‌ها و ارتباطات سیاسی شرکت‌ها به‌عنوان متغیر تعدیل گر معنادار (۰/۰۰۴۹) است که نشان می‌دهد، ارتباطات سیاسی شرکت‌ها موجب تعدیل رابطه‌ی بین ریسک سقوط قیمت سهام شرکت با هزینه سرمایه شرکت‌ها می‌شود؛ با توجه به این که ضریب ریسک سقوط قیمت سهام در فرضیه اصلی اول پژوهش (۰/۰۳۹-) و در فرضیه مزبور (۰/۰۴۵-) شده است، متغیر ارتباطات سیاسی به‌عنوان تعدیل گر به میزان (۰/۰۰۶) موجب شدت رابطه‌ی این دو متغیر (ریسک سقوط قیمت سهام و هزینه سرمایه) می‌شود؛ بنابراین، دلیلی برای رد فرضیه دوم در سطح اطمینان ۹۹ درصد وجود ندارد.

جدول (۶): خلاصه نتایج آزمون فرضیه دوم

متغیرهای توضیحی	ضرایب رگرسیون	آماره t	سطح معناداری
ضریب ثابت	-۰/۱۱۳	-۷/۴۸۴	۰/۰۰۰۰
ریسک سقوط قیمت سهام	-۰/۰۴۵	-۴/۲۴۳	۰/۰۰۰۰
ارتباطات سیاسی	-۰/۰۷۰	-۲/۶۸۵	۰/۰۰۷۴
ارتباطات سیاسی × ریسک سقوط قیمت سهام	۰/۰۲۴	۲/۸۲۲	۰/۰۰۴۹
اندازه شرکت	۰/۰۲۸	۰/۶۳۴	۰/۵۲۵۷
اهرم مالی	۰/۰۶۵	۲/۹۲۰	۰/۰۰۳۶
ارزش دفتری به ارزش بازار حقوق صاحبان سهام	۰/۰۰۰	۰/۷۷۴	۰/۴۵۷۰
بازده دارایی‌ها	۰/۸۷۱	۲۶/۷۴	۰/۰۰۰۰
آماره F (احتمال)	۱۳/۸۷ (۰/۰۰۰۰)	ضریب تعیین	۰/۷۴۶
دوربین-واتسون	۱/۷۵	ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۶۹۲

### نتیجه‌گیری و بحث

نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول پژوهش نشان داد که بین ریسک سقوط قیمت سهام و هزینه سرمایه رابطه منفی و معناداری وجود دارد؛ به عبارت دیگر شرکت‌های دارای فعالیت‌های ریسک سقوط قیمت سهام از کاهش هزینه سرمایه برخوردارند.

این نتیجه با مبانی و عقاید مطرح شده توسط تورکای (۲۰۱۳)، کاشمن و همکاران<sup>۱۲</sup> (۲۰۱۵)، بلخیر و همکاران<sup>۱۳</sup> (۲۰۱۷) و فام (۲۰۱۹) مبنی بر اینکه شرکت‌های دارای فعالیت‌های ریسک سقوط قیمت سهام تمایل بیشتری به کاهش هزینه ضمنی سرمایه دارند، همسو می‌باشد. در حقیقت خطر ریسک سقوط قیمت سهام می‌تواند منجر به موقعیت‌های نامطلوبی در هزینه سرمایه شود؛ چراکه ریسک سقوط قیمت سهام همواره عامل بازدارنده جذب نقدینگی در بازار سرمایه می‌باشد. در واقع شرکت‌ها از طریق سطح اهمیت مخارج نهایی و مزایای نهایی ناشی از وجوه نقد نگهداری شده سطح مطلوب وجه نقد خود را مشخص می‌کنند؛ اما در بازارهای ناقص به راحتی منابع مالی را نمی‌توان جایگزین کرد و مدیران با وجوه نقد مازاد باعث افزایش هزینه سرمایه می‌شوند.

همچنین نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم پژوهش نشان داد که ضریب برآورد و سطح معناداری محاسبه شده برای متغیر ریسک سقوط قیمت سهام (۰/۰۴۵-) و (۰/۰۰۰۰) و برای متغیر ارتباطات سیاسی (۰/۰۷۰-) (۰/۰۷۴) است. همچنین، ضریب برآورد و سطح معناداری شده حاصل ضرب متغیر ارتباطات سیاسی و ریسک سقوط قیمت سهام (۰/۰۲۴) و (۰/۰۴۹) است؛ بنابراین ارتباطات سیاسی شرکت‌ها موجب تعدیل رابطه‌ی بین ریسک سقوط قیمت سهام شرکت با هزینه سرمایه شرکت‌ها می‌شود. این نتیجه با مبانی و عقاید مطرح شده توسط بوباگری و همکاران (۲۰۱۲)، سیویلاز و همکاران (۲۰۱۵)، لینگ و همکاران (۲۰۱۶) و فام (۲۰۱۹) همسو است، چراکه آنها معتقد بودند که شرکت‌های دارای حمایت‌های سیاسی نسبت به فشارهای بازار و رقابت‌های معمول حساس نیستند. این شرکت‌ها از ریسک سقوط قیمت سهام کمتری نسبت به سایر شرکتها برخوردار بوده و انتظارات سرمایه‌گذاران نسبت به نرخ بازده سرمایه‌گذاری نیز کمتر است؛ بنابراین، طبق تئوری پیامدهی، شرکت‌ها از طریق اتصال با دولت و افشای این روابط، در تلاش هستند تا با افزایش جذابیت‌های سرمایه‌گذاری، توانایی خود را در رقابت برای دستیابی به منابع کمیاب سرمایه‌ی دارای ریسک بهبود دهند. علاوه بر این در اقتصادی که رانتجویی از طریق ارتباطات سیاسی، نه تنها برای کسب و کار ضروری است بلکه برای رسیدن به آن رقابت وجود دارد، سرمایه‌گذاران در بازار سهام چنین کشورهایی به صورت نظام مندی تمایل دارند برای به دست آوردن سهام شرکت‌هایی که به لحاظ سیاسی دارای ارتباط هستند با همدیگر رقابت کنند؛ به عبارت دیگر، ارتباطات سیاسی می‌تواند این پیام را برای سرمایه‌گذاران داشته باشد که در جایی که روابط سیاسی هست، رانتهای اقتصادی برای شرکت‌های دارای روابط سیاسی وجود خواهد داشت. در نتیجه، می‌توان استدلال نمود که برقراری روابط سیاسی با دولت می‌تواند موجب کاهش عدم اطمینان نسبت به سرمایه‌گذاری، کاهش ریسک سقوط قیمت سهام و کاهش بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاران و در نقطه مقابل، کاهش هزینه سرمایه شرکت شود.

به هر حال آنچه مسلم است وجود چنین ارتباطاتی میان شرکت‌ها و دولت، صرف نظر از سایر مزایا و معایبی که در تحقیقات گذشته به آن‌ها پرداخته شده است، می‌تواند تاثیر با اهمیتی در کاهش هزینه سرمایه داشته باشد و به لحاظ حفظ و افزایش ارزش شرکت، آنها را در موقعیت بهتری نسبت به سایر شرکت‌ها قرار دهد؛ بنابراین نسبت به سایر شرکتها در جذب سرمایه در موقعیت بهتر و جذابتر ری قرار می‌گیرند و این موضوع باعث می‌شود تخصیص منابع به صورت بهینه در اقتصاد صورت نگیرد.

<sup>۱۲</sup>- Cashman et al

<sup>۱۳</sup>- Bel khi r et al

## فهرست منابع

۶. اقدام مزرعه، ی. و ذابح غازانی، م. (۱۳۹۶). بررسی تأثیر کیفیت حسابرسی بر رابطه بین ارتباطات سیاسی و هزینه‌های نمایندگی. *اولین کنفرانس ملی نقش حسابداری، اقتصاد و مدیریت، تبریز، موسسه آموزش عالی علم و فن آوری شمس*.
۷. بادآور نهندی، ی؛ و تقی زاده خانقاه و. (۱۳۹۷). بررسی تأثیر ارتباطات سیاسی بر سرمایه‌گذاری بیشتر از حد و عملکرد. *بررسی حسابداری و حسابرسی، ۲۵(۲)*، ۱۸۱-۱۹۸.
۸. بحری ثالث، ج؛ و عبرتی، م. (۱۳۹۸). اثر ارتباطات سیاسی بر خطر سقوط قیمت سهام با تأکید بر رقابت بازار محصول در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *دانش سرمایه‌گذاری، ۸(۲۹)*، ۲۷۵-۲۹۶.
۹. رهنمای رودپشتی، ف؛ و محسنی، ع. (۱۳۹۷). ارتباطات سیاسی، سود نقدی و بازده سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *دانش مالی، ۱۱(۳۸)*، ۱۲۹-۱۴۴.
۱۰. فتحی، س؛ و کبیری پور و. (۱۳۹۱). بررسی ابعاد مختلف ریسک سیاسی و تأثیر آن بر سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی، *بررسی‌های بازرگانی، ۵۲*، ۲۰-۳۳.
۱۱. قاصدی، ا. مصطفایی، ب؛ و آقایی، م. (۱۳۹۵). بررسی تأثیر ریسک سیاسی بر نوسان بازدهی سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، *ششمین کنفرانس ملی مدیریت، اقتصاد و حسابداری، تبریز، دانشگاه فنی و حرفه ای استان آذربایجان شرقی - سازمان مدیریت صنعتی تبریز*
۱۲. کرمی، غ. نظری، م؛ و شفیع پور، م. (۱۳۸۹). ارزش افزوده اقتصادی و نقدشوندگی بازار سهام، *تحقیقات مالی، ۱۲(۳۰)*، ۱۱۷-۱۳.
۱۳. کردستانی، غ؛ و طایفه، س. (۱۳۹۲). ویژگی‌های کیفی سود و هزینه سرمایه سهام عادی، *تحقیقات مالی، ۱۵(۱)*، ۷۵-۹۴.
۱۴. گوگردچیان، ا. فتحی، س. امیری، ه؛ و سعیدی ورنامخواستی، ن. (۱۳۹۴). تحلیل مقایسه‌ای تأثیر ریسک سیاسی بر توسعه بازار سهام کشورهای منتخب، *فصلنامه دانش سرمایه‌گذاری، دوره ۴، شماره ۱۵، صص ۱۳۵-۱۵۶*
۱۵. محسنی، ع. (۱۳۹۷). ارتباطات سیاسی و هزینه سرمایه حقوق صاحبان سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، *مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار، ۹(۳۴)*، ۲۷۳-۲۹۱.
۱۶. محمدزاده، ی. جهانگیری، خ. رفاح کهریز، آ؛ و ولی زاده، ا. (۱۳۹۷). بررسی اثر حقوق مالکیت و ریسک سیاسی بر جذب سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی با استفاده از رهیافت PVAR، *فصلنامه مطالعات اقتصادی کاربردی ایران، ۷(۲۶)*، ۱۱۵-۱۴۴.
۱۷. مولائی، ز؛ و یاری حاج عطالو، ج. (۱۴۰۰). نقش مهارت‌های ارتباطی مدیران بر رفتارهای سیاسی در مدارس متوسطه شهرستان مراغه. *فصلنامه پژوهشی نوین در مدیریت و حسابداری، ۵(۶۳)*، ۱-۱۵.
۱۸. نصرافهانی، ا؛ و رجبی، م. (۱۳۹۹). تحلیل تاثیر ناطمینیان تورم و ریسک سیاسی بر بازدهی صنایع معدنی در بورس اوراق بهادار تهران، *اولین کنفرانس بین المللی چالش‌ها و راهکارهای نوین در مهندسی صنایع و مدیریت و حسابداری، ساری*.

۱۹. نظری پور، م؛ و مقصدپور، ص. (۱۳۹۹). تأثیر ارتباطات سیاسی بر رابطه بین توانایی مدیریت و گزارشگری مالی متقلبان. *دانش حسابداری*، ۱۱(۲)، ۱۶۹-۲۰۷.
۲۰. هاشمی، ع. امیری، ه؛ و معین قفقازی، ر. (۱۳۹۱). تأثیر بکارگیری هزینه سرمایه بر رابطه سود و بازده سهام، *فصلنامه مطالعات تجربی حسابداری مالی*، ۱۰(۳۸)، ۹۱-۱۱۷.
21. Abdul Kaium Masud. Md. & Mi Bae. S. Manzanars. J. & Dae Kim. J. (2019). Board Directors' Expertise and Corporate Corruption Disclosure: The Moderating Role of Political Connections. *Sustainability, MDPI, Open Access Journal*, 11(16), 1-22.
22. 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.
23. Badrul Muttakin. M. & Khan. A. Getie Mihret, D. (2018). The Effect of Board Capital and CEO Power on Corporate Social Responsibility Disclosures, *Journal of Business Ethics*, Springer, 150(1): 41-56.
24. 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.
25. Du Toit, G. (2013). Political risk factors: what Chinese companies need to assess when investing in Africa. URL:[http://www.ccs.org.za/wp-content/uploads/2013/09/CCS\\_DP\\_Political-Risk\\_Gerda\\_du\\_Toit\\_Online\\_2013.pdf](http://www.ccs.org.za/wp-content/uploads/2013/09/CCS_DP_Political-Risk_Gerda_du_Toit_Online_2013.pdf). Date of Access: 15.02.2014.
26. Fan, J.P.H. T.J. Wong, and T. Zhang, (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.
27. Guanchun. Liu, Hu, May. & Cheng, C. (2021). The information transfer effects of political connections on mitigating policy uncertainty: Evidence from China, *Journal of Corporate Finance*, Elsevier, 67(C).
28. Jakobsen, J. (2010). Old Problems Remain, New Ones Crop up: Political Risk in the 21st Century, *Journal of Business Horizons*, 53: 481-490.
29. Khan, A. Muttakin, M. B. and Siddiqui, J. (2013), Corporate governance and corporate social responsibility disclosures: Evidence from an emerging economy, *Journal of Business Ethics*, 114 (2): 207-223.
30. Ling, Leng, Zhou, Xiaorong, Liang, Quanxi, Song, Pingping, Zeng, Haijian. (2016). "Political connections, overinvestments and firm performance: Evidence from Chinese listed real estate firms". *Finance Research Letters* 1–6.
31. 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.
32. Pham, A.V. (2019). Political risk and cost of equity: The mediating role of political connections, *Journal of Corporate Finance*, 56(1): 64-87.
33. Türkay, K. (2014). Politik Risk. URL: <http://www.sistematikrisk.com/2013/12/27/politik-risk-ve-kaos/>. Date of Access: 16.03.2014.
34. Voghouei, h. Azail, M. & Siong Hook, L. (2013). The effect of dynamic legal tradition on financial development: panel data evidence. *Eur J law Econ*, 35: 109-136.
35. Wellman, L.A. (2017). Mitigating political uncertainty. *Review of Accounting Studies*, 22(1): 217-250
36. Zorgui, I. (2011). Institutional Quality and Political Risk. *Journal of Economics, Finance and Management Sciences*. 3 (1)

# Investigating Moderate Role of Political Connections the Relationship between Political Risk and cost of Equity in Listed Firms on Tehran Stock Exchange

Halimeh Esmaeili<sup>1</sup>

Date of Receipt: 2022/03/24 Date of Issue: 2022/04/24

## Abstract

The impact of political connections on business organizations has been the subject of interest for many researches throughout the world. Since executive and non-executive directors, with political connections, can bring diverse benefits to the firm through using their connections and relations with politicians, they are often considered to be really powerful. The main purpose of the present study is the Effect of the Moderating Political Connections, on the relationship between Political Risk and cost of Equity in firms accepted in Tehran Stock Exchange. To this end, Three hypotheses were defined in the study. In order to test the hypotheses of the study, the statistical measure of Multivariate Linear Regression Analysis has been employed. The type of data utilized to test the respective research hypotheses was panel data. Sample population of the study included 120 firms accepted in Tehran Stock Exchange using accessible sampling method whose data were investigated over years 2013 to 2020. Research findings indicate that Political Connections and Political Risk has negative and significant relationship between cost of Equity. The results also show that in the Political Connections as a Moderating has an effect on the intensity Relationship between Political Risk and cost of Equity.

## Keywords

Political Connections, Political Risk, cost of Equity

1. Master of Accounting, Payam Noor University, Oz Center, Accounting Expert of Darab Municipality.

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی  
پرتال جامع علوم انسانی